



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
PRÓ-REITORIA DE GRADUAÇÃO
ESCOLA DE DIREITO, GESTÃO E NEGÓCIOS.
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

ARTHUR LIMA DA COSTA

**ANÁLISE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO SEGMENTO DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR**

GOIÂNIA

2023

**ANÁLISE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO SEGMENTO DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR***

**CORPORATE GOVERNANCE ANALYSIS
IN THE SUPPLEMENTARY PENSION SEGMENT**

Aluno: Arthur Lima da Costa**

Elis Regina de Oliveira***

RESUMO: As certificações de autorregulação em governança corporativa e de investimentos tem papel relevante para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Nessa direção, o presente artigo teve por objetivo comparar indicadores de desempenho de gestão de entidades de previdência, propostos pela ANCEP, considerando dois grupos com e sem certificações em autorregulação em governança corporativa e de autorregulação em governança em investimentos, no período de 2020 a 2022. As técnicas estatísticas aplicadas foram pesquisa quantitativa, descritiva e documental, com comparação das medianas por meio do teste de Mann-Whitney. Como principais resultados, verificou-se que as certificações não podem ser relacionadas às diferenças dos indicadores de desempenho de alocação dos investimentos; capacidade de honrar pagamentos das provisões matemáticas por meio do patrimônio de cobertura dos planos, e de rentabilidade, pois não foram significativas. Este estudo amplia a literatura ao avaliar se as certificações de autorregulação em governança corporativa e de governança em investimentos afetam os indicadores de desempenho de gestão e como contribuição prática evidencia os resultados dos indicadores de desempenho aos stakeholders.

PALAVRAS-CHAVE: Previdência Complementar; EFPC; Governança Corporativa.

ABSTRACT: The certifications of self-regulation in corporate governance and investments play a relevant role for Closed Pension Entities. In this direction, this article aimed to compare management performance indicators of pension entities proposed by ANCEP, considering two groups with and without certifications in self-regulation in corporate governance and self-regulation in investment governance, from 2020 to 2022. The statistical techniques applied were quantitative, descriptive, and documentary research, comparing medians using the Mann-Whitney test. The main results showed that certifications cannot be linked to differences in investment allocation performance indicators, the ability to meet payment obligations of mathematical provisions through plan coverage assets, and profitability, as they

* Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Pontifícia Universidade Católica de Goiás como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação da Prof.^a. Dra. Elis Regina de Oliveira.

** Bacharelado em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Av. Universitária, 1440 - Setor Leste Universitário, Goiânia - GO, 74605-010. E-mail: arthurlimalc64@gmail.com

*** Doutora em Ciências Ambientais (UFG). Docente Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Av. Fued José Sebba, 1184 - Jardim Goiás, Goiânia - GO, 74805-100. E-mail:elisregina@pucgoias.edu.br.

were not significant. This study expands the literature by assessing whether self-regulation certifications in corporate governance and investment governance affect management performance indicators; and as a practical contribution, it highlights the results of performance indicators to stakeholders.

KEY WORDS: Pension Funds; EFPC; Corporate Governance.

1 INTRODUÇÃO

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) são investidoras institucionais responsáveis aplicar recursos em diversas modalidades de ativos, com valor aproximado de um trilhão e duzentos e vinte nove bilhões de reais, equivalente a 12,10% do PIB, em junho de 2023. Portanto, essas entidades têm papel relevante para o crescimento da economia do país, bem como para suplementar a renda de aposentadorias e pensão por morte aos seus participantes e dependentes. Por consequência, espera-se que os seus gestores estabeleçam diretrizes e práticas pautadas pela eficiência e sustentabilidade dos negócios (MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL, 2023; NESE; GIAMBIAGI, 2020; SUHARYONO; RISKI, 2023).

Nessa direção, a governança corporativa aplicada à organização e investimentos, nesse segmento, pode contribuir com maior transparência, com estrutura organizacional que possibilite maior controle, supervisão e *compliance*, para minimizar conflitos de interesses e promover ações alinhadas com os valores das entidades e princípios éticos (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA [IBGC], 2016; LIMA, 2014; MANO, 2022). Assim, diversos estudos abordam a governança corporativa e suas múltiplas relações com desempenho organizacional e de investimentos, transparência e conflitos de interesses entre gestores e patrocinadores e participantes dos planos de previdência que eles administram.

Lima (2014) identificou baixa frequência de divulgação voluntária das práticas de governança corporativa nesse segmento. Ele evidenciou, ainda, que há relação significativa e positiva das entidades vinculadas ao patrocínio do setor público com essas práticas. Já Wartchow (2017) identificou que a estrutura organizacional tem influência positiva nos investimentos. Por outro lado, Calloni (2020) mostrou que entidades com maior eficiência em gestão de investimentos estão relacionadas com maior transparência, medida por meio de *disclosure* voluntário. Silva e Moraes (2022) identificaram que os planos de entidades vinculadas ao regime próprio de previdência com certificação de governança apresentam maior equilíbrio financeiro, embora não seja estatisticamente significativo.

A revisão da literatura evidenciou ausência de pesquisa que avaliasse se as certificações em governança corporativa e governança em investimento, concedidas pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) propiciam melhor desempenho organizacional em relação às que não apresentam esse diferencial. Nesse rumo, este estudo buscou ampliar a literatura ao desenvolver investigação que vai ao encontro dessa lacuna de pesquisa.

Assim, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa: qual é a diferença de eficiência de desempenho em gestão entre EFPC que apresentam ou não certificações de Autorregulação em Governança Corporativa e de Autorregulação em governança de investimentos? Em busca de resposta, o presente artigo teve por objetivo comparar os indicadores de desempenho de gestão de entidades de previdência, propostos pela Associação Nacional dos Contabilistas das Entidades de Previdência (ANCEP), considerando dois grupos com e sem certificações em autorregulação em governança corporativa e de autorregulação em governança de investimentos, no período de 2020 a 2022. Utilizou-se o teste de medianas (Mann-Whitney) para comparação das medianas dos indicadores de desempenho de gestão.

No segmento das EFPC, a certificação em governança tem papel relevante que transcende simplesmente a conformidade regulatória para alcançá-los, conforme regras aplicadas pela ABRAPP, pois, tornou-se crescente a demanda por transparência, responsabilidade social corporativa e excelência na gestão de recursos previdenciários. Essas pressões visam proteger a perenidade das próprias entidades, tendo em vista escândalos financeiros envolvendo entidades de previdência, bem como atender às demandas por investimentos que promovam bem-estar ambiental, social e em governança corporativa, conforme Agenda de Paris (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS [ANBIMA], 2021; CORRUPÇÃO PUNE FUNDOS DE PENSÃO, 2015).

Logo, este estudo contribui com a literatura ao acrescentar pesquisa que compara indicadores de desempenho em gestão das entidades com e sem certificações em governança corporativa e governança em investimentos, evidenciando se há diferenças significativas sobre alocação de recursos; solvência; maturidade dos planos; rentabilidade e patrimônio de cobertura em relação às provisões matemáticas. E como contribuição prática este estudo pode subsidiar aos stakeholders em tomada de consciência sobre a relevância da governança corporativa para suas entidades de previdência e no âmbito acadêmico possibilita fomentar o debate sobre esse setor que tem relevância para o planejamento previdenciário dos brasileiros e governança corporativa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Essa seção tem por finalidade apresentar o referencial teórico; a estrutura de previdência complementar brasileira; governança corporativa aplicada ao segmento de entidades fechadas de previdência complementar; a contextualização socioeconômica do período em análise dos resultados; e a revisão dos estudos anteriores sobre o tema.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015, p. 20) “Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. Por meio de ações pautadas nos princípios de transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, os dirigentes das entidades fechadas de previdência deverão atuar com a finalidade de aumentar o valor econômico da organização, bem como aperfeiçoar a comunicação com as partes interessadas.

A necessidade de monitoramento das entidades, cujo proprietário (principal) por meio de contrato delega a direção a outrem (agente) para gerenciamento e maximização do valor da organização, é decorrente do conflito de interesses entre essas duas partes, estudado pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). A decisão sobre as características da estrutura de monitoramento e incentivo depende dos custos inerentes ao processo e da assimetria existente de informação, que pode amplificar os riscos relacionados aos conflitos de agenciamento e do risco moral (DALMÁCIO, 2004; MACHADO, FERNANDES, BIANCHI, 2016; MANO, 2022).

No caso do segmento de EFPC, os participantes e patrocinadores delegam poderes à Diretoria Executiva para gerir a entidade, conforme os interesses das partes envolvidas na constituição da entidade, normatizados em seus estatutos, regulamentos e demais normas. A separação entre propriedade e controle gerencial demanda monitoramento e incentivos para assegurar que a gestão será pautada por ações que visem atender aos interesses dos proprietários (CATALON, 2004; MACHADO, FERNANDES, BIANCHI, 2016; MANO, 2022).

O IBGC (2015) propõe a estrutura mínima de gestão pautada em governança corporativa, que deve ser ajustada às características e porte de cada organização, considerando

necessária a existência de conselho de administração; diretoria executiva; e órgãos de fiscalização. E sugere os mecanismos (órgãos, políticas e normas internas) para pautar as condutas esperadas e minimizar conflitos.

O Gerenciamento de riscos, controles internos e conformidade (*compliance*) tem relevância significativa para as entidades de previdência pelo gerenciamento de elevados investimentos, que constituem o patrimônio garantidor de pagamento de benefícios previdenciários aos seus participantes. Esses riscos podem ser de natureza operacional, financeira, regulatório e de estratégia. Assim, torna-se necessário o comprometimento de toda a equipe da organização para assegurar a conformidade com os princípios e valores convertidos em normas, procedimentos e políticas, bem como com os aspectos legais em que está exposta (IBGC, 2015).

O conselho de administração é o órgão de poder hierárquico máximo na estrutura de gestão, a quem cabe estabelecer as diretrizes estratégicas de negócios e de preservação dos princípios de governança corporativa, bem como monitorar a diretoria. Já a diretoria é responsável pela gestão da organização, executando as estratégias emanadas do conselho de administração, na condução administrativa, operacional, econômico-financeiro, gestão de risco e na comunicação com as partes interessadas (IBGC, 2015).

O conselho fiscal é parte integrante do sistema de governança, está subordinado ao conselho de administração, podendo ser permanente ou não, conforme definido por cada estatuto, e tem por finalidade a fiscalização (de documentos, processos operacionais e de ações) e tomada de providências necessárias. Já ao comitê de auditoria cabe assessorar o conselho de administração, auxiliando no controle sobre a qualidade das demonstrações financeiras e controles internos, com vista à integridade das informações (IBGC, 2015). Assim, a estrutura de governança corporativa demanda controles internos capazes de gerar informações relevantes, fidedignas e tempestivas para se apoiar (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2023).

2.2 ESTRUTURA DE PREVIDÊNCIA PRIVADA NO BRASIL

A Previdência Social Brasileira está composta por três pilares: Regime Geral de Previdência Social (RGPS), Regime Próprio de Previdência Social e o Regime de Previdência Complementar, (Figura 01). Para o RGPS a adesão é obrigatória, com regime de financiamento baseado em contribuições, estruturados em repartição simples, com a

finalidade de assegurar benefícios previdenciários básicos (CONSTITUIÇÃO, 1988; NESSE; GIAMBIAGI, 2020).

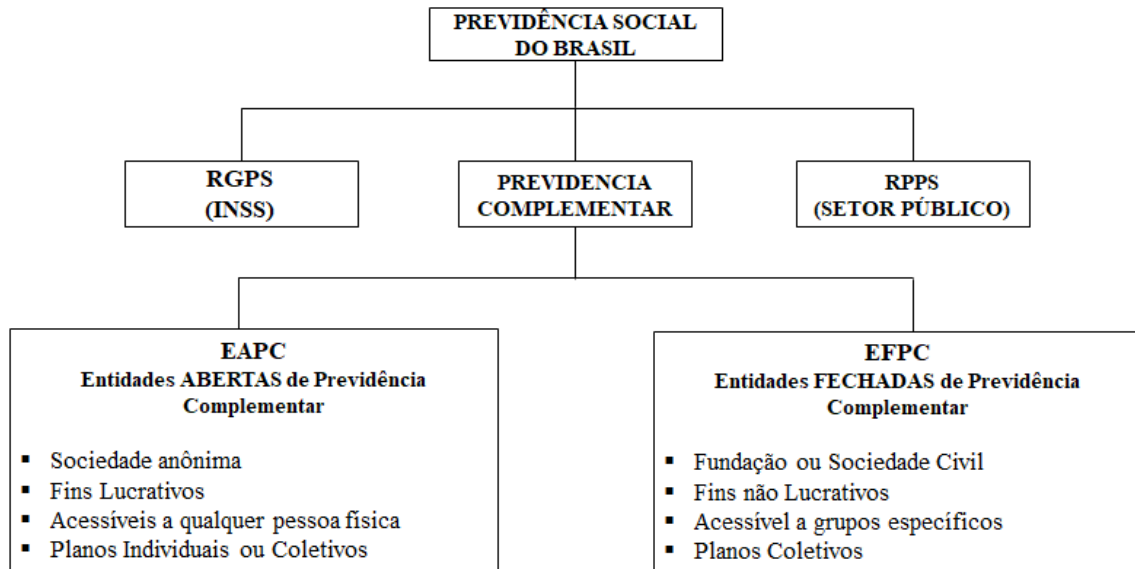


Figura 01 – Estrutura da Previdência Social do Brasil. Elaborada pelo autor.

Fonte: Ministério da Previdência Social (2023).

A Previdência Complementar (PC) tem por finalidade principal suplementar benefícios previdenciários pagos pela Previdência Oficial (RGPS e RPPS), a adesão/contrato é facultativa e está estruturada predominantemente em regime financeiro de capitalização. Assim, tem por objetivo instituir e administrar planos de previdência complementar. Ela está segmentada em dois setores: as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e as Entidades Fechadas (plural para concordar com Entidades Abertas) de Previdência Complementar (EFPC). Esses segmentos se distinguem principalmente em relação à natureza jurídica e público-alvo, Conforme Figura 01 (BRASIL, 2001a; 2001b; NESSE; GIAMBIAGI, 2020). Dar-se-á foco ao segmento EFPC, objeto de estudo desta pesquisa.

As EFPC podem ser classificadas em singulares, quando tem apenas um patrocinador ou instituidor; e multipatrocinada possui mais de um patrocinador ou instituidor. Sua organização prevê estrutura mínima de governança corporativa composta por Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria-Executiva. Cabe ao Estatuto da EFPC estabelecer a representação dos participantes ativos e assistidos inseridos nos Conselhos, com mínimo de

um terço das vagas, inclusive no caso de entidades multipatrocinadas (BRASIL, 2001a; 2001b).

O segmento de EFPC é supervisionado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e tem a Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) sem fins lucrativos, que defende os interesses dessas entidades (NESSE; GIAMBIAGI, 2020). Segundo Arantes (2021) o segmento de EFPP encontra-se com arcabouço legal estruturado e consistente, viabilizando a sustentabilidade das operações. No entanto, esse sistema ainda carece de aprimoramento nos processos de gestão, inclusive de investimentos, com vista a alcançar o profissionalismo e segurança demandados, para que as entidades cumpram com sua missão.

Assim, precisam ser inseridos mecanismos que minimizem as pressões das patrocinadoras sobre a gestão das entidades, especialmente na decisão de realização de investimentos (ARANTES, 2021). Ainda, segundo esse autor, essas pressões não ocorrem apenas nas patrocinadoras vinculadas ao setor público, mas também no setor privado, evidenciando casos com destaque internacional de irregularidade em fundos de pensão decorrentes de pressões das próprias patrocinadoras, a empresa Enron (EUA) em 2001; e o Mirror Group (Inglaterra), na década de 80, são exemplos.

No Brasil, em 2022, esse setor estava composto por 277 entidades fechadas, com impacto direto sobre 7,1 milhões de brasileiros (participantes ativos, aposentados, pensionistas e dependentes), com 981 planos previdenciários, distribuídos na modalidade de benefício definido (253), contribuição definida (448) e contribuição variável (280). Os participantes ativos (64,80%) e assistidos (71,00%) são predominantemente do sexo masculino, e por consequência predominam (90,8%) as mulheres como beneficiárias de pensão. Trata-se de setor com 1,17 trilhões de ativos, porém com déficit acentuado principalmente a partir de 2020. A modalidade de entidades multipatrocinadas apresentou crescimento de 78,38% entre os anos de 2017 (37) e 2022 (66), evidenciando a tendência de concentração do setor (BRAPP, 2022).

O estímulo à concentração de mercado é gerado pelo ganho de escala e por consequência redução dos custos administrativos, porém crescem as exigências de profissionalismo da gestão, por meio de nível elevado de formação dos gestores e de processos de execução e controles (ABRAPP, ARANTES, 2021; LIMA et al., 2022; SILVA et al., 2023).

Nessa direção, os indicadores contábeis contribuem como mecanismo de acompanhamento do desempenho das decisões sobre o gerenciamento do plano. Corrar

(2013), por meio desses indicadores, evidenciou que o sistema de entidades fechadas precisa alcançar melhores resultados econômico-financeiros para aumentar o patrimônio de cobertura dos benefícios previdenciários.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO SEGMENTO DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

A GC, no segmento de EFPC brasileiro, é orientada pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e pelo esforço conjunto das entidades: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), Instituto de Certificação Institucional e dos Profissionais de Seguridade Social (ICSS), e do Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (SINDAPP). O Guia Previc de Melhores Práticas em Fundos de Pensão, entre outros nortes, emana diretrizes sobre governança corporativa, sugerindo a criação de código de governança corporativa para as entidades, que viável (SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR [PREVIC], 2010).

Esse Guia ressalta que o Conselho Deliberativo e o Conselho Fiscal devem estar alinhados em ações que visem à sustentabilidade das entidades; e que haja com transparência no processo de seleção dos membros de cada conselho (PREVIC, 2010). Considera-se sustentabilidade corporativa as atividades gerais de uma organização, incluindo políticas organizacionais, decisões e ações organizacionais que resultem na criação de valores econômicos, sociais e ambientais para a entidade (AGUILERA *et al.*, 2015).

Esse Guia ressalta que o Conselho Deliberativo é o órgão máximo da estrutura decisória, podendo compartilhar responsabilidades, mas não as delegar para outros colegiados. Enquanto a Diretoria Executiva deverá pautar suas ações norteadas pelas diretrizes emanadas do Conselho Deliberativo, com transparência na gestão e comunicação com os *stakeholders* (PREVIC, 2010).

Norteadado pelo Guia Previc de Melhores Práticas para Fundos de Pensão, a ABRAPP desenvolveu o Código de Autorregulação em Governança Corporativa para as EFPC, que tem por finalidade estabelecer parâmetros relativos aos fundamentos de conduta ética; transparência; integridade; prestação de contas; equidade; gestão baseada em riscos; compliance; e responsabilidade corporativa, considerando as características de estrutura e porte da entidade, com adesão facultativa (ABRAPP, 2020). Conforme o código, além da estrutura mínima de GC é recomendado à inserção de órgão de auditoria e de comitês de

suporte multidisciplinar à gestão. Para atender aos fluxos de ações relativas à GC é prevista a capacitação de gestores e empregados (ABRAPP, 2020).

Além do Código de GC para a entidade a Abrapp também desenvolveu o Código de Autorregulação em Governança de Investimentos, com o escopo de aperfeiçoar práticas de governança de investimentos, com a finalidade de minimizar riscos, com vista à sustentabilidade do sistema de EFPC no país. Assim, constitui-se um conjunto de regras e procedimentos assumidos voluntariamente. A adesão aos códigos potencializa a valorização da marca no mercado em decorrência de segurança e qualidade, com relações favoráveis com os *stakeholders*: participantes, patrocinadora, fornecedores, instituições financeiras, órgãos públicos, e outros (ABRAPP, 2019; ABRAPP, 2020a).

A Abrapp, por meio do Conselho de Autorregulação, concede Selos de Autorregulação, conforme critérios estabelecidos em regulamento, certificando que a entidade que aderiu facultativamente ao(s) código(s) está enquadrada às exigências de governança corporativa e/ou governança em investimentos. Esse selo, depois de concedido tem validade de três anos e poderá ser utilizado na comunicação interna e externa da entidade, enquanto for mantido (ABRAPP, 2020b).

Dessa forma os *stakeholders* poderão perceber o esforço e o comprometimento da entidade em pautar suas ações norteadas por princípios que conduzem à sua própria sustentabilidade e do sistema de EFPC. Suharyono e Riska (2013) evidenciaram que a GC influencia o desempenho de sustentabilidade da empresa.

Os gestores das entidades são os maiores incentivadores do *rating* de investimento, pois dessa forma ele pode mais facilmente sancionar ações impróprias ou ilegítimas, mesmo quando pressionados (AGUILERA *et al.*, 2015). Esses autores ratificam, ainda, a importância de considerar, também, critérios de governança corporativa externa, tendo em vista que posições de mercado, emitidos por advogados, auditores externos, analistas, ativismos de *stakeholders*, mídias, e agências de classificação desempenham papel relevante na formação de decisões de governança interna.

2.4 AMBIENTE SOCIOECONÔMICO

O contexto socioeconômico nacional, no período em análise 2018-2022, é relevante para compreender o desempenho econômico-financeiro das entidades fechadas de previdência, que podem sofrer impactos de variáveis econômicas (juros, inflação, câmbio,

nível de produção, taxa de desocupação e outros) e biométricas (expectativa de vida; probabilidade de invalidez e/ou morte, entre outros) (ALVES, 2021; LIMA *et al.*, 2022)

Os dois primeiros anos desta análise apresentaram situação econômico-financeira mais favorável aos fundos de pensão, tendo em vista que eles sofreram o impacto da recessão prolongada dos anos de 2015 a 2016, seguida por melhoria no desempenho da economia, porém sem recuperar a taxa de crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB) de 2014 (IBGE, 2023; ABRAPP, 2022). Ressalta-se que os fundos de pensão são investidores institucionais com aplicações predominantemente em renda fixa (73,6%) e renda variável (18,15%), portanto, o patrimônio de cobertura fica suscetível ao desempenho dos investimentos.

Em onze de março de 2020 foi decretada pela Organização Mundial de Saúde (OMS) o quadro de pandemia decorrente do rápido contágio pelo vírus Sars-Cov-2 e pela ausência de tratamento preventivo ou curativo, para conter o alto número de contaminados e por consequência de óbitos por Covid-19 (ALVES, 2021). A crise sanitária, com amplitude internacional, desencadeou crise econômica e intensificou o conflito político entre os poderes (GAMA NETO, 2020). Diversas medidas de enfrentamento foram adotadas pela União, Estados e Municípios, inclusive a paralização de atividades consideradas não essenciais, como medida de isolamento (GAMA NETO, 2020; POSSÍDIO, MARTINEZ, 2020).

As sucessivas paralizações das atividades econômicas, em cenário de agravamento e sem perspectiva de controle da doença ou da prevenção eficaz contra o vírus agravou a crise econômica no setor produtivo e mercado financeiro (AVELAR, *et al.*, 2021). O mercado de capitais entrou em colapso, principalmente no primeiro mês de pandemia, em face às incertezas e crescimento do número de óbitos no Brasil e nos demais países. A taxa de desemprego aumentou em relação aos anos anteriores, em decorrência da redução do nível de atividade econômica. O setor de serviços, principalmente envolvendo lazer e turismo foram fortemente atingidos pela crise (POSSÍDIO, MARTINEZ, 2020).

A Tabela 1 evidencia a evolução da taxa de crescimento real do PIB, de desemprego e de juros básicos. Observa-se a acentuada redução do nível de atividade econômica, no primeiro ano de pandemia, tendo por consequência aumento do desemprego.

Tabela 1 - Relação de taxas (%) dos indicadores do contexto socioeconômico (2017-2018)

Ano	PIB	Desocupação	Selic acumulada 12 meses
2017	1,32	12,70	9,94
2018	1,78	11,60	6,43
2019	1,22	11,90	5,96
2020	-3,28	13,50	2,76
2021	4,99	11,10	4,42
2022	2,90	9,30	12,39

Fonte: Bacen (2023). IBGE (2023). Brasil Indicadores (2023). Elaborada pelo autor.

A taxa de desocupação que estava em queda desde 2018, após longo período em alta, voltou a crescer significativamente em 2020 e retorna à tendência de redução a partir de 2021, porém com redução da renda média nacional, principalmente para os mais pobres que sofrem mais com a inflação e com a dificuldade de encontrar novo posto de trabalho (DONOSO; HORN; MANGANELLI, 2020; PUENTE, 2021).

A taxa Selic, de referência básica para investimentos, empréstimos e financiamentos, vinha em tendência de queda desde 2017, iniciando janeiro de 2018 com a taxa de 6,75% ao ano; em agosto de 2020 atingiu o seu valor mínimo de 2,0% como uma das medidas de enfrentamento à crise instalada pela pandemia; e inicia uma tendência de crescimento a partir de março de 2021 (2,75%) atingindo o patamar de 13,75% em agosto de 2022 e permanecendo nesse patamar. Taxas elevadas de juros favorecem os retornos dos investimentos realizados pelos fundos de pensão, e por consequência reduz a pressão por aumentos de contribuições, para obter reserva necessária para custear o pagamento de rendas previdenciárias (NESSE; GIAMBIAGI, 2020).

2.5 ESTUDO CORRELATO

O Quadro 1 apresenta estudos que abordam a governança corporativa no segmento de previdência. No setor público Silva e Morais (2022) buscaram compreender a relação de GC com o equilíbrio financeiro e atuarial dos regimes próprios dos estados. Nessa direção, porém no setor privado, Wartchow (2017) e Calloni (2020) analisam a relação com a rentabilidade das EFPC. Enquanto Lima (2014) analisa a governança corporativa em relação à estrutura organizacional.

Quadro 1 - Estudos Correlatos

Autores	Objetivo	Aspectos metodológicos	Principais resultados
Silva e Morais. (2022)	Investigar a relação entre fatores organizacionais e o equilíbrio financeiro e atuarial dos Regimes Próprios da Previdência Social (RPPS)	Utilizaram as técnicas: quantitativa; descritiva; documental, com amostra de 26 estados, com dados no período de 2016 a 2020. Dados tratados com regressão em painel. Variáveis dependentes: Indicadores de Equilíbrio Atuarial e de Cobertura de Passivo. Variáveis independentes: Governança Corporativa e Regularidade Previdenciária (como proxies de organização).	Embora os RPPS's com Certificado de Governança apresentem em média maior equilíbrio financeiro e atuarial as relações não são estatisticamente significativas.
Calloni (2020)	Investigar a associação entre os princípios de transparência e prestação de contas adotadas pelos fundos de pensão no Brasil com a rentabilidade dos investimentos.	Trata-se de pesquisa qualitativa (análise do discurso); quantitativa (correlação); documental, com análise de websites e documentos publicados neles. Amostra de 58 fundos de pensão no período de 2012 a 2018.	Entidades com melhor eficiência nos investimentos fizeram maior divulgação de sua estrutura organizacional e de seus documentos institucionais. Há associação positiva entre comunicação da entidade e rentabilidade
Wartchow (2017)	Analisar a relação entre nível de governança e rentabilidade da EFPC brasileira.	As estratégias de pesquisa adotadas foram: quantitativa; descritiva; documental. Amostra de 141 entidades, com dados de 2011 a 2014 de 141. Técnica de análise de dados: regressão com painel. Variável independente: governança corporativa e dependente: Rentabilidade.	Identificou-se relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis, indicando que a estrutura organizacional norteada pela governança corporativa influencia positivamente na rentabilidade dos investimentos.
Lima (2014)	Analisar as práticas de governança corporativa sob o enfoque da teoria institucional	Utilizaram as técnicas de pesquisa quantitativa (análise de <i>clusters</i>) e qualitativa (análise de conteúdo); documental com consulta aos sites das 115 entidades no período de abr-jun/2014. Categorias utilizadas: acesso à informação; conteúdos e estrutura de gestão.	As entidades realizam o isomorfismo coercitivo com divulgação de suas práticas de governança que são impostas dentro da entidade. As práticas voluntárias apresentaram baixa frequência e grande variação entre as entidades. Poucas entidades apresentam em sua estrutura de comitê de auditoria interna. As variáveis idade da entidade; tamanho do ativo e tipo de patrocínio estão positivamente correlacionadas com as práticas voluntárias. As entidades com patrocínio público apresentam maior nível de governança. Em geral as entidades apresentam baixo uso de práticas de governança, considerando o elevado ativo que administram e sua relevância para as partes interessadas.

Fonte: Elaborado pelo auto.

Essa revisão de literatura sobre o tema, principalmente os aspectos metodológicos e os principais resultados desses estudos são relevantes para a discussão dos resultados obtidos nesta pesquisa.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

As técnicas de pesquisa aplicadas foram, quanto à abordagem e objetivo, quantitativas e descritivas, com cálculos de indicadores de desempenho e tratamento estatístico para analisá-los e relacioná-los (LAKATOS, 2021). Quanto ao procedimento trata-se de pesquisa documental com consulta ao Balanço Patrimonial Consolidado das EFPP, no período de 2020 a 22, conforme dados abertos (PREVIC, 2023). E, também, utilizou-se de pesquisa bibliográfica em diversas fontes (artigos, sites especializados, dissertação, teses e outros) para revisão de literatura sobre o tema (MARTINS, THEÓPHILO, 2016; MARCONI, LAKATOS, 2021).

A população está composta por 277 EFPC, sendo a amostra constituída pelas 27 entidades que conquistaram os dois selos: Selo de Autorregulação em Governança Corporativa e o Selo de Autorregulação em Governança de Investimento, concedidos pela ABRAPP até 12 de setembro de 2023, denominada por Grupo 2 (dois), conforme Quadro 2. E por 27 entidades que não possuem nenhum selo de governança, denominado por Grupo 0 (zero), conforme Quadro 3.

Quadro 2 – Grupo 2: Relação das entidades que possuem os dois selos de Autorregulação em Governança Corporativa e Autorregulação em Governança de investimentos (março/2023).

1. AOB PREV SÃO PAULO	2. METRUS
3. BASF	4. MÚTUO PREV
5. CAPEF	6. NUCLEOS
7. CENTRUS	8. PETROS
9. ECONOMUS	10. PREVI
11. ELETROS	12. PREVINORTE
13. ELOS	14. PREVISC
15. FACHESF	16. REAL GRANDEZA
17. FAMILIA FUSAN	18. REGIUS
19. FAPES	20. SERPROS
21. FORLUZ	22. VALUE PREV
23. FUNCEF	24. VISÃO PREV
25. FUNDAÇÃO LIBERTAS	
26. INFRAPREV	
27. MAIS FUTURO	

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a seleção das entidades constantes no Quadro 3 foi utilizado o critério de tamanho do ativo total, constantes dos Balanços Patrimoniais, no período em análise, com a mesma quantidade de 27 entidades fechadas.

Quadro 3 – Relação das entidades que não possuem certificação em governança corporativa (março/2023).

1. BANESES	2. PREVIBOSCH
3. BASES	4. PREVSAN
5. BRASLIGHT	6. QUANTA
7. COMPESAPREV	8. REFER
9. COMSHELL	10. RUMOS
11. FUNCESP	12. SANTANDERPREVI
13. FUNDACAO CORSAN	14. SÃO BERNARDO
15. FUNDAMBRAS	16. SICOOB PREVI
17. GERDAU	18. SISTEL
19. IBM	20. TELOS
21. ISBRE	22. UNILEVERPREV
23. ITAU UNIBANCO	24. VEXTY
25. MULTICOOP	
26. MULTIPENSIONS	
27. PORTUS	

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise do desempenho da EFPC's teve como base os indicadores de desempenho de gestão de entidades de previdência a qual foi desenvolvida pela Associação Nacional dos Contabilistas das Entidades de Previdência (ANCEP) em conjunto com a ABRAPP, para as EFPC, onde tivessem destinação os Planos de Benefícios Presidenciais e Plano de Gestão Administrativo (ANCEP, 2013).

As EFPC's detêm de diversos planos de cota e com variáveis atividades, dessa forma, os indicadores de gestão e desempenho a qual também detêm de suas particularidades a qual cada indicador consegue administrar um nível de excelência dentro da entidade foram selecionados e utilizados apenas de 14 indicadores dos 55 fornecidos pelas ANCEP conforme apresentados no Quadro 4.

Quadro 4 – Relação dos indicadores de desempenho de gestão de entidades de previdência.

Indicador (*)	Fórmula	Descrição
Investimentos em Imóveis (II) (%)	$(\text{Investimentos Imobiliário/ Recursos Garantidores}) \cdot 100$	Evidencia o percentual de alocação de investimentos em imóveis, considerando o limite máximo de até 20%.
Investimentos em Operações com participantes (IOP) (%)	$(\text{Operações Com Participantes/ Recursos Garantidores}) \cdot 100$	Mostra a proporção dos Recursos Garantidores (RG) aplicados em operações com participantes. Limite de até 15%
Investimentos em Renda Fixa (IRF) (%)	$(\text{Renda Fixa/ Recursos Garantidores}) \cdot 100$	Apresenta o quanto dos R) estão aplicados em renda fixa. Limite de até 100%.
Investimentos em Renda Variável (IRV) (%)	$(\text{Renda Variável/ Recursos Garantidores}) \cdot 100$	Apresenta o quanto dos RG estão aplicados em renda variável. Limite de até 70%, por plano.
Investimentos em Fundos (IFI) (%)	Investimentos em Fundos/Recursos Garantidores	Essa métrica descreve a relação entre os investimentos feitos em fundos de investimento e os recursos garantidos disponíveis
Grau de cobertura de benefícios a concedidos (GCBaC) (%)	$(\text{Benefícios a Conceder/ Patrimônio de Cobertura do Plano}) \cdot 100$	Demonstra se há patrimônio de cobertura do plano suficiente para honrar o valor presente das obrigações futuras com benefícios a conceder aos participantes do plano. É desejado que essa taxa seja abaixo de 100,00%
Grau de cobertura de benefícios concedidos (GCBC) (%)	$(\text{Benefícios Concedidos/ Patrimônio de Cobertura do Plano}) \cdot 100$	Demonstra se há patrimônio de cobertura do plano suficiente para honrar o valor presente das obrigações futuras com benefícios concedidos aos participantes do plano. É desejado que essa taxa seja abaixo de 100%, pois se for superior indica insuficiência de cobertura.
Maturidade (%)	$(\text{Benefícios a Conceder/ Benefícios Concedidos}) \cdot 100$	O índice demonstra a maturidade do plano. Taxa maior que 100% indicam plano com participantes com idade média jovem.
Participação de BC no total de provisões matemáticas (PBC) (PBCNPM) (%)	$(\text{Benefícios Concedidos/Provisões Matemáticas}) \cdot 100$	Essa proporção revela o grau de comprometimento dos benefícios concedidos com relação as provisões matemáticas
Participação de BaC no total de provisões matemáticas (PBaCNPM) (%)	$(\text{Benefícios a Conceder/Provisões Matemáticas}) \cdot 100$	Essa proporção evidencia o grau de comprometimento dos benefícios a conceder com relação às Provisões Matemáticas.
Capacidade de cobertura de benefícios concedidos (CCBC) (%)	$(\text{Recursos Garantidores/ Benefícios Concedidos}) \cdot 100$	Essa proporção evidencia o grau de comprometimento dos recursos garantidores com relação as provisões matemáticas. O indicador acima de 100 demonstra que os investimentos são suficientes para a cobertura das Provisões Matemáticas de Benefícios Concedidos

Grau de Solvência (comprometimento) (GS) (%)	(Provisões Matemáticas/Patrimônio de Cobertura do Plano). 100	Demonstra se o patrimônio de cobertura do plano é suficiente para cobertura das provisões matemáticas. O indicador acima de 100 demonstra que o Patrimônio de Cobertura do Plano não é suficiente para a cobertura das Provisões Matemáticas
Rentabilidade (%)	(Receitas da Gestão de Investimentos/ Recursos Garantidores). 100	Indica o retorno da Gestão de Investimentos em relação ao Capital Líquido Aplicado, evidenciando o nível de rentabilidade nominal líquida do plano de benefícios. atingida pelos seus gestores.

Fonte: ANCEP (2013).

Observação: (*) Deve se encontrar abaixo do percentual disposto na Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022 e na Política de Investimentos.

Para melhor compreensão dos indicadores de gestão alguns conceitos tornam-se necessários. Conforme o Manual de Contabilidade aplicado às EFPC (BEIRUTH *et al.*, 2021) os recursos garantidores são todos os valores aplicados nas diversas modalidades de investimentos, considerando os limites aplicados pela Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022 e Política de Investimentos da Entidade. Enquanto o Patrimônio de Cobertura do Plano se refere ao conjunto de recursos previdenciários necessários à cobertura dos compromissos atuarias do plano, denominados por provisões matemáticas. Assim, o Patrimônio de Cobertura equivale ao total do ativo após as deduções do passivo total (exigibilidades) e dos Fundos Patrimoniais. Assim, esse patrimônio mostra o valor contábil do total de recursos capitalizados e acumulados pelos planos de benefícios, destinados exclusivamente ao custeio previdenciário.

As Provisões Matemáticas representam o valor presente das obrigações futuras com pagamento de benefícios previdenciários aos participantes ativos, assistidos e pensionistas, que serão mensuradas atuarialmente, dependendo da estrutura de cada plano. Assim, o equilíbrio técnico de cada plano é mensurado pela diferença entre o Patrimônio de Cobertura e o total de Provisões Matemáticas, cujo resultado possibilita apurar a situação de superávit acumulado, ou de déficit acumulado (BEIRUTH *et al.*, 2021).

Os indicadores foram apurados mediante uso de planilha eletrônica (software Excel®), com dados importados do Ministério da Previdência Social (Dados Abertos-Balancete), com acesso livre. O banco de dados foi estruturado e importado para o software Stata 12.0 para geração de estatísticas descritivas, teste de normalidade e teste de medianas.

Conforme teste de normalidade Shapiro-Wilk, com 5% de significância, verificou-se que os dados não apresentaram aderência à função de distribuição normal (Apêndice A), por

consequência teve-se que utilizar o teste não paramétrico de média para duas amostras independentes, denominado por Mann-Whitney. Esse teste considera a hipótese nula que as medianas dos indicadores dos dois grupos são iguais, sendo verdadeira quanto a estatística de teste (valor_p) é maior que 5%. Nesse caso, o teste indica que não há diferenças estatisticamente significativas de desempenho entre as EFPC com dois selos e governança e as que não conquistaram esses selos (FÁVERO; BELFIORE, 2020).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A análise exploratória dos dados foi realizada por meio de estatísticas descritivas apresentadas na Tabela 2, conforme dois grupos sem selo de governança corporativa e sem selo de governança corporativa em investimentos; e o outro grupo com selos nessas respectivas modalidades. Observa-se que para os dois grupos a principal alocação dos recursos garantidores das entidades estão direcionados para fundos de investimentos.

Tabela 2 - Estatística descritiva por grupo

Indicador	Média	Desvio Padrão	Coef. Variação (%)	Mínimo	Máximo
Grupo sem Selo de Governança Corporativa					
II	1,95	3,89	199,90	0,00	26,72
IOP	1,23	1,42	115,53	0,00	5,40
IRF	21,94	28,78	131,18	-0,04	87,32
IRV	0,96	3,19	332,33	0,00	21,23
IFI	72,66	30,91	42,54	3,86	100,90
GCBAC	65,38	46,91	71,75	1,30	200
GCBC	79,33	32,20	40,59	2,59	155,90
MATUR	254,00	1013	398,82	3,59	7617
PBCNPM	75,59	30,08	39,79	2,59	137,00
PBACNPM	59,21	42,21	71,29	3,57	197,40
CCBC	253,90	582,00	229,22	21,81	3899
GS	127,80	132,30	103,52	4,36	900
REN	7,36	3,91	53,13	0,20	22,00
Grupo com 2 Selos de Governança Corporativa					
II	2,75	4,66	169,34	0,00	29,37
IOP	1,61	2,15	133,83	0,00	13,43
IRF	22,71	27,36	120,48	-4,82	87,93
IRV	2,09	6,27	300,38	0,00	31,75
IFI	68,94	30,40	44,10	2,29	100
GCBAC	62,52	41,35	66,14	5,49	196
GCBC	85,40	39,12	45,81	9,70	273,90
MATUR	128,60	261,80	203,58	6,41	1961
PBCNPM	81,43	25,93	31,84	9,70	145,30
PBACNPM	62,03	41,70	67,23	6,34	196
CCBC	176,50	263,10	149,07	19,94	2143
GS	112,20	84,46	75,28	15,10	802,70
REN	7,73	4,55	58,86	0,0176	27,70

Fonte: dados da pesquisa, elaborada pelo autor. Obs: 81 em cada grupo

Legenda= II = Investimentos em Imóveis; IOP = Investimento em Operações com Participantes, IRF = Investimento em Renda Fixa, IRV = Investimento e Renda Variável, IFI = Investimentos em Fundos de Investimentos, GCBaC = Grau de Cobertura de Benefícios a Conceder, GCBC = Grau de Cobertura de Benefício Concedidos, MATUR = Maturidade, PBCNPM = Participações de BC no Total de Provisões Matemáticas, PBaCNPM = Participações de BaC no total de Provisões Matemáticas, CCBC = Capacidade de Cobertura de Benefícios Concedidos, GS = Grau de Solvência; REN = Rentabilidade.

Observa-se que, para os resultados obtidos em ambos os grupos da pesquisa, a maioria dos recursos está alocada principalmente em fundos de investimentos (IFI), seguido por renda fixa (IRF). Verificou-se, também, que a proporção de recursos alocados nos diversos tipos de investimentos está em conformidade com a Resolução CMN n. 4.994 de 24 de março de 2022, que trata dos limites mínimos e máximos para alocação dos recursos garantidores das EFPC.

Para os dois grupos, os indicadores de grau de cobertura de benefícios a conceder (GCBAC) e grau de cobertura de benefícios concedidos (GCBC), abaixo de 100%, mostram que as entidades apresentam patrimônio de cobertura de benefícios suficiente para honrar suas obrigações atuais e futuras para com seus participantes assistidos e pensionistas. A análise de maturidade (MATUR) dos planos nos dois grupos, com valores acima de 100%, indicam que são entidades com planos jovens, pois o valor das obrigações com benefícios a conceder supera as obrigações com pagamento de benefícios já concedidos, no entanto o Grupo de entidades com dois selos de governança corporativa estão administrando planos com maior maturidade.

Quanto maior o indicador de maturidade, mais jovens são os planos, indicando que as provisões matemáticas com benefícios a conceder superam as provisões com benefícios concedidos. Nessa situação, as entidades terão mais tempo para aplicar recursos no mercado e receber contribuições, até chegar à fase de pagar benefícios para um grupo maior de assistidos e pensionistas. Portanto, o grupo com dois selos de governança apresenta maior maturidade quando comparado com o grupo sem certificação de governança corporativa.

A relação de participação de benefícios concedidos em relação ao total de provisões matemáticas (PBCNPM) evidencia, do total das provisões matemática, a proporção que está relacionada exclusivamente com os aposentados e pensionistas. Conforme observado nos dois grupos, tanto para PBCNPM, quanto para a Participação de benefício a conceder no total de provisões matemáticas (PBaCNPM) verifica-se que o comprometimento dos benefícios concedidos é maior, quando comparados com os referentes aos benefícios a conceder, o grupo com 2 selos, porém, apresenta maior valor de PBCNPM.

Os indicadores de capacidade de cobertura de benefícios concedidos (CCBC) para os dois grupos apresentam valores acima de 100%, evidenciando que os recursos garantidores são suficientes para honrar pagamento de benefícios, no mínimo para os participantes assistidos e pensionistas, ao longo do tempo. A presença de entidades mais antigas no grupo com dois selos de governança corporativa, explica por que maior proporção dos recursos garantidores está comprometida com provisões de benefícios já concedidos, ratificando que esse grupo administra planos com maior maturidade,

O Grau de Solvência (GS) ao relacionar o total de provisões matemáticas com o total de patrimônio de cobertura dos planos, revela aos *stakeholders* se a entidade possui patrimônio de cobertura suficiente para cobrir o total de provisões matemáticas, relacionadas aos participantes ativos, aposentados e pensionistas, em curto e em longo prazo. Neste estudo, o total de provisões matemáticas excede o patrimônio de cobertura dos planos em 12,20% para o grupo com dois selos e em 27,80% para o grupo sem selo de governança corporativa, indicando situação de insolvência.

A média de rentabilidade de investimento, determinada pela razão entre receitas de gestão de investimentos e recursos garantidores, é maior para as entidades com certificação de governança corporativa e governança em investimento, no entanto essa diferença entre grupos é baixa. Ressalta-se que a variabilidade em torno da média, entre todos os indicadores é maior para maturidade no grupo sem selos, indicando que nele estão contidas entidades que se distanciam muito entre planos mais jovens e mais antigos.

Apresenta-se por meio da Tabela 3 a comparação entre os desempenhos dos dois grupos, evidenciando que não houve diferenças significativas entre as medianas dos indicadores dos dois grupos. Isto é, os de práticas das entidades certificadas em governança corporativa e em governança corporativa em investimentos não geraram diferenças significativas, quando comparados os indicadores de desempenho em alocação de recursos conforme as diversas modalidades, assim como não gerou para os demais indicadores de gestão do passivo; de maturidade, solvência do plano e rentabilidade.

Tabela 3 – Comparação das medianas dos indicadores de desempenho (Mann Whitney;5%).

Indicador	Grupo 0		Grupo 2		Valor-P	Resultado do teste
	Média	Mediana	Média	Mediana		
II	1,95	0,84	2,75	1,35	0,139	Não se rejeita H ₀
IOP	1,23	0,60	1,61	0,82	0,385	Não se rejeita H ₀
IRF	21,94	3,01	22,71	10,46	0,574	Não se rejeita H ₀
IRV	0,96	0,00	2,09	0,00	0,619	Não se rejeita H ₀
IFI	72,66	91,68	68,94	80,31	0,475	Não se rejeita H ₀
GCBAC	65,38	53,66	62,52	50,67	0,813	Não se rejeita H ₀
GCBC	79,33	81,73	85,40	90,52	0,429	Não se rejeita H ₀
MATUR	254,00	68,80	128,60	67,42	0,548	Não se rejeita H ₀
PBCNPM	75,59	84,72	81,43	89,76	0,168	Não se rejeita H ₀
PBACNPM	59,21	47,97	62,03	45,88	0,735	Não se rejeita H ₀
CCBC	253,90	115,82	176,50	112,86	0,842	Não se rejeita H ₀
GS	127,80	100,91	112,20	101,87	0,739	Não se rejeita H ₀
REN	7,36	7,49	7,73	7,57	0,985	Não se rejeita H ₀

Fonte: Dados da pesquisa, elaborado pelo autor,

H₀: As medianas entre os dois grupos são iguais; isto é os selos de governança corporativa não geraram diferenças significativas entre os indicadores.

Em síntese, conforme mostra a Tabela 3 o Grupo 2 apresentou desempenho um pouco melhor que o grupo não certificado., porém essa diferença não é estatisticamente significativa, portanto, não pode ser atribuída às diferenças de certificação entre os grupos. Na direção desses resultados Silva e Morais (2022) também não identificaram diferenças significativas quando associaram equilíbrio técnico atuarial e certificação de governança corporativa. No entanto, ressalta-se que a ausência de diferenças significativas entre essas variáveis pesquisadas, tanto por esses autores como nesta pesquisa, não reduz a relevância das práticas de governança corporativas para a estrutura organizacional e de investimentos das entidades fechadas, pois seus gestores representam os interesses dos patrocinadores e dos participantes ativos e assistidos, portanto devendo a eles e aos demais interessados, a condução de estrutura organizacional pautadas por princípios governança corporativa que resulte em resultados eficientes e éticos.

Lima (2014) identificou que a transparência das EFPC medida pela divulgação voluntária das práticas de governança corporativa ocorre com baixa frequência e com grande variação entre elas. Há pouca divulgação da existência de comitê de auditoria interna, mostrando que as entidades relacionadas com patrocinadoras do setor público destacam na divulgação de práticas de governança corporativa.

Calloni (2020) observou que as entidades com maior eficiência na gestão de investimentos apresentam maior nível de transparência, evidenciando associação significativa

e positiva entre disclosure voluntário e rentabilidade. Outra pesquisa que ressalta a importância da governança corporativa para a rentabilidade foi realizada por Wartchow (2017) que identificou relação significativa e positiva entre estrutura organizacional orientada por governança corporativa e investimentos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A organização das entidades fechadas estruturada e gerida por governança corporativa é relevante, pois seus gestores são responsáveis pelo investimento de volume expressivo de recursos que pertencem a terceiros, com a finalidade de gerar renda para complementar benefício de aposentadoria e pensão por morte, no geral. Nesse norte, o presente estudo comparou indicadores de desempenho de gestão de entidades de previdência, propostos pela ANCEP, considerando dois grupos com e sem certificações em autorregulação em governança corporativa e de autorregulação em governança em investimentos, no período de 2020 a 2022.

As comparações de medianas, aplicando a técnica de Mann-Whitney indicaram que não houve diferenças estatisticamente significativas entre os dois grupos no período em análise. Isso sugere que as diferenças entre os indicadores dos dois grupos não podem ser atribuídas às certificações de autorregulação em governança corporativa e em governança de investimentos. Ao comparar as médias aritméticas dos indicadores entre os dois grupos observa-se que os investimentos estão concentrados em fundos de investimentos, no entanto o grupo com certificação distribui os recursos entre as demais modalidades de investimento em proporção maior. Que ambos os grupos apresentam patrimônio de cobertura dos planos suficiente para honrar as obrigações com benefícios concedidos, no entanto, eles apresentam baixo índice de insolvência quando analisada a capacidade de honrar pagamentos de benefícios do total de provisões, incluindo os benefícios a conceder. Ressalta-se que esse quadro pode ter se agravado no período de pandemia Covid-19 em análise, em decorrência dos baixos resultados obtidos com investimento no mercado de capitais, pois os fundos de investimento onde está alocado o maior volume de recursos podem ser estruturados com ativos de renda variável (VIEIRA, 2022).

Ratifica-se que o fato desses indicadores de desempenho não terem evidenciado diferenças significativas no período em análise não invalida a relevância da governança corporativa para o segmento de entidades fechadas. A estrutura e processos de governança corporativa e de governança em investimentos contribuem para a transparência, redução de

conflitos de interesses, maior controle e conformidade com as normas que regem o segmento. Além, de mostrar aos *stakeholders* as entidades que estão em conformidade com os critérios considerados recomendados para esse segmento, elevando a credibilidade delas perante a sociedade.

Assim, esse estudo contribui com a teoria ao mostrar que não houve diferenças significativas dos indicadores de avaliação de gestão das entidades de previdência fechada no período em análise, que possam ser atribuídas às certificações de autorregulação em governança corporativa e de autorregulação em governança de investimentos. Aos *stakeholders* os resultados podem ser úteis ao evidenciar e dar visibilidade aos indicadores de desempenho de gestão das entidades certificadas, os apoiando em análises e decisões. Nesse contexto, é importante ressaltar que a certificação dos selos de autorregulação de governança corporativa e governança em investimento pela ABRRAP não apenas fornece validação de práticas redutoras de riscos, de prevenção de conflitos de interesses e do fortalecimento de sustentabilidade, mas também atua como um indicador de compromisso e responsabilidade.

Como limitação desta pesquisa destaca-se a demora na disponibilização dos balanços em dados abertos do Ministério da Previdência Social e a mudança no plano de contas de 2020 para 2021. Para futuras pesquisas sugere-se trabalhar com o desempenho econômico-financeiro dessas entidades.

REFERÊNCIAS

AGUILERA, R, V; KURT DESENDER, M, K, B; JUN HO LEE. Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**. 2015. Disponível em: https://e-archivo.uc3m.es/bitstream/handle/10016/35282/connecting_AMA_2015_ps.pdf;jsessionid=E44AEFD3966A52706EBE18993DB48BD6?sequence=1. Acesso em 08 abr. 2023.

ALVES, J.E.D. O impacto da pandemia da covid-19 na dinâmica demográfica brasileira. **Revista Longeviver**, 2021. Disponível em: <https://www.revistalongeviver.com.br/index.php/revistaportal/article/viewFile/917/978>. Acesso em: 24 mar. 2023.

AMMON, V. **Práticas de Governança Corporativa: Uma abordagem crítica acerca dos princípios adotados na agência de fomento do estado de Santa S/A – BADESC**. 2017. 117 f. Dissertação (Mestrado Gestão de Empresas) – Escola de Ciências Econômicas e das Organizações, Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias, Lisboa, 2017. Disponível em: <https://recil.ensinolusofona.pt/bitstream/10437/10385/1/DISSERTA%20ANESSA%20AMMON.pdf>. Acesso em 26 mar. 2023.

ARANTES, P. H, Esforço conjunto a favor da gestão. **Revista Abrapp**, ano 40, n. 437, nov-dez. 2021. Disponível em:

<https://biblioteca.sophia.com.br/terminal/9147/acervo/detalhe/22625?guid=1682081622971&returnUrl=%2fterminal%2f9147%2fresultado%2flistar%3fguid%3d1682081622971%26quantidadePaginas%3d1%26codigoRegistro%3d22625%2322625&i=3>. Acesso em: 21 abr. 2023.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. **A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria**. **Revista de Administração da UFSM**, [S. l.], v. 1, n. 1, 2009. Disponível em:

<https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/570>. Acesso em: 23 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Retrato da sustentabilidade no mercado de capitais**. 2021. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/3C/C2/CA/05/72EBD71032ADBBD76B2BA2A8/Retrato%20da%20sustentabilidade%20no%20mercado%20de%20capitais.pdf> Acesso em: 15 nov. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Código de Autorregulação em governança corporativa**. 2019. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Código de autorregulação em governança de investimento**. 2020a. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Regulamento da concessão dos selos de autorregulação**. 2020b. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/>. Acesso em: 10 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDENCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). Consolidado Estatístico. Dez.2022. Disponível em: https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2023/03/Consolidado-Estatistico_12.2022.pdf. Acesso em: 20 abr.2023.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CONTABILISTAS DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA ANCEP. (2013). BANCO DE INDICADORES DE GESTÃO. Disponível em: <http://www.ancep.org.br/wp/wp-content/uploads/2013/12/INDICADORES-COMISS%C3%83O-REGIONAL-final.pdf>. Acesso em: 06 mai. 2023.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CONTABILISTAS DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA (ANCEP). BANCO DE INDICADORES DE GESTÃO. 2013. Disponível em: <http://www.ancep.org.br/wp/cep-ancep/banco-de-indicadores-de-gestao>. Acesso em: 25 abr. 2023.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CONTABILISTAS DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA - ANCEP. BANCO DE INDICADORES DE GESTÃO. 2013. Disponível em: <http://www.ancep.org.br/wp/cep-ancep/banco-de-indicadores-de-gestao>. Acesso em: 03 mar. 2023.

AVELAR, E.A. *et al.* Efeitos da Pandemia de COVID-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. **Revista gestão organizacional**, v. 14, n. 1, p. 131-152, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1.5724>. Acesso em: 22 de mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Série histórica do PIB**. 2023. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 21 abr. 2023.

BEIRUTH, A.X. *et al.* **Manual de Contabilidade aplicado às EFPC**. 2021. **ABRAPP**, 2021. Disponível em: <https://sistemas.abrapp.org.br/apoio/guias/manual-de-contabilidade.pdf>. Acesso em: 20 set.2023.

BRASIL INDICADORES. **Taxa Selic acumulada em 12 meses**. 2023. Disponível em: <https://brasilindicadores.com.br/selic/>. Acesso em: 21 abr. 2023.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. **Brasília-DF, 1988**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 14 mar. 2023.

BRASIL. Lei Complementar n. 108 de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar. **Brasília-DF, 2001a**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm. Acesso em: 14 mar. 2023.

BRASIL. Lei Complementar n. 109 de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. **Brasília-DF, 2001b**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm. Acesso em: 14 mar. 2023.

CALLONI, A. **Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas**. 2020. 202 f Dissertação (Pós-graduação em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-12012021-135737/publico/AlessandroCalloniCorrigida.pdf>. Acesso em: 04 mar 2023.

CORRAR, L. J. Análise do desempenho de entidades fechadas de previdência complementar: um estudo com base em indicadores contábeis. In: **10º Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade**. 2013. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos132013/336.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2023.

CORRUPÇÃO pune fundos de pensão. **Inspere**, 31 mar. 2015. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/noticias/corruptao-pune-fundos-de-pensao/>. Acesso em: 15 nov. 2023.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V. A Teoria da Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. **Brazilian Business Review**, [S. l.], v. 1, n. 1, p. 31–44, 2004. Disponível em: <https://bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/490>. Acesso em: 24 mar. 2023.

DONOSO, V, R; H, C, H; MANGANELLI. Análise. Antes da pandemia: o mercado de trabalho brasileiro em 2019. **Democracia e Mundo do Trabalho em Debate**, Brasil, v. 1, n. 1, p. 1-1, abr./2020. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/37225/1/MercadoTrabalhoBrasileiro.pdf>. Acesso em: 11 abr. 2023.

FÁVERO; L.P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de dados**. Rio de Janeiro: LTC, 2020.

GAMA NETO, R.B. Impactos da covid-19 sobre a economia mundial. **Boletim de Conjuntura (BOCA)**, v. 2, n. 5, pág. 113-127, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5281/zenodo.3786698%20>. Acesso em: 24 mar. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Produto Interno Bruto. 2023**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 18 abr. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Taxa de desocupação. 2023**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>. Acesso em: 22 abr. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 6.ed. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/>. Acesso em: 27 fev. 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 20 mar. 2023.

LIMA, I.P. et al. Análise da relação da quantidade de participantes ativos das entidades fechadas de Previdência Complementar (EFPC) com o ambiente socioeconômico. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 14, n. 1, p. 174-195, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2022v14n1ID24014>. Acesso em: 21 abr. 2023.

LIMA, L. C. **Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros**. 2014. 89 f Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2014. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/21758069.2015v12n27p3/31402>. Acesso em 05 mar 2023.

MACHADO, FERNANDES, BIANCHI. **Teoria da Agência e Governança Corporativa: Reflexão acerca da Subordinação da Contabilidade à Administração**. 2016. Disponível em: <https://bityli.com/Y3CCAx>. Acesso em 22 mar. 2023.

MANO, J. **Análise das entidades fechadas de previdência complementar sob a ótica da teoria da agência**. 2022. 108f Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, FGV DIREITO RIO, Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/32488/Disserta%c3%a7%c3%a>

[3o%20JBM%20-%202022.03.20%20-%20Completa.pdf?sequence=1&isAllowed=y](#). Acesso em: 20 mar. 2023.

MARCONI, M, LAKATOS, E. **Técnicas de Pesquisa**. 2016.

MARTINS, G, THEÓPHILO, C. **Metodologias da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**, 2016.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Relatório gerencial da previdência complementar. 2023**. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/dados-abertos-de-previdencia-complementar>. Acesso em 15 nov. 2023.

MORAIS, E; SILVA, V. Influência de Fatores Organizacionais no Equilíbrio Financeiro e Atuarial dos Regimes Próprios de Previdência Social. In: USP International Conference On Accounting, 22º, 2022, São Paulo. **Canais eletrônicos...** São Paulo: USP International Conference On Accounting, 2022. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3687.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2023.

NASCIMENTO, A. C. R.; FRAUCHES, P. F.; CHAN, B. L.; DA SILVA, F. L. Aderência das entidades fechadas de previdência complementar de patrocínio público às práticas de governança corporativa. **Redeca, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos**, São Paulo, Brasil, v. 1, n. 1, p. 79–101, 2015. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/redeca/article/view/23376>. Acesso em: 4 abr. 2023.

NESE, A.; GIAMBIAGI, F. **Fundamentos da Previdência Complementar**. São Paulo: Atlas, 2020.

POSSÍDIO C, MARTINEZ, L. **O trabalho nos tempos do Coronavírus**. 2020 São Paulo, Saraiva, 2020.

PUENTE, B. Renda dos mais pobres foi a que mais caiu durante a pandemia, aponta FGV. **CNN**, 12 de out. 2021. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/renda-dos-mais-pobres-foi-a-que-mais-caiu-durante-pandemia-aponta-fgv/>. Acesso em: 01 de abr. 2023.

RODRIGUES, LUCAS. Impactos econômicos da COVID-19: análise macroeconômica e setorial para o Brasil. **Marabá: UNIFESSPA**, 2020. Disponível em: https://acoescovid19.unifesspa.edu.br/images/Impactos_econ%C3%B4micos_da_COVID_-_10_07.pdf. Acesso em 10 abr. 2023.

SILVA, C.L.F. et al. Perfil dos dirigentes das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) pela ótica da governança corporativa. **Redeca, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos**, v. 10, p. e60827-e60827, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.23925/2446-9513.2023v10id60827>. Acesso em: 20 abr. 2023.

SUHARYONO, S.; RISKA, HS. Analysis of the Effect of Corporate Governance on Corporate Sustainability Performance. In: **Proceedings of the 4th International Conference**

on Applied Economics and Social Science, ICAESS 2022, 5 October 2022, Batam, Riau Islands, Indonesia. 2023. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.4108/eai.5-10-2022.2325905>. Acesso em: 04 mar. 2023.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Guia Previc de Melhores Práticas em Fundos de Pensão**. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-em-fundos-de-pensao.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2023.

VIEIRA, M. Qual foi o real impacto da pandemia no mercado de ações? **Refinitiv**, 01 jul. 2022. Disponível em: <https://www.refinitiv.com/pt/blog/market-insights/qual-foi-o-real-impacto-da-pandemia-no-mercado-de-acoas/>. Acesso em: 15 nov. 2023.

WARTCHOW, D. **Governança de fundos de pensão brasileiros e a rentabilidade dos respectivos investimentos**. 2017. 122 f Dissertação (Mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, Unidade Acadêmica de Pesquisa e Pós-Graduação, São Leopoldo (RGS). 2017. Disponível em: <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/6227>. Acesso em: 06 mar. 2023.

APÊNDICE A – TESTE DE NORMALIDADE SHAPIRO WILK

Tabela 1 - Teste de Normalidade Shapiro Wilk (5%) Entidade sem selos de Governança Corporativa

Indicador	Obs	W	V	z	Valor-P	Resultado do Teste
ii	81	0,53	32,73	7,65	0,000	Rejeita-se H0
iop	81	0,86	10,07	5,06	0,001	Rejeita-se H0
irf	81	0,80	13,89	5,77	0,002	Rejeita-se H0
irv	81	0,46	37,38	7,94	0,003	Rejeita-se H0
gcbac	81	0,89	7,33	4,37	0,004	Rejeita-se H0
matur	81	0,21	55,16	8,79	0,005	Rejeita-se H0
gcbc	81	0,95	3,34	2,65	0,006	Rejeita-se H0
pbcnpm	81	0,92	5,48	3,73	0,007	Rejeita-se H0
pbacnpm	81	0,87	9,28	4,89	0,008	Rejeita-se H0
ccbc	81	0,30	48,51	8,51	0,009	Rejeita-se H0
gs	81	0,34	46,10	8,40	0,010	Rejeita-se H0
rent	81	0,71	20,23	6,59	0,011	Rejeita-se H0
ifi	81	0,79	14,39	5,85	0,012	Rejeita-se H0

Fonte: dados da pesquisa, Elaborada pelo autor

Ho: os dados da amostra se distribuem conforme Função de Distribuição Normal

Se Valor_P < 0,05 rejeita-se a hipótese nula; isto é os dados não se distribuem conforme Normal.

Tabela 2 - Teste de Normalidade Shapiro Wilk (5%) Entidade com os 2 selos de Governança Corporativa

Indicador	Obs	W	V	z	Prob>z	Resultado do Teste
ii	81	0,60	27,71	7,28	0,000	Rejeita-se H0
iop	81	0,73	18,78	6,43	0,000	Rejeita-se H0
irf	81	0,84	11,11	5,28	0,000	Rejeita-se H0
irv	81	0,49	35,07	7,80	0,000	Rejeita-se H0
gcbac	81	0,92	5,26	3,64	0,000	Rejeita-se H0
matur	81	0,39	42,12	8,20	0,000	Rejeita-se H0
gcbc	81	0,84	11,03	5,26	0,000	Rejeita-se H0
pbcnpm	81	0,91	6,44	4,08	0,000	Rejeita-se H0
pbacnpm	81	0,91	6,08	3,96	0,000	Rejeita-se H0
ccbc	81	0,37	43,55	8,28	0,000	Rejeita-se H0
gs	81	0,29	49,49	8,56	0,000	Rejeita-se H0
rent	81	0,68	22,01	6,78	0,000	Rejeita-se H0
ifi	81	0,88	8,51	4,69	0,000	Rejeita-se H0

Fonte: dados da pesquisa, elaborada pelo autor



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DE GOIÁS GABINETE DO REITOR
Av. Universitária, 1309 - Setor Universitário
Cidade Postal 86 - CEP 74001-610
Goiânia - Goiás - Brasil Fone: 16119946.1000
www.pucgoias.edu.br
reitoria@pucgoias.edu.br

RESOLUÇÃO n° 038/2020 - CEPE

ANEXO1

APÊNDICE ao TCC

Termo de autorização de publicação de produção acadêmica

O estudante **Arthur Lima da Costa** do Curso de Ciências Contábeis, matrícula 2019.1.0022.0021-9; telefone: 62 99398-1370; e-mail: arthurlimalc64@gmail.com, na qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei n° 9.610/98 (Lei dos Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado **Análise de Governança Corporativa no Segmento de Previdência Complementar**, gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SND); Vídeo (MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou impressão pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 19 de novembro de 2023.

Assinatura do autor:  Documento assinado digitalmente
ARTHUR LIMA DA COSTA
Data: 19/11/2023 14:08:59-0300
Verifique em: <https://verifica.br.gov.br>

Nome completo do autor: Arthur Lima da Costa

Assinatura do professor orientador:  Documento assinado digitalmente
ELIS REGINA DE OLIVEIRA
Data: 19/11/2023 14:08:59-0300
Verifique em: <https://verifica.br.gov.br>

Nome completo do professor orientador: Elis Regina de Oliveira