



GOVERNANÇA, CARACTERÍSTICAS DAS ORGANIZAÇÕES E DESEMPENHO DOS INVESTIMENTOS: EVIDÊNCIAS COM EFPC NO BRASIL



Arlete Nese

**FEA USP
Tese de Doutorado em
Administração**

ABRAPP

SINDAPP ICSS UniAbrapp



38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Pesquisa inovadora

Trata-se de pesquisa acadêmica que inova ao investigar a associação de práticas de governança e de características específicas de entidades fechadas de previdência complementar com o retorno dos investimentos.



38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Justificativa para o tema

A justificativa decorre da observação de déficits crescentes desde 2011, combinados com casos recentes que tinham por objetivo alcançar interesses distintos do propósito das EFPC.

Ocorre que déficits recorrentes no sistema podem contestar a efetividade das EFPC em seu dever de fidúcia e lançar questionamentos sobre a sustentabilidade da previdência complementar fechada no país.

Pode não estar sendo efetivo o dever de fidúcia dos dirigentes frente ao propósito das EFPC

A sustentabilidade da previdência complementar fechada é impactada negativamente pelo retornos inadequados dos investimentos

É iminente o impacto social na medida em que participantes do sistema podem não contar com a complementação de aposentadoria esperada.



38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

O Problema da pesquisa

Relacionado ao retorno dos investimentos das EFPC, até onde se pesquisou, não há estudos empíricos no Brasil sobre:

- ✓ A efetividade de práticas de governança superiores às impostas em legislação;
- ✓ se haveria características específicas destas organizações que poderiam impactar de forma diferenciada o retorno dos investimentos e;
- ✓ se características específicas das EFPC determinariam o uso de práticas de governança de forma diferenciada

Ocorre que sem o endereçamento adequado do problema, continuará o desafio de se proteger estas organizações contra incentivos que podem não estar alinhados ao propósito das EFPC.



38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

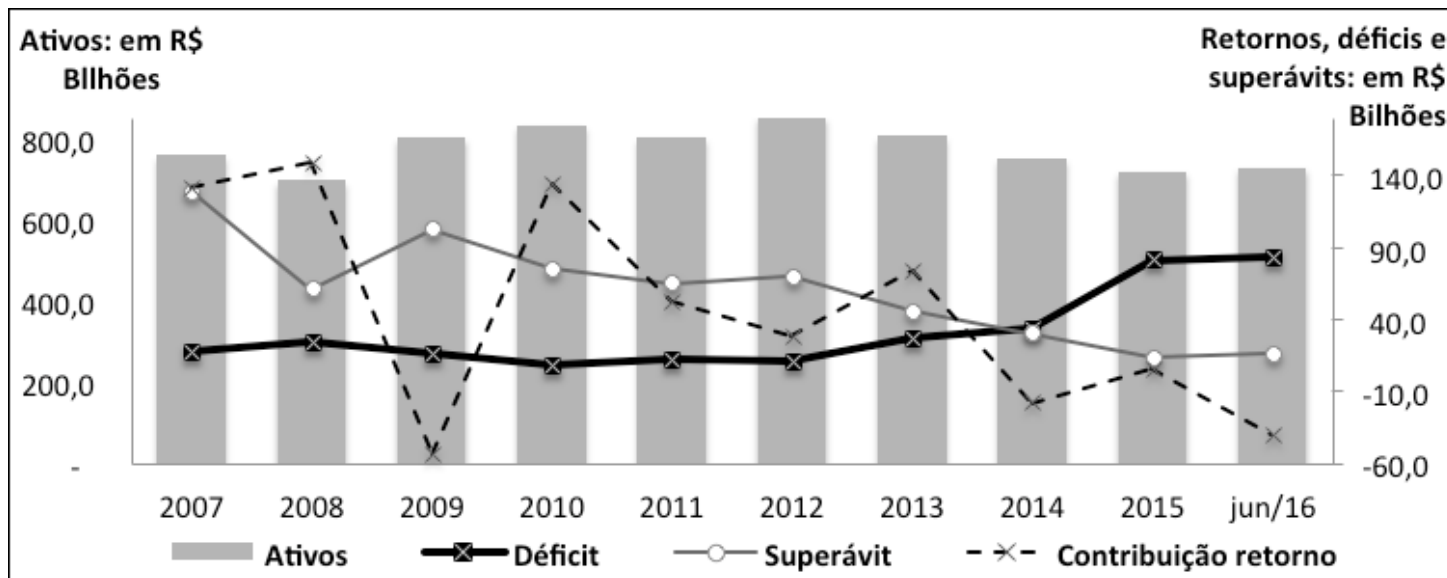
SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Evolução dos ativos e resultados

A tendência dos resultados preocupa a viabilidade no cumprimento do propósito das EFPC.





Objetivos da pesquisa

Avançar na investigação do problema através da formulação de duas questões e obtenção de resposta através da revisão de literatura e estudo empírico.

Questão Central:

No Brasil, qual a associação de melhores práticas de governança e de características no nível das EFPC com o desempenho dos investimentos?

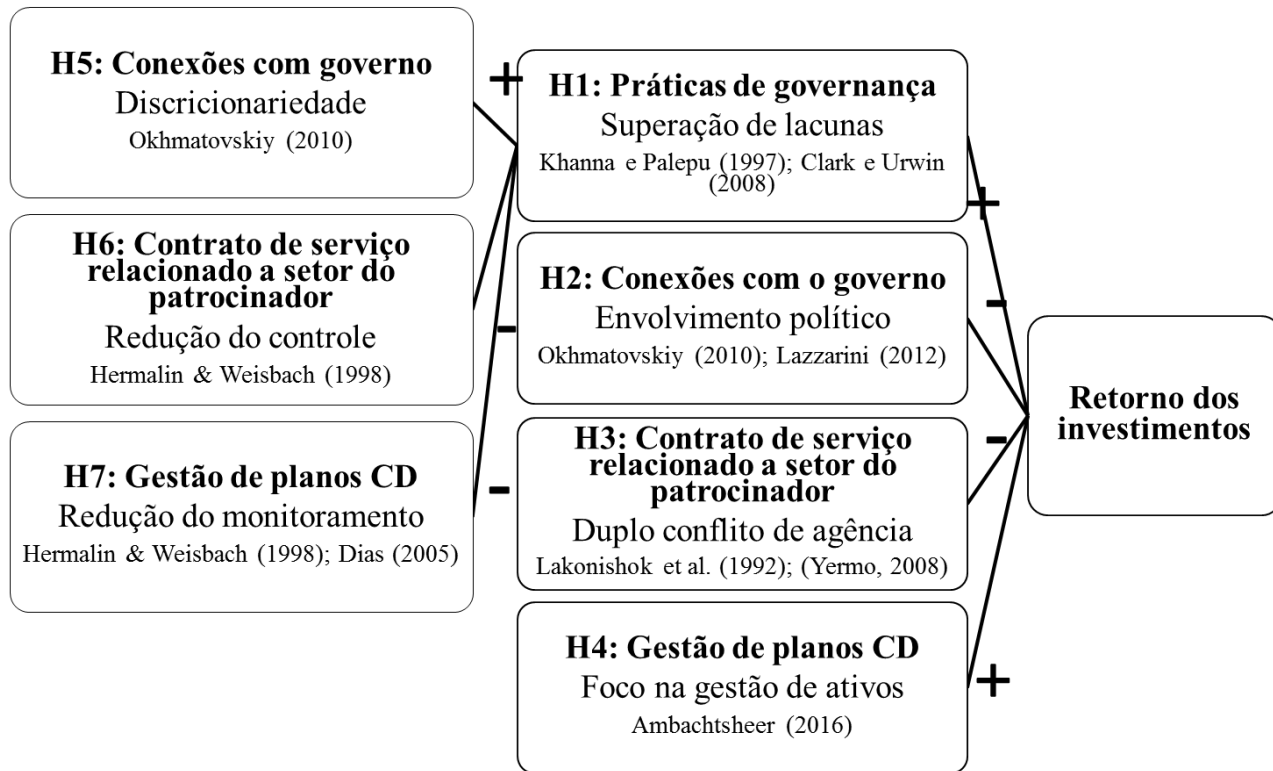
Questão derivada da Central:

No Brasil, qual a relação de características no nível das EFPC com o uso de melhores práticas de governança?



Hipóteses

A partir da revisão de literatura, foi possível a elaboração de sete hipóteses, sendo quatro para responder a questão central e outras três em questão derivada da central.





Metodologia e base de dados

Análise de dados em painel dinâmico pelo método dos momentos generalizados (GMM, do inglês Generalized Method of Moments) em dois estágios, como melhor forma para aliviar o potencial de endogeneidade e responder as questões da pesquisa (Wintoki et al., 2012; Zagorchev e Gao, 2015 e Parente e Silva, 2012).

Os dados fornecidos foram operacionalizados pela ABRAPP através de demonstrações contábeis auditadas de 2004 a 2015 das 263 EFPC associadas.

Informações sobre melhores práticas de governança, através dos sítios eletrônicos das EFPC do período de 2011 a 2015 e de plataformas de pesquisa pela internet do Google, Bloomberg e LinkedIn.



Operacionalização das variáveis

Dependentes: Retorno dos investimentos através do alfa de Jensen (Jackowicz e Kowalewski (2012) (DESEMP_{p,t}); Práticas de governança (GOV_K_{p,t}) através de três variáveis binárias, observadas individualmente no modelo em primeiro estágio: comitê de investimentos, diretor exclusivo de investimentos, diretor certificado e com experiência em investimentos.

Explicativas: Práticas de governança em segundo estágio e Características específicas (PAT_PUB; FIN_CVM e PLAN_PCD).

Controles: Ativos sob a gestão; despesas administrativas; ano de criação; situação atuarial; capital de controle e setor econômico do patrocinador.

Instrumentais: Resolução CMN 3792/2009 e Perfis de risco para supervisão



Abordagem empírica

Teste das hipóteses 1, 2 e 3 de associação entre características específicas no nível do fundo de pensão e uso de melhores práticas de governança em primeiro estágio.

$$GOV_DEX_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (1)$$

$$GOV_DCE_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (2)$$

$$GOV_CIN_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (3)$$

As regressões incluem as seis variáveis de controle.



Abordagem empírica

Teste das hipóteses 4 a 7 de associação de melhores práticas de governança e características no nível dos fundos de pensão com retorno dos investimentos em segundo estágio.

$$DESEMP_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_DCE_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (5)$$

$$DESEMP_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_DEX_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (6)$$

$$DESEMP_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_CIN_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t-1} \quad (7)$$

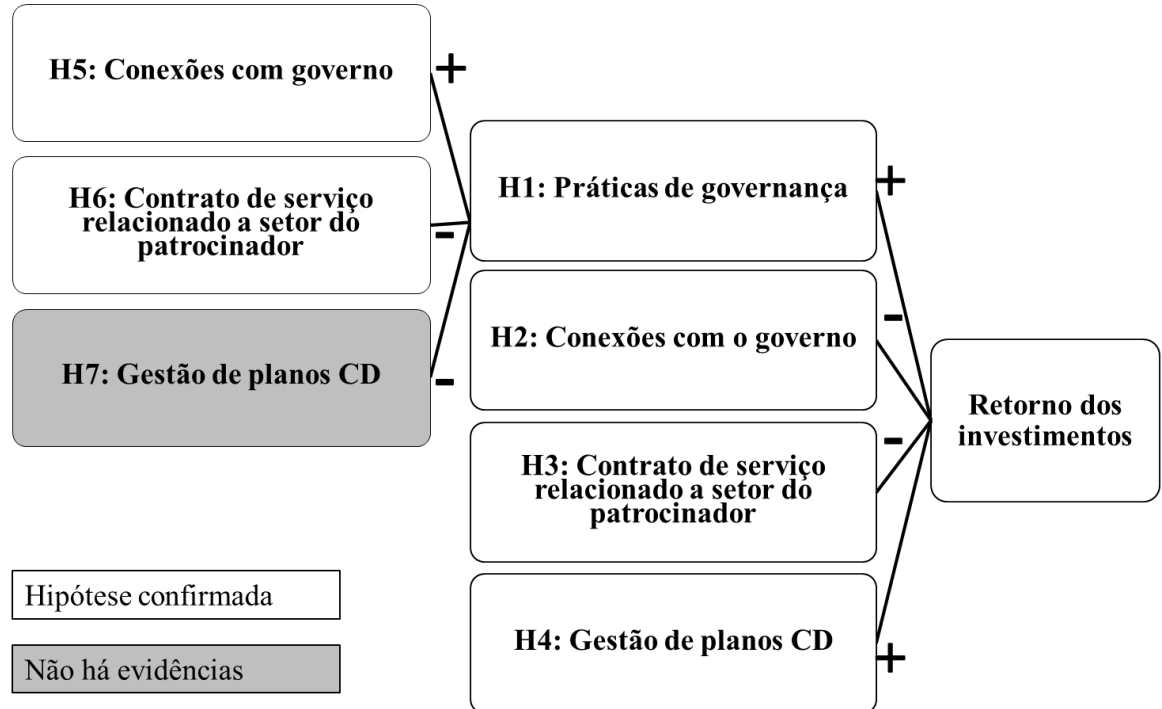
As regressões incluem as seis variáveis de controle.



Resultados

A partir da modelagem econométrica foram testadas as hipóteses e observados os resultados.

Das sete hipóteses há evidências para confirmação de seis delas e de todas na relação com retorno de investimentos.





38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Conclusões principais

1. O impacto positivo de melhores práticas com retorno de investimento foi observado na existência de **Comitê de Investimentos**. A decisão em colegiado confirma a oportunidade para **discussão de propostas e maior escrutínio** e que resultam em **maior ganho aos investimentos dos planos**.
2. A relação positiva na gestão de **planos CDs** com retorno dos investimentos confirma que **o foco na busca do retorno esperado** e não na confirmação da taxa de juros atuarial com foco no passivo de planos BD confere maior capacidade de gestão para captura de valor à carteira de ativos dos planos CDs.
3. Apesar da correlação positiva de **práticas de governança das EFPC de patrocinador público**, estas práticas não se traduzem em benefício aos planos, mas sim, na manutenção da **estrutura de poder do governo e discricionariedade** de seus dirigentes, evidenciadas no impacto negativo com a rentabilidade dos planos.
4. A relação negativa das EFPC quanto observado o setor de atuação do patrocinador sugere a existência de contratos relacionados cuja **relação de custos versus retorno dos investimentos não se traduz na busca do melhor** resultado aos planos.



38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA

UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS

04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Contribuições para a prática

1. Estes resultados trazem contribuições relevantes para a discussão de características específicas que podem **influenciar o comportamento** de executivos e para o debate da efetividade das atuais práticas de governança corporativa nas EFPC no país.
2. A pesquisa sugere **não ser óbvio que o monitoramento e controle** pelos órgãos de supervisão e regulação atual sejam suficientes para evitar a evolução de déficits nas EFPC e que, certamente, trará impacto social em médio e longo prazos.
3. A solução virá de mecanismos de governança de **monitoramento e controle adequados às características específicas das entidades**, que precisam ser identificadas e entendidos os incentivos que concorrem com o retorno de planos de benefícios e sustentabilidade do sistema.



**38º CONGRESSO
BRASILEIRO DA
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
FECHADA**

**UMA NOVA
REALIDADE:
PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR
PARA TODOS**

**04 A 06
DE OUTUBRO
DE 2017
TRANSAMERICA
EXPO CENTER
SÃO PAULO • SP**

ABRAPP

SINDAPP

ICSS

UniAbrapp

Obrigada!

Arlete de Araújo Silva Nese

arletenese@usp.br