

## **Governança e Retorno de Investidores Institucionais: Um Estudo com Fundos de Pensão no Brasil**

**ARLETE DE ARAUJO SILVA NESE**

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO -  
FEA

arletenese@usp.br

## **Introdução**

Os investidores institucionais exercem papel importante no desenvolvimento econômico de países na medida em que alocam recursos no mercado de capitais e exercem ativismo nas empresas em que investem. Dentre estes investidores observam-se os fundos de pensão, as grandes seguradoras e os fundos de investimentos. O objetivo do trabalho é investigar a associação de práticas de governança com retorno de investimentos de investidores institucionais em economia emergente e em organização caracterizada como sem fins lucrativos.

## **Problema e Objetivo de Pesquisa**

A contribuição teórica decorre de avanço na áreas de governança e finanças corporativas. Primeiro, ao apresentar teoria sobre como investidores institucionais se organizam para tomada de decisões. E segundo, ao inovar através de estudo empírico na observação do retorno ajustado a risco e de características específicas da organização de fundos de pensão de economia emergente, que é o caso do Brasil. Na prática, contribuição decorre da proposta de condições para efetividade de investidores institucionais como os fundos de pensão e no contexto de economia emergente.

## **Fundamentação Teórica**

Práticas de maior monitoramento dos recursos investidos para ativismo ou realocação elevam o retorno dos recursos administrador por fundos de pensão (Clark, 2007). Empresa estatal possui objetivo distinto ao de privada que visa a maximização do retorno ao acionista (Okhmatovsky, 2009). E, como empresa do governo ou organismo governamental é destacada sob a perspectiva de “embeddedness” ou de integração social, que gera envolvimento político (Okhmatovsky, 2010). No Brasil, há evidências de que laços com o governo influenciam a decisão de investimentos de fundos de pensão (Lazzarini, 2012).

## **Metodologia**

Empírico quantitativo

## **Análise dos Resultados**

Positivo para práticas de governança e retorno de investimentos em economia emergente e caracterizado como organização sem fins lucrativos

## **Conclusão**

Ainda em coleta de dados

## **Referências Bibliográficas**

- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1975). Production, Information Costs, and Economic Organization. *IEEE Engineering Management Review*, 3(2), 21–41. doi:10.1109/EMR.1975.4306431
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Lum, H. (2008). The Pension Governance Deficit: Still With Us. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 14–21. doi:10.3138/rijpm.1.1.14.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm?: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm?: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4),

## 1. INTRODUÇÃO

Apesar dos colapsos financeiros que marcaram a década de 90, estes não foram suficientes para reduzir o rápido crescimento do modelo financeiro global. Ao contrário, culminaram em pânico financeiro ao redor do mundo e de maior intensidade com a crise do “subprime” entre os anos de 2008 e 2009 (Boeri & Guiso, 2008; Goetzmann, 2010; Laeven, 2013; Mishkin, 2011). Apesar de crises financeiras como as do México em 1994-1995 e da Ásia em 1997-1998 terem contribuído para avaliação de riscos das economias emergentes, a relativa calma da economia global que antecedeu ao modelo não contribuiu para compreensão da vulnerabilidade e amplitude de impacto de mudanças que causaria. Ao contrário, países desenvolvidos persistiram na expansão do modelo financeiro globalizado e, apesar da compreensão do risco potencial, não se precaveram com regulamentação que respondesse aos efeitos causados pelo sistema global (Lane, 2013).

Como efeito da expansão do sistema financeiro global, observa-se a crescente concentração de recursos sob a gestão de grandes investidores institucionais como os fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, entre outros. Este efeito decorre da transferência de recursos de investidores individuais para a forma coletiva de gestão profissional através de investidores institucionais. Como consequência estes grandes investidores acabam por se tornar relevantes acionistas e controladores de empresas ao redor do mundo. Entretanto, a governança exercida por estes investidores sobre as companhias investidas, acaba por ofuscar a questão de organização interna dos próprios investidores institucionais. Em outras palavras, acaba por permanecer em segundo plano a compreensão sobre como estes investidores definem suas decisões de investimentos, executam seu planejamento, como são monitorados e avaliados em sua própria governança. Por sua vez, o desempenho efetivo dessas organizações deve corresponder ao retorno esperado por seus investidores. Ou seja, os verdadeiros proprietários dos recursos sob a gestão dos investidores institucionais.

Ocorre que esta maior concentração de recursos leva à centralização das decisões de investimentos sob a gestão de poucos. E Harmes (1998) destaca que o domínio crescente desses investidores tem elevado a pressão para a perspectiva de curto prazo na alocação dos recursos no sistema financeiro, tem limitado a capacidade de políticas públicas e até na flutuação das taxas de juros de mercado. Já Pedersen & Thomsen (1997) destacam o ambiente institucional dos países que determina o comportamento de seus agentes econômicos nos limites de seus mercados e de forma diferenciada entre países, incluindo os investidores institucionais. North (1990) afirma que as mudanças nas instituições contribuem para a forma na qual as sociedades evoluem e que o ambiente institucional de um país afeta o desempenho econômico de seu sistema. Nesse sentido, há vasta literatura sobre o uso de mecanismo de governança corporativa de grandes fundos de pensão, como o ativismo<sup>1</sup> sobre as empresas investidas, como medida de redução de conflitos de agência. O conflito de agência surge da separação entre propriedade e controle, onde existe o risco do agente não buscar o interesse do principal que é a maximização de seu retorno (MacCallum, Browne, & Preacher, 2002). O problema é que o risco de conflito de agência se agrava no ambiente de economia emergente que é caracterizado por altos custos de transação como a pouca transparência e a fraca proteção legal a investidores (North, 1990; Stone et al, 1996; Peng et al, 2009).

Ocorre que investidores institucionais também são agentes na medida em que tomam a decisão de alocação de recursos no lugar dos que detêm a propriedade das reservas e se

---

<sup>1</sup> O ativismo visa o alinhamento de interesses entre principal e agente. O agente são os gestores das empresas investidas e o principal são seus acionistas. Este impacto é observado com evidências empíricas tanto no ambiente de economias desenvolvidas (Brav, Jiang, Partnoy, & Thomas, 2008; Giannetti & Laeven, 2009; Gillan & Starks, 1998, 2000; Monks & Minow, 1989; Pound, 1992) como de emergentes (Khanna, Palepu, & Sinha, 2005; Klapper & Love, 2004; Nese, 2012; Punsuwo, Kayo, & Barros, 2007).

condicionam a regras do ambiente institucional em que atuam (Johnson, Schnatterly, Johnson, & Chiu, 2010). Em essência, a razão principal da existência de investidores institucionais é a separação entre a propriedade e controle da riqueza financeira (BIS, 2003). Estudos do Comitê do Sistema Financeiro Global observam que a expectativa do mercado financeiro através destes agentes é a obtenção de retorno ajustado a risco superior à média de mercado; de proporcionar maior liquidez e de elevar a capacidade de controle gerenciamento de risco de investimentos. Do contrário, não haveria motivos que justificasse o custo da transação com a transferência das decisões de investimentos a estas organizações (BIS, 2003). Assim, as mudanças no mercado financeiro global e evolução de ativos sob a gestão dos investidores institucionais, torna o uso de mecanismos de governança necessário para avaliação e controle da organização interna desses investidores. A avaliação e gerenciamento de riscos; o desenvolvimento de política de investimentos para retorno esperado; a existência de comitê de investimento com especialistas de mercado e a transparência sobre conflitos de interesse são alguns dos mecanismos de governança recomendados fortemente para investidores institucionais pelo Comitê do Sistema Financeiro Global (BIS, 2003; Johnson et al., 2010; Myners, 2001).

### **1.1 O problema e objetivos da pesquisa**

Na medida em que diferentes tipos de investidores institucionais tomam decisões de investimentos e atuam de acordo com regras institucionais no contexto de um país, a determinação do uso adequado de mecanismos de governança se torna relevante para efetividade dos objetivos de desempenho desses investidores. Segundo Antoniou, Guney e Paudyal (2008), as motivações que determinam o conjunto de mecanismos para mitigar problemas decorrentes da separação de propriedade e controle, devem ser compreendidas no contexto do sistema financeiro dos países desses investidores institucionais. O fundamento é que num mesmo contexto de sistema financeiro, há investidores institucionais de diferentes tipos e com diferentes propósitos (Aguilera & Jackson, 2003). Segundo Aguilera e Jackson (2003), a determinação de diferentes tipos de investidores institucionais decorre do capital de origem dessas organizações. Há o capital de fundos mútuos de investimentos; das reservas para aposentadoria; dos prêmios de seguros; das atividades das corporações; da riqueza de famílias; etc.. Johnson et al. (2010) afirmam que estas diferenças influenciam as preferências e ações dos investidores institucionais. Ou seja, dentro de um mesmo contexto de sistema financeiro, há características intrínsecas dos investidores institucionais que impactam em suas práticas de governança.

Ocorre que ainda são incipientes os estudos sobre governança corporativa de investidores institucionais e sua associação com retorno dos investimentos. Adicionalmente, até onde se pesquisou, não há literatura que aborde com evidências empíricas e no contexto de economia emergente, sobre como investidores institucionais de mesmo tipo determinam sua governança na busca do desempenho esperado. Significa dizer que não há teoria que responda se há associação do uso de práticas de governança com desempenho econômico de investidores institucionais e nem se há características específicas de investidores de mesmo tipo que influenciam a sua governança no contexto de sistema financeiro de país emergente.

Assim, o objetivo principal é pesquisar na literatura acadêmica sobre a organização interna de investidores institucionais a partir da escolha de fundos de pensão no Brasil a seguinte questão:

***“No Brasil, há relação de práticas de governança superiores às dispostas em legislação e de características específicas em fundos de pensão com retorno dos investimentos?”***

A escolha de fundos de pensão se deve ao aumento da sua relevância como modelo de reforma da previdência de sistema público de repartição simples para sistema privado com formação de reservas (Pierson, 1996). E os governos têm promovido a transição para este

sistema de forma a reduzir a maior pressão fiscal exercida pelo aumento dos gastos sociais e por questões demográficas como a combinação do aumento da longevidade e redução da taxa de fecundidade (Barr, 2006; Mesa-Lago, 2007). Assim, na medida em que são elevadas as reservas sob a gestão por fundos de pensão, que são agentes no cumprimento de benefícios previdenciários, há a necessidade transparência, regulação e fiscalização adequadas para redução desvios de conduta. Estes são desafios de governança tratados como políticas públicas no ambiente desses investidores institucionais OCDE (2008). Quanto à determinação de fundos de pensão do Brasil, explica-se pelo desafio da gestão de investimentos em ambiente de economia emergente como destacado na introdução da pesquisa.

É possível que num mesmo ambiente a determinação do uso de melhores práticas de governança se diferencie entre os fundos de pensão. Essa diferenciação pode ocorrer em função de características específicas em fundos de pensão no Brasil. Desta forma, esta pesquisa tem como objetivo específico responder se:

*“No Brasil, há relação de características específicas em fundos de pensão associadas com o uso de práticas de governança superiores às dispostas em legislação?”*

Assim, de forma a responder o objetivo principal da pesquisa e seu objetivo específico, o estudo que é dividido em duas partes que se inter-relacionam conforme disposto no quadro abaixo:

Associação entre práticas de governança com retorno de investimentos	Investigar a associação do uso de práticas superiores de governança e de características específicas de investidores institucionais em mercados emergentes com retorno de investimentos
Determinantes de práticas de governança	Investigar possíveis características da organização interna de investidores institucionais em mercados emergentes, que direcionam o uso de práticas de governança consideradas como superiores às dispostas em regulamentação.

Quadro 1- Descrição das duas partes da pesquisa

A contribuição teórica decorre de avanço na áreas de governança e finanças corporativas. Primeiro, ao apresentar teoria sobre como investidores institucionais se organizam para tomada de decisões. E segundo, ao inovar através de estudo empírico na observação do retorno ajustado a risco e de características específicas da organização de fundos de pensão de economia emergente, que é o caso do Brasil.

Na prática, contribuição decorre da proposta de condições para efetividade de investidores institucionais como os fundos de pensão e no contexto de economia emergente. Em outras palavras, possibilita a avaliação de questões que precisam ser consideradas tanto por órgãos reguladores e supervisores para revisão da governança em investimentos, assim como por patrocinadores e participantes para avanço em seu controle e monitoramento do patrimônio de cobertura dos planos.

Por fim, representa reflexão na avaliação e mitigação de riscos de conflitos de interesses e viabilização do fomento de reservas previdenciárias que propiciam a redução do impacto de gastos sociais crescentes e comparáveis aos de economias desenvolvidas.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Determinantes de práticas de governança

Como apresentado na introdução da pesquisa, há vasta literatura sobre práticas de governança por fundos de pensão através de mecanismo de ativismo sobre as companhias investidas. A fundamentação teórica para o uso desse mecanismo por fundos de pensão coincide com o aumento da participação acionária de investidores institucionais (Karpoff, 2001). Ocorre que os fundos de pensão podem estar concentrados em largas posições

acionárias que impedem sua venda em condições de baixo desempenho, impelindo-os a um maior esforço para elevar o retorno econômico das companhias investidas (Monks & Minow, 1991). Há também o argumento de que ativismo é um movimento natural dos fundos de pensão para restringir que o mercado exerça o controle corporativo das empresas, mantendo seu direito de exercer o monitoramento e estimular maior desempenho das firmas (Pound, 1992). Estudos empíricos evidenciam o impacto positivo desse tipo de prática de governança sobre retorno econômico das empresas investidas, inclusive, com fundos de pensão no Brasil através de participação em estrutura de propriedade (Nese, 2012).

Porém, em detrimento das evidências de impacto positivo, é possível que estes investidores institucionais utilizem práticas de governança diferenciadas num mesmo contexto de país. Este argumento se fundamenta na observação de Clark e Urwin (2008), avaliam diferentes níveis de mecanismos governança observados na organização interna de fundos de pensão. Os autores classificam três níveis de práticas de governança sendo considerado como superior o de terceiro nível. Dentre as práticas no terceiro nível são observadas a decisão de investimentos em colegiado; a existência de comitê de investimentos com agenda programada e a execução da gestão de investimentos conduzida por profissional e equipe dedicados e qualificados em investimentos. Este estudo destaca-se ainda o processo de decisão de investimento ter como base estudos de avaliação de risco e retorno de ativos e de cenários macroeconômicos. Clark e Urwin (2008) sugerem que estas práticas contribuem para obtenção de maior retorno ajustado a risco ao longo do tempo.

Com relação ao ambiente de economia emergente, Jackowicz e Kowalewski (2012) destacam o impacto de conselheiros profissionais qualificados em investimentos de fundos de pensão da Polônia. O impacto observado pelos autores é de desempenho superior aos demais em momentos de alta volatilidade no mercado financeiro. A sugestão dos autores é que o conhecimento desses profissionais é especialmente relevante ao antecipar um movimento não racional do mercado e ao evitar a decisão de investimentos em “bolhas financeiras” (Shiller, 2002). Este fundamento para desempenho é reforçado no contexto economia emergente, pois na medida em que o ambiente institucional pode ainda influenciar na proteção dos direitos de propriedade, seus gestores devem estar preparados de forma adequada para proteção da organização em seu propósito (Monteiro & Zylbersztajn, 2012).

Entretanto, mesmo sob o contexto de orientação do sistema financeiro e regulação intrínseca ao ambiente é possível que alguns investidores institucionais de mesmo tipo possuam incentivos diferenciados para determinação de práticas superiores de governança corporativa. Para tanto, esta pesquisa destaca a heterogeneidade desses investidores institucionais no país e a possibilidade de influenciar comportamento diferenciado para práticas da governança interna desses investidores.

Ao estudar os fundos de pensão no Brasil observa-se a heterogeneidade desses investidores em seu ambiente. No Brasil, as empresas com interesse de prover o benefício de complementação de aposentadoria aos empregados estabelecem convênio de adesão com fundos de pensão para sua viabilidade (Lei Complementar nº 109, 2001). Estas empresas são denominadas de patrocinadores e podem ser de diferentes tipos como empresas estatais; órgãos da administração direta do governo; empresas privadas; de setores diversos como o financeiro; capital de origem doméstico ou do exterior. Além desses patrocinadores, há instituidores que representam as associações de classe profissional. Referente à influência de patrocinadores sobre práticas de governança em fundos de pensão, esta pesquisa retoma o argumento Johnson et al. (2010) para o aspecto de investidores institucionais sensíveis a pressões e para possível redução de incentivos para monitoramento dos ativos sob gestão. Neste contexto, estudos de Lazzarini (2011) observam a influência do patrocinador a partir de laços com o governo e impacto na decisão de investimento em fundos de pensão. Com relação ao setor de atuação dos patrocinadores, é possível a influência para determinação da

transferência da gestão de investimentos a instituição financeira ligada, por exemplo, em detrimento da elevação dos custos de transação como observado por Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1992).

No processo de formação de reserva, os empregados ou os associados a instituidores e que se inscreveram voluntariamente ao plano de benefícios, em conjunto com os patrocinadores, contribuem uma determinada quantia de sua renda ao fundo de pensão até o momento da aposentadoria do trabalhador. Ocorre que o benefício de complementação a ser recebido pode ser diferente dependendo do tipo de plano que se inscreveu. Estes planos podem ser do tipo benefício definido ou contribuição definida. Em ambos, os direitos econômicos do retorno dos investimentos pertencem aos planos de benefícios, porém, o mesmo não ocorre com relação aos riscos de investimentos decorrentes de retorno inferior ao esperado ou mesmo negativo. Quanto ao risco residual, em planos de benefício definido o risco residual é tanto da empresa que oferece o benefício ao funcionário como do empregado com regras disposta em legislação (Resolução CNPC n. 14, 2014). Ou seja, a empresa ou ambos terão que efetuar contribuições adicionais para cumprimento do pagamento do benefício definido ou mesmo a redução do benefício de complementação. Desde 2001 este tipo de plano não pode mais ser oferecido no país (Lei Complementar nº 109, 2001). No segundo, o risco recai somente para o empregado, que além do risco de não obter o retorno de investimentos esperado, não possui o direito ou objetivo de benefício claramente definido em regulamento do plano de benefícios (Tafner, 2007). Embora seja somente este tipo de plano de benefícios que pode ser oferecido por fundos de pensão, a proporção entre planos que mantêm a característica de benefício definido é de cerca de 72% no Brasil segundo dados da PREVIC de 2015. Ou seja, dos 1.104 planos de benefícios existentes no país, 685 planos possuem característica de benefício definido conforme relatório da PREVIC (2015). No caso, dependerá do resultado que o plano de benefício obtiver a partir das decisões de investimentos do fundo de pensão que estiver vinculado.

A figura a seguir, aborda as diferentes sobreposições de contexto do ambiente de investidores institucionais sob as quais estão sujeitos até características intrínsecas que podem determinar diferentes práticas.

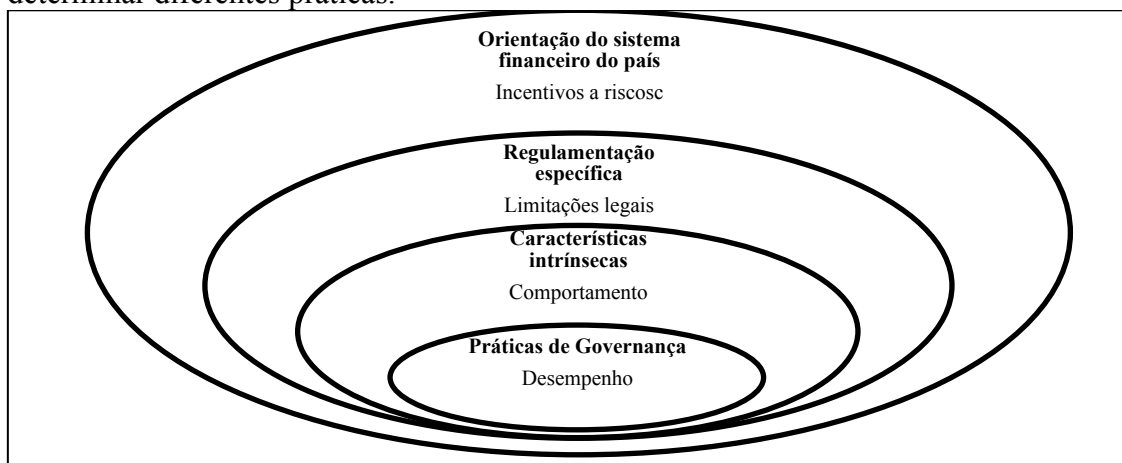


Figura 1: Contexto do ambiente de investidores institucionais

Fonte: Elaboração da autora

Desta forma, considerando os possíveis determinantes para a governança de investidores institucionais a partir de fundos de pensão no Brasil, esta parte da pesquisa avalia a influência das características intrínsecas desses investidores como o tipo de patrocínio e tipos de planos de benefícios. Adicionalmente, observar em que medida as alterações na regulamentação podem afetar a governança dos investidores institucionais, porém, sem alterar aspectos internos da organização relacionados a seu desempenho.

## **2.2 Associação entre governança corporativa com retorno de investimentos**

A segunda parte do estudo propõe teoria a partir de investigação sobre a associação do uso de práticas superiores de governança com retorno de investimentos de investidores institucionais de mesmo tipo e no mesmo contexto financeiro de economia emergente. Assim, a pesquisa retoma o problema básico de governança que ocorre em qualquer organização quando o principal deseja controlar decisões que diferem dos seus agentes. E que, o uso práticas de governança, portanto, têm por objetivo reduzir os custos de agência através do alinhamento de interesses entre principal e agente (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Coase (1937), o problema de agência surge da relação contratual entre principal e agente. O autor argumenta que a firma é resultado da combinação de fatores onde existem custos de transação associados ao funcionamento das organizações com os mercados e caracterizados pela relação entre seus agentes. Esta relação ocorre através contratos que podem ser formais e ou informais e resultado da preocupação com a gestão dos direitos de propriedade (Alchian & Demsetz, 1975; Alchian, 1950; Coase, 1937). Os custos de transação associados ao funcionamento de uma organização fazem parte da preocupação estratégica da firma, na medida em que podem ser reduzidos e trazer eficiência e eficácia para o sucesso da organização. Entretanto, Williamson (2005) observa que aspectos comportamentais associados aos custos de transação como racionalidade limitada e oportunismo devem ser considerados nas organizações. E que os contratos têm por objetivo proporcionar estabilidade no processo de troca, com regras legais que reforçam a eficácia dos contratos.

Na questão dos direitos de propriedade, Jensen & Meckling (1976) argumentam que as especificações dos direitos individuais é que determinam como os custos e recompensas serão alocados através dos participantes da organização. Assim, o comportamento individual dos participantes dependerá da natureza desses contratos. Os autores definem estes contratos como relação de agência, onde uma parte que é o principal, que se relaciona com outra parte, que é o agente, para que este último desempenhe serviço no lugar do principal. Para tanto, há delegação de autoridade do principal para o agente para tomada de decisão nos negócios da organização. Entretanto, Jensen & Meckling (1976) argumentam que o agente buscará a maximização de sua utilidade na relação, que pode não o melhor interesse para o principal. O principal para limitar esta possibilidade estabelece incentivos para alinhamentos de interesses dos agentes aos do principal, incorrendo em custos de monitoramento para garantia de ações que maximizem seu resultado. Os autores definem, portanto, o custo de agência como a soma de três partes sendo o custo do monitoramento realizado pelo principal; o custo de relacionamento com o agente e o prejuízo residual. Destacam ainda que, os custos de agência envolvem qualquer situação em que há esforço de cooperação entre duas ou mais pessoas. Argumentam ser intrínseca de uma corporação moderna e de propriedade difusa a associação com o problema de agência entre acionistas e gestores de uma corporação dada a separação entre propriedade e controle.

Fama e Jensen (1983) ao discutirem estrutura da organização para solução do problema de agência destacam as estruturas contratuais de grandes organizações que separam as decisões de aprovação e monitoramento das decisões de iniciação e execução. Os autores argumentam que não somente as grandes corporações abertas e de propriedade difusa apresentam a questão da separação das funções de tomada de decisões da organização e dos responsáveis pelos riscos residuais do negócio. Destacam ser comum que em grandes associações de profissionais, fundos mútuos e até em organizações sem fins lucrativos estrutura contratual que separe as decisões de controle quem envolvem ações de aprovação e monitoramento, das decisões de gestão relacionadas às atividades de iniciação e execução das decisões. Fama e Jensen (1983) observam que na medida em que a organização se especializa em áreas, há o processo de delegação para níveis mais baixos da organização. Assim, o principal não estando preparado para a gestão das atividades da empresa, surge a necessidade



de se criar uma estrutura de controle representada pelo conselho de administração na empresa. Esta estrutura de decisão é a forma como representantes dos que detêm o risco do negócio controlam as ações de seus agentes. Entretanto, os autores observam que organizações não complexas e de conhecimentos específicos importantes para decisão de gestão e controle, acabam sendo mais eficientes através de poucos agentes. Ou seja, diferentes tipos de organizações necessitam avaliar de forma eficiente o sistema de decisões mais adequado da companhia para que os benefícios gerados sejam superiores aos custos desse sistema. A figura abaixo busca destacar que a necessidade de adequação do sistema de controle das decisões, que tem por objetivo reduzir os custos de agência e que devem buscar estrutura que não supere o benefício econômico gerado pela atividade da organização.

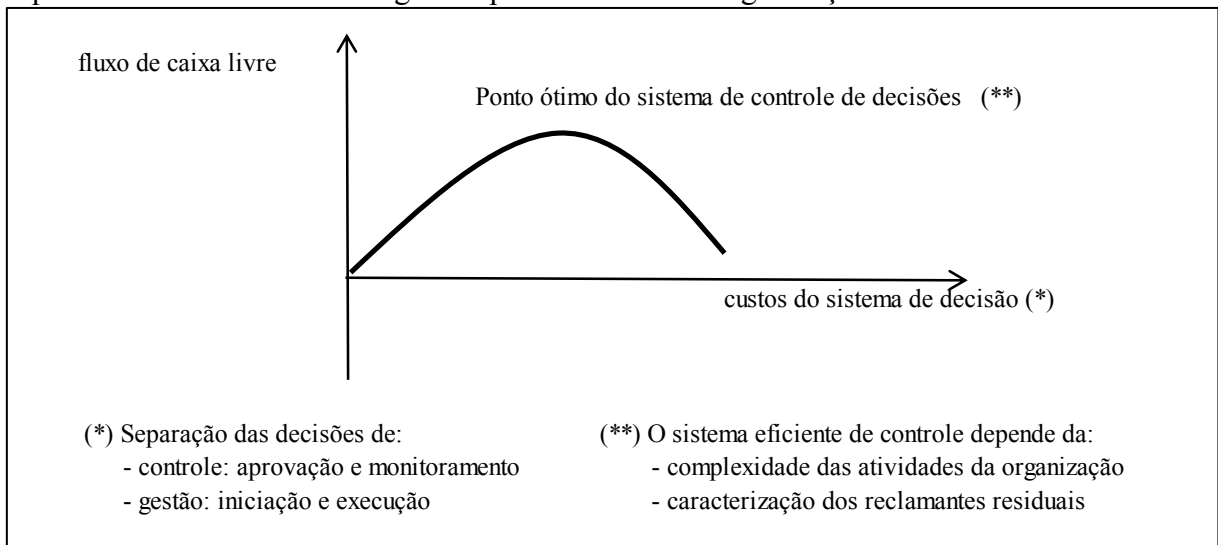


Figura 2 - Fluxo de caixa livre da organização em relação aos custos de agência

Fonte: Figura adaptada pela autora do artigo de Fama e Jensen (1983)

Os autores Fama e Jensen (1983) argumentam ser relevante reconhecer as características dos reclamantes residuais ou “residual claimants” que possuem o direito em requerer o fluxo de caixa líquido da companhia ou ainda, os “residual risk bearers”, que tomam o risco pelo direito de receber o caixa líquido da companhia. Por sua vez, os agentes proverão condições em troca de pagamento especificado para prover de forma satisfatória os interesses dos “residual claimants”. Os autores observam ainda sobre quando separar ou combinar as funções de decisões de controle (aprovação e monitoramento) de gestão (iniciativa e execução). Para tanto, analisam diferentes tipos de organizações e de características dos reclamantes residuais. E na aproximação com o tema desta pesquisa, observou-se a análise de Fama e Jensen (1983) para dois tipos de organização. A primeira a dos fundos mútuos que se aproximada da questão de governança de investidores institucionais desta pesquisa, e das organizações sem fins lucrativos que se relaciona a característica específica dos fundos de pensão brasileiros cujos dados serão analisados parte empírica do estudo.

Em fundos mútuos, Fama e Jensen (1983) argumentam que os requerentes dos resíduos são difusos como os acionistas de grandes corporações não financeiras e não participam do processo de decisão interna. No caso, há forte separação da decisão da gestão da função dos que assumem o risco residual da organização. Estas características levam a um sistema de decisão que separa a decisão de gestão da decisão de controle. E que a única função de controle do reclamante residual dos mutuários do fundo é a sua possibilidade de resgates do fundo. O conselho de administração deste tipo de organização é menos forte que em corporações, apesar do volume de ativos sob a gestão da organização, em função da possibilidade de resgates dos reclamantes residuais. Além disso, os reclamantes residuais

demonstram pouco interesse nos seus conselhos e frequentemente não possuem direito de voto. Os membros externos do conselho são escolhidos pelos gestores internos e, ao contrário de grandes corporações, os conselhos de administração de fundos mútuos não impõem mudanças na gestão. O papel dos conselheiros é limitado ao monitoramento dos problemas de agência contra os resgates dos reclamantes residuais e oferecem pouca proteção, por exemplo, contra fraudes ou roubos dos ativos pelos gestores internos.

Já em organizações sem fins lucrativos, os autores Fama e Jensen (1983) observam que as atividades são financiadas parte por doações e parte pelo fluxo de caixa gerado por estes mesmos recursos. Os contratos não asseguram aos doadores dos recursos a proteção de expropriações do fluxo de caixa líquido das atividades financiadas. Nestas organizações não há agentes com direitos de alienação do fluxo de caixa líquido, não havendo os reclamantes residuais. Entretanto, pelo fato de não haver reclamantes residuais, a disciplina que incluiria a decisão de agentes internos combinada com a de membros externos em função da expertise específica da organização pode não ser observada. Ao contrário, as decisões de agentes internos são imunes a forças externas de mercado como troca de gestores. Sem esta disciplina de poder ser removido um membro do conselho, por exemplo, as organizações sem fins lucrativo possuem conselhos administrativos formados por agentes internos e agentes externos escolhidos pelos próprios agentes internos, o que não garante proteção contra conluio ou expropriação das doações. Os autores argumentam que neste tipo de organização, os membros acabam por se “perpetuarem” ao serem aprovados pelos membros existentes. Além disso, geralmente, são importantes doadores que servem sem receber pagamento. Como o desejo de continuar com a doação pessoal de contribuições em pecúnia ou tempo é, geralmente, implícito à condição de ser membro do conselho, a aceitação desta condição certifica outros doadores de que os membros do conselho são motivados a tomar suas decisões de controle seriamente.

Este é o caso da organização dos fundos de pensão no Brasil. Para o fundamento de que há investidores institucionais de mesmo tipo e no mesmo contexto econômico e com desempenho superiores, pode ser observado a partir de estudos de Ambachtsheer et al. (1998) com fundos de pensão no período de 1993 a 1996. No estudo, os autores explicam que o resultado inferior frente ao retorno esperado é decorrente de problemas de governança da entidade. No caso, a adoção de uma estratégia adotada pela organização que não foi suficiente para mitigar riscos operacionais do plano nem foi capaz para obter incremento necessário para a formação do seu patrimônio. Os autores argumentam, a partir de pesquisa junto a 50 executivos de fundos de pensão em 1994, que existem barreiras observadas pelos próprios gestores de fundos de pensão para a maximização de retorno de suas organizações. As principais barreiras seguiram esta ordem: Um processo de decisão pobre; recursos inadequados para implantação da estratégia; lacuna na compreensão da missão da organização; e no mesmo nível, conservadorismo e insuficiente capacitação dos profissionais.

Entretanto, mesmo que se reconheça o aspecto de eficiência do uso de governança adequada e com respectiva disposição de princípios e guias para essa diretriz, é possível que nem todos adotem as melhores. Segundo os autores Clark e Urwin (2008), o preço do baixo desempenho é elevado e é consequência de práticas de governança da própria administração dos fundos de pensão. Os autores afirmam ainda que o passado não é garantia do futuro e deve ser avaliada a governança dos gestores responsáveis pelos investimentos destas organizações. Ocorre que decisões relevantes investidores institucionais pode depender de agentes escolhidos por critérios diferentes dos adotados nas corporações (Fama e Jensen, 2003). Ou seja, pode haver critérios determinados que não, necessariamente, relacionados à qualificação específica para gestão de investimentos. Por exemplo, em função de conexões com o governo (Lazzarini, 2012) ou pela relação de dependência com instituições financeiras (Giannetti e Laeven, 2008). Existem ainda riscos adicionais na busca do retorno esperado por

estas organizações, desde o oferecimento de produtos com direitos e objetivos não devidamente definidos (Fama e Jensen, 1983). O desafio da gestão de investimentos destes investidores institucionais é potencializado em ambiente institucional de economias emergentes. Ocorre que estas economias são caracterizadas por altos custos de transação como a pouca transparência e regulamentação com fraca proteção legal a investidores (North, 1990; Stone et al, 1996; Peng et al, 2009).

Segundo os autores Clark e Urwin (2008), a agenda para boa governança faz parte dos fundos de pensão e investidores institucionais. As mudanças globais nos mercados financeiros e o escrutinar do desempenho por diferentes “stakeholders” têm demandado a maior capacidade para inovação em como os fundos estão sendo geridos. A determinação das metas e limites como taxa de retorno e percentual de contribuição são medidas importantes e que desafiam os fundos de pensão para uso de melhores práticas de governança. Os autores concluem que os princípios e práticas de governança devem envolver todos os níveis da organização para alinhamento e efetividade do processo de tomada de decisão.

### **2.3 O retorno de investimentos em fundos de pensão**

Desde a crise financeira de 2008 o ambiente global tem sido marcado por baixo crescimento econômico e reduzidas taxas de inflação e juros nos países. A partir de dados dos 34 países membros da OCDE de 2008 a 2014, é possível observar uma taxa composta anual média de incremento no PIB de 0,97%, ou seja, inferior a 1% ao ano. Já para inflação e juros no mesmo período foram, respectivamente, 2,08% e 4,52%. E, em 2015 apesar de um PIB positivo de 2,01% e estável em relação ao ano anterior, o ritmo da economia continua abaixo do esperado ao se observar uma inflação média dos países membros da OCDE que não ultrapassa 0,6%, com uma taxa de juros pouco acima de 2% nestes mesmos países (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015). Esses são fatores conjunturais que impõem desafios no contexto de obtenção de retorno por investidores institucionais, inclusive por fundos de pensão ao redor do mundo na medida em que a economia não mais lhe proporciona taxa de juros de longo prazo para remuneração dos ativos sob a gestão.

Em fundos de pensão, há ainda a questão de que o impacto conjuntural ocorre de forma diferenciada entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida. Em planos de benefício definido as condições de equilíbrio são deterioradas, pela redução da capacidade de se obter retorno dos investimentos suficiente para o pagamento de benefícios ao longo do tempo. E em planos de contribuição definida, o efeito é de redução dos recursos acumulados para o período de aposentadoria se mantida a estratégia com o risco atual (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015). Neste cenário, são necessárias novas contribuição no presente para obtenção do benefício de aposentadoria esperado (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015). E este é um ciclo que não contribui para retomada do crescimento econômico. Entretanto, mesmo no contexto de baixo crescimento econômico há investidores institucionais que conseguem obter taxas superiores em seus investimentos, sendo necessária a investigação dos fatores que determinam este desempenho.

A obtenção do desempenho adequado requer maior dinamismo na forma de gestão dos investimentos por fundos de pensão. No Brasil, a gestão passiva é estratégia utilizada diante de oferta de títulos públicos indexados à inflação e taxa superior à meta atuarial de planos ou de uma estrutura a termo de taxas de juros. Em cenário adverso, taxas de juros oferecidas por títulos públicos abaixo da meta atuarial, por exemplo, requer maior expertise em investimentos e orçamento de risco previamente determinado. Com estes instrumentos e com base em fundamento econômico são tomadas decisões de alocação de recursos que devem promover o retorno adequado para a carteira de investimentos do plano. A Resolução do Conselho Monetário Nacional de nº 3792 de setembro de 2009 (BRASIL, 2009) trouxe

inovações ao permitir maior alocação em renda variável e ao criar segmentos específicos para investimentos estruturados e investimentos no exterior, que permitissem maiores riscos na busca pelo retorno adequado aos planos ao longo do tempo.

As taxas de retorno de ativos sob a gestão de investidores institucionais representam o desempenho dessas organizações e estão intimamente ligadas a seus respectivos propósitos. Os autores Ambachtsheer, Capelle, & Scheibelhut (1998) definem que o propósito de investidores fundos de pensão é a maximização de retorno líquido de longo prazo da carteira de investimentos limitada a restrições do passivo de planos de benefícios e de riscos operacionais. Destacam que estes dois fatores precisam ser monitorados. De um lado, diz respeito à combinação de ativos que proporcione um fluxo financeiro que cumpra o pagamento de benefícios ao longo do tempo. E do outro, a exposição a risco adicional de acordo com política de investimentos elaborada para a carteira de ativos de um plano de benefícios. O argumento sobre desempenhos superiores entre investidores institucionais num mesmo contexto econômico pode ser observado pelo retorno obtido por fundos de pensão de países membros da OCDE em 2014, por exemplo. Ocorre que mesmo num cenário de baixo crescimento, parte da evolução dos ativos observada nesta introdução, foi obtida com o retorno positivo dos investimentos. E em 2014 estudos da OCDE registram um retorno médio de 5,0% dos países membros (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015). Já entre os 34 países não membros do estudo, foi observado um retorno médio de 1,2% e que inclui dados de retorno de fundos de pensão do Brasil. Porém, ao observar o retorno médio dos fundos de pensão brasileiros no mesmo ano, este resultado foi ainda inferior à média dos não membros, ou seja, retorno de 0,5% em 2014 e inferior às metas de retorno esperada (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, 2014). Entretanto, esse desempenho é observado em detrimento de taxas de juros oferecidas por títulos públicos no Brasil serem superiores as oferecidas em países membros da OCDE.

Os autores Blake (2006); Tonks (2006); Baima (1998); Brown, Draper e McKenzie (1997) e Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992) ao analisarem o processo de gestão de investimentos de fundos de pensão, adotam como medida de desempenho o retorno dos ativos obtido por estas organizações. Durante a fase de acumulação, os fundos de pensão adicionam valor ao obter retorno sobre os investimentos realizados pela sua decisão de alocação estratégica em ativos do mercado. A forma como perseguirão esta alocação pode ser através de equipe interna, ou delegada parte dos investimentos a gestor externo ou até totalmente terceirizada ao mercado. Tonks (2006) afirma que alterações no retorno dos ativos investidos podem impactar dramaticamente a capacidade do fundo de pensão em cumprir com seu propósito. Na relação cliente-gestor, quem efetua contribuições para a futura complementação de aposentadoria corresponde ao cliente. O gestor é quem administra o fundo de pensão. Segundo o autor Tonks (2006), esta relação cliente-gestor é um exemplo da estrutura de principal-agente. No caso, um gestor de investimentos é contratado pelo cliente para alocação de seus recursos com objetivo de maximização de seu retorno. Entretanto, esta alocação pelo gestor contratado deve observar o risco previamente determinado pelo cliente ou buscar a meta de retorno estimada pelo menor nível de risco.

#### **2.4 Hipóteses da tese**

Práticas como a gestão de recursos executada por profissionais qualificados em investimentos, assessorados por comitê de investimentos e de avaliação de riscos possibilitam a cobertura de lacunas do ambiente institucional na busca do retorno adequado. Motivos: 1) Embora exista determinação legal para a estrutura de governança em fundos de pensão, há os que adotam práticas de governança que vão além das previstas em legislação (Caamaño, 2007). 2) Apesar de lacunas como a de profissionais qualificados quando comparado a de países desenvolvidos (Peng et al., 2009), práticas elevadas e observadas em governança contribuem na avaliação de risco e de oportunidades de investimentos (Aprapp, 2007). 3)

Práticas de maior monitoramento dos recursos investidos para ativismo ou realocação elevam o retorno dos recursos administrador por fundos de pensão (Clark, 2007). Segue a primeira hipótese:

*Hipótese 1. No Brasil, há relação positiva entre o uso melhores práticas de governança em fundos de pensão e retorno dos investimentos*

Empresa estatal possui objetivo distinto ao de privada que visa a maximização do retorno ao acionista (Okhmatovsky, 2009). E, como empresa do governo ou organismo governamental é destacada sob a perspectiva de “embeddedness” ou de integração social, que gera envolvimento político (Okhmatovsky, 2010). No Brasil, há evidências de que laços com o governo influenciam a decisão de investimentos de fundos de pensão (Lazzarini, 2012). Condições para o impacto negativo em desempenho e hipótese: 1) Questões políticas e interesses pessoais nas decisões de fundos de pensão podem levar até à corrupção em prejuízo aos planos de benefícios. 2) Possibilidade de não priorização da criação de valor na gestão de recursos. 3) Possibilidade de ineficiência operacional elevando custos e reduzindo o retorno líquido dos ativos sob gestão de fundos de pensão.

*Hipótese 2. No Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando for patrocinado por ente do governo.*

O ativismo no desempenho dos investimentos é atenuado quando o fundo de pensão não for independente de instituição financeira (Giannetti e Laeven2008). Esta característica gera maior conflito de interesse (Yermo, 2008); elimina a competição entre gestores e reduz a capacidade de diversificação que visa maior eficiência na gestão (Mesa-lago, 2005). Condições para o impacto negativo em desempenho e hipótese: 1) Redução da capacidade de monitoramento para captura de melhores oportunidades de diversificação do risco. 2) Elevação de conflitos de interesses priorizando e favorecendo retorno das instituição financeiras ligadas ao invés do fundo de pensão. 3) Aumento dos custos administrativos que impactam negativamente no retorno líquido dos investimentos em detrimento da criação de valor ao plano de benefícios.

*Hipótese 3. No Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando não for independente de instituição financeira*

Em planos de contribuição definida, a obrigação é determinada previamente e indefinido o direito a benefício. Segundo Fama e Jensen (1983), um contrato precisar ter especificado claramente os critérios de avaliação de desempenho. Em planos de contribuição definida, os riscos e ganhos financeiros não são compartilhados com a patrocinadora (Fontes Filho, 2004). Há evidências de que decisões tomadas por representantes de participantes de planos CDs podem não ser acompanhadas de acuradas estratégias (Benartzi & Thaler, 2001) . Condições para o impacto negativo em desempenho e hipótese: 1) Falta de meta a perseguir e de critérios claros para avaliação de desempenho. 2) Redução da capacidade de monitoramento pela concentração do risco ao participante. 3) Aversão a risco e diminuição da capacidade da diversificação dos investimentos por parte dos participantes

*Hipótese 4. No Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando o plano de benefícios possuir característica de contribuição definida*

A Resolução CGPC 13/2004 estabelece práticas de governança que devem ser cumpridas pelos fundos de pensão no Brasil. Já a Resolução CMN 3792/2009 evolui ao determinar a certificação em investimentos em fundos de pensão, por exemplo, que podem afetar o uso de práticas superiores às dispostas em legislação e não se correlacionar diretamente com fatores observáveis para retorno de investimentos. As condições principais que afetam positivamente o uso de melhores práticas de governança: 1) A obrigatoriedade de certificação em investimentos por gestores de fundos de pensão propicia incentivos para maior uso do conhecimento e de técnicas de gestão que privilegiam o longo prazo e a diversificação de investimentos. 2) A ampliação de limites e de segmentos de ativos para

investimentos inclusive no exterior, e de controle de riscos elevam a possibilidade de análise e alocação estratégica frente a riscos e, portanto, a capacidade de obtenção de maiores retornos em diferentes cenários. A seguir a hipótese sugerida:

*Hipótese 5: No Brasil, há relação positiva no uso melhores práticas por fundos de pensão após o ano da disposição da Resolução CMN 3792/2009*

É possível que num mesmo ambiente a determinação do uso de melhores práticas de governança se diferencie entre os fundos de pensão. Essa diferenciação pode ocorrer em função de características específicas em fundos de pensão no Brasil, como as observadas nesta tese para a associação negativa com desempenho dos investimentos. Assim, são sugeridas mais três hipóteses na associação desta característica com o uso de melhores práticas de governança por fundos de pensão no Brasil:

*Hipótese 6: No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando este for patrocinado por ente do governo*

*Hipótese 7: No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando o patrocínio ou gestão não for independente de instituição financeira*

*Hipótese 8: No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando possuir a gestão de plano de contribuição definida*

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Desenho de pesquisa:

O desenho de pesquisa utiliza técnicas de regressão linear do tipo *cross section* de único e de duplo fatores; de análise de dados em painel com efeitos aleatórios de fundos de pensão; de sistemas de equações de mínimos quadrados em dois estágios e uso de variável instrumental para solução do problema de endogeneidade. A primeira equação tem por objetivo controlar o problema de endogeneidade do modelo. Ou seja, observar a relação do uso de melhores práticas de governança com características específicas de fundos de pensão (variáveis exógenas) e responder a questão derivada da principal da tese. A segunda equação, investigar a associação de práticas de governança (variável endógena) e de características específicas (variáveis exógenas) de fundos de pensão com desempenho dos investimento e responder a questão central pesquisa.

#### 3.2 Coleta de dados

Serão utilizados dados, documentos e informações fornecidos pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) de 263 de fundos de pensão associados, dentre os 317 existentes segundo dados da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Os dados quantitativos compreendem o período de 2004 a 2015 de são obtidos através de demonstrações contábeis dos fundos de pensão. Os dados referentes a práticas de governança superiores às determinadas em legislação e observados em revisão de literatura, são observados através dos respectivos sítios eletrônicos dos fundos de pensão. Ou seja, dados disponíveis em relatório anual; estatuto da entidade ou texto eletrônico. E de informações relativas ao setor econômico de atuação das patrocinadoras, no sítio eletrônico das respectivas empresas.

#### 3.3 Retorno dos investimentos ajustado a risco.

Assim como Jackowicz & Kowalewski (2012), ao avaliar desempenho de investimentos de fundos de pensão da Polônia, esta pesquisa empregar, como apresentado pela metodologia da fórmula 8. Esta fórmula trata-se do alfa de Jensen (Jensen, 1968) para avaliar o desempenho de fundos de pensão no Brasil. E assim como a abordagem de Blake, Elton, e Gruber (1993), será obtido um modelo de fator único através de regressões CAPM, utilizando o método de mínimos quadrados ou em inglês “Ordinary Least Squares” (OLS) a partir de dados entre 2008 e 2014 de cada um dos fundos de pensão da amostra. Segue a fórmula para retorno ajustado a risco.

Onde  $r_{p,t}$  representa o retorno do fundo de pensão  $p$  no período  $t$ ;  $r_{j,t}$  representa a taxa atuarial de juros média ponderada dos planos de benefícios sob a gestão dos fundos de pensão; e  $R_{b,t}$  como a estrutura a termo da taxa de juros média dos três últimos anos do período analisado dos títulos públicos federais indexados pelo IPCA. O  $\alpha_p$  indica o alfa de Jensen ou o intercepto do modelo que representa a medida superior ou inferior de desempenho dos fundos de pensão no sistema. Para cada fundo de pensão, esta pesquisa obterá o  $\beta_{pb}$  que representa a sensibilidade do retorno da carteira do fundo em relação ao mercado.  $R_{m,t}$  corresponde ao índice de mercado para renda variável representado pelo IBOVESPA observado no ano  $t$  e  $\beta_{pm}$  corresponde à sensibilidade de retorno do fundo de pensão ao IBOVESPA. Por fim, será gerado o coeficiente de determinação do modelo ou quanto ele explica a variável dependente ou  $R^2$ .

$$r_{p,t} - r_{j,t} = \alpha_p + \beta_{pb}(R_{b,t} - r_{j,t}) + \beta_{pm}(R_{m,t} - r_{j,t}) + \varepsilon_{p,t}$$

### 3.4 Estimação dos determinantes do uso de melhores práticas (PRA):

Método estatístico utilizado será o mesmo da equação (1), ou seja, mínimos quadrados ordinários (MQO) e com procedimentos de efeitos aleatórios para painel de dados de fundos de pensão entre os anos de 2008 e 2014. O modelo corresponde a uma regressão múltipla de “cross section” observando o efeito da variável instrumental da Resolução CMN 3792 escolhida para este estudo, sendo GOV com conexão com governo, FIN dependente de instituição financeira e PCD, com produtos sem objetivo de retorno de investimento:

$$PRA_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 R3792_{i,t} + \delta_2 GOV_{i,t} + \delta_3 FIN_{i,t} + \delta_4 PCD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### 3.5 Teste da associação entre melhores práticas de governança e retorno

Regressão múltipla com as variáveis explicativas sobre características específicas de fundos de pensão variáveis de controle:

$$DES_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PRA_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FIN_{i,t} + \beta_4 PCD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde  $DES_{i,t}$ , corresponde à variável dependente para desempenho dos investimentos, estimada através do alfa de Jensen  $\alpha_p$  por duplo fatores  $\beta_{pb}$  e  $R_{m,t}$  para cada fundo de pensão  $i$  e ano  $t$ . As regressões incluem as seguintes variáveis de controle: Volume de ativos em Reais na carteira, ano de criação, despesas administrativas, total em renda variável, se patrocinadora é de capital doméstico, se o plano de benefícios se encontra em situação de equilíbrio.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados esperados são positivo para práticas de governança na relação com retorno dos investimentos mesmo em mercado emergente e negativo para características específicas. Dados ainda estão sendo coletados para a parte qualitativa.

### REFERÊNCIAS

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). THE CROSS-NATIONAL DIVERSITY OF CORPORATE GOVERNANCE: DIMENSIONS AND DETERMINANTS. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <http://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196772>
- Alchian, A. A. (1950). Uncertain, evolution and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211–2121.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1975). Production, Information Costs, and Economic Organization. *IEEE Engineering Management Review*, 3(2), 21–41. <http://doi.org/10.1109/EMR.1975.4306431>
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Scheibelhut, T. (1998). Improving pension fund performance.

- Financial Analysts Journal*. <http://doi.org/10.2469/faj.v54.n6.2221>
- Antoniou, a, Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure : Capital market oriented versus bank oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92. <http://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. (2014). *Consolidado Estatístico. Revista Abrapp Revista Abrapp*. São Paulo.
- Baima, F. de R. (1998, December). *Análise de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil*. Universidade Federal de Santa Catarina. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014112000490>
- BIS. (2003). *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets. Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel*.
- Blake, C. R., Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1993). The Performance of Bond Mutual Funds. *The Journal of Business*. <http://doi.org/10.1086/296609>
- Blake, D. (2006). Pension fund performance measuring and attribution. In *Pension Finance* (pp. 293–334). Chichester, England: John Wiley & Sons.
- Boeri, T., & Guiso, L. (2008). “The subprime crisis: Greenspan’s legacy.” *The First Global Financial Crisis of the 21st Century* 73, 73, 37.
- Brown, G., Draper, P., & McKenzie, E. (1997). Consistency of UK pension fund performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), 155–178. Retrieved from file:///C:/Users/Banesprev/Downloads/Brown\_et\_al-1997-Journal\_of\_Business\_Finance\_&\_Accounting.pdf
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9, 2–21. <http://doi.org/10.1057/jam.2008.1>
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <http://doi.org/10.2307/2626876>
- Goetzmann, W. N. (2010). The Subprime Crisis and House Price Appreciation. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44(1-2), 36–66. <http://doi.org/10.1007/s11146-011-9321-4>
- Harmes, A. (1998). Institutional investors and the reproduction of neoliberalism. *Review of International Political Economy*, 5(1), 92–121. <http://doi.org/10.1080/096922998347660>
- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2012). Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 13(4), 493–515. <http://doi.org/10.1017/S1474747204001556>
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389. <http://doi.org/10.2307/2325404>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, R. A., Schnatterly, K., Johnson, S. G., & Chiu, S.-C. (2010). Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1590–1613. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00930.x>
- Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Working Paper*, 51, 1097–1137. <http://doi.org/10.2139/ssrn.885365>
- Laeven, L. (2013). Corporate governance: What’s special about banks? *Annual Review of Financial Economics*, 5, 63–92. <http://doi.org/10.1146/annurev-financial-021113-074421>
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). *The structure and performance of the money management industry*. Retrieved from file:///C:/Users/Banesprev/Google Drive/Doutorado FEA USP/Qualifica%C3%A7%C3%A3o/Bibliografia/LAKONISHOK, 1992.pdf
- Lane, P. R. (2013). Financial Globalisation and the Crisis. *Open Economies Review*, 24(3), 555–580. <http://doi.org/10.1007/s11079-012-9266-0>
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Campos/Elsevier.
- Lei Complementar nº 109. (2001). *Lei Complementar n. 109, de 29 de maio de 2001 (2001)*. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Casa Civil.



- MacCallum, R. C., Browne, M. W., & Preacher, K. J. (2002). Comments on the Meehl-Waller (2002) procedure for appraisal of path analysis models. *Psychological Methods*, 7(3), 301–6; discussion 323–37. Retrieved from <http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/12243301>
- Mishkin, F. S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70. <http://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (1991). *Power and accountability*. Dunmore: HarperBusiness.
- Myners, P. (2001). Institutional Investment in the United Kingdom: A Review. *Pensions*, 1–201.
- Nese, A. de A. S. (2012). *O Papel dos Fundos de Pensão como Acionistas: Um Estudo com Empresas de Capital Aberto entre 1995 a 2009*. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2015). *Pension Markets in Focus*. Paris: OECD.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759–778. <http://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490118>
- Pierson, P. (1996). The new politics of the welfare state. *World Politics*, 48(2), 143–179.
- Pound, J. (1992). Raiders, targets and politics: the history and future of American corporate control. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(3), 6–18.
- Resolução CNPC n. 14. (2014). *Resolução CNPC Nº 14, de 24 de fevereiro de 2014*. Brasília, DF: Diário Oficial da União. Retrieved from <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/04/Resolu%C3%A7%C3%A3o-n%C2%BA-14-de-24-fev.pdf>
- Shiller, R. J. (2002). Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion. *Financial Analysts Journal*. <http://doi.org/10.2469/faj.v58.n3.2535>
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2015). *Estatística trimestral - Março 2015*. Brasília, DF. Retrieved from file:///C:/Users/Banesprev/Downloads/1%C2%BA Trimestre (2).pdf
- Tafner, P. (2007). Segurança e Previdência: Conceitos Fundamentais. In P. Tafner & P. Giambiagi (Eds.), *Previdência no Brasil: Debates, Dilemas e Escolhas* (pp. 29–63). Rio de Janeiro: IPEA. Retrieved from [http://www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/Arq07\\_Cap01Seguridade\\_21.pdf](http://www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/Arq07_Cap01Seguridade_21.pdf)
- Tonks, I. (2006). *Pension Fund Management and Investment Performance*. (Gordon L. Clark, A. H. Munnell, & J. M. Orszag, Eds.) *The Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income*. Oxford University Press. <http://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199272464.003.0023>
- Williamson, O. E. (2005). The economics of governance. *American Economic Review*, 95(2), 1–18. <http://doi.org/10.1257/000282805774669880>