

O CONSELHEIRO INDEPENDENTE E OS FUNDOS DE PENSÃO PÚBLICOS NO BRASIL

ANTONIO PONTOGLIO JÚNIOR

FEA-RP/USP

pontogliojr@usp.br

ELIZABETH KRAUTER

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

ekrauter@usp.br

O CONSELHEIRO INDEPENDENTE E OS FUNDOS DE PENSÃO PÚBLICOS NO BRASIL

1. Introdução

No mundo todo, a regulamentação de governança dos fundos de pensão não nasceu pronta. Como no Brasil, geralmente foi sendo desenvolvida como uma resposta a casos de fraude ou apropriação indevida de ativos da poupança previdenciária. Dois exemplos podem ser mencionados: o Reino Unido e os Estados Unidos (DIAS, 2006).

Os padrões fiduciários introduzidos pela Lei de Segurança de Renda de Aposentadoria de Empregados (ERISA), de 1974, nos Estados Unidos, foram em grande parte em resposta a casos de fraude na gestão de fundos de pensão e da insolvência de planos de aposentadoria causada pela falência do patrocinador. Da mesma forma, no Reino Unido, a decisão de aumentar a responsabilidade dos *trustees* (curadores ou administradores, numa tradução livre) sobre a gestão do fundo de pensão e aumentar sua independência em relação aos patrocinadores também representou resposta à malversação de recursos financeiros das reservas dos planos de aposentadoria (DIAS, 2006).

Em parte, como resultado dessa regulamentação imperfeita, o Brasil experimentou vários desvios na gestão dos fundos de pensão: (i) inadequação da estrutura de governança; (ii) falta de transparência; e (iii) escândalos envolvendo fundos de pensão controlados pelo estado.

Ao investigar indícios de aplicação incorreta de recursos entre os anos 1992 e 1995, a real contribuição da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão de 1995 foi ter voltado a atenção para o futuro do sistema, procurando identificar falhas, razões de inoperância da fiscalização e brechas legais existentes, com a finalidade de propor alterações e medidas concretas (BRASIL, 2016a). Desse esforço, originou-se o atual marco regulatório do sistema de previdência complementar brasileiro: as Leis Complementares nº 108 e nº 109, de 2001 (BRASIL, 2001), que avançaram sobremaneira na questão da governança dos fundos de pensão.

Em abril/2016, mais uma vez, a publicação do relatório da CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 revelou evidências, através de depoimentos e documentos apresentados pelos representantes das entidades envolvidas, de que os fundos de pensão patrocinados por organizações estatais no País ainda estão sujeitos à influência do estado no apoio a políticas governamentais, em detrimento de princípios basilares da governança corporativa tais como ética, equidade e responsabilidade na avaliação rigorosa e isenta dos riscos de investimentos e da transparência com participantes e assistidos, acarretando riscos à sustentabilidade dos planos de aposentadoria (BRASIL, 2016a).

Os fundos de pensão brasileiros, também denominados Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) ou, simplesmente fundações, encerraram o ano de 2016 com um total de R\$ 796 bilhões em ativos, montante que correspondeu a 12,7% do Produto Interno Bruto (PIB), de acordo com dados da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), do Ministério da Fazenda (MF). O relatório contabiliza 307 fundos de pensão existentes, dos quais 88 contam com patrocínio público, que somam R\$ 485,7 bilhões em ativos, ou seja, 61% do total do segmento (BRASIL, 2016b).

A expressividade dessa poupança previdenciária tem tornado cada vez mais relevante discutir e compreender como as estruturas de governança podem afetar a criação e a preservação de valor para o sistema de previdência complementar fechada, considerando ainda que, no caso das EFPC patrocinadas por organizações estatais, esse aspecto guarda especial interesse para

os contribuintes, por implicar o uso de recursos públicos nas contribuições da entidade pública empregadora.

Com a indústria de fundos de pensão se tornando cada vez mais complexa e os investimentos mais sofisticados, está mais difícil para os gestores agirem como especialistas em todas as áreas da governança corporativa. Esse ponto se tornou um grande desafio para a sustentabilidade dessas fundações, que na maior parte dos casos tem seus conselhos e diretorias executivas formados por representantes dos empregados e patrocinadores. Embora legitimados para a função de zelar pela maximização da poupança previdenciária dos participantes e assistidos, esses dirigentes podem não reunir todos os conhecimentos e a experiência compatíveis com o exercício de seu dever fiduciário.

Nesse aspecto, certificar a formação da estrutura de governança, monitorar a gestão e promover o crescimento sustentável dos sistemas de previdência complementar é papel fundamental dos órgãos de regulação e controle em todos os países, apoiados por um ambiente legal que preveja a proteção de todas as partes interessadas.

Formada em julho de 2004, a Organização Internacional dos Supervisores de Fundos de Pensão (THE INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS)) reúne, atualmente, 83 membros e observadores que representam 72 países e territórios em todo o mundo. A organização coopera estreitamente com outras organizações internacionais envolvidas no desenvolvimento de políticas de supervisão de fundos de pensão, incluindo a OCDE, Banco Mundial, *International Social Security Association* (ISSA), *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) e Fundo Monetário Internacional (FMI).

Em 2008, estudo da IOPS, denominado *Supervisory Oversight of Pension Fund Governance*, apontou que a qualidade das decisões dos conselhos e a responsabilidade de prestar contas pode ser reforçada por uma voz independente, sem vínculo com patrocinadores e participantes, ou uma voz que represente todas as partes interessadas do fundo de pensão nos órgãos de governança (IOPS, 2008).

Nessa direção e com o objetivo de reforçar o ambiente legal para os fundos de pensão patrocinados pelo estado e coibir a reincidência de fraudes financeiras, malversação de recursos da poupança previdenciária, em 19/04/2016, o Senado Federal brasileiro encaminhou para apreciação da Câmara dos Deputados, o Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c), já aprovado no seu âmbito, propondo aprimoramento nos dispositivos de governança das EFPC vinculadas à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios e a suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas. Os ajustes legais propostos visam blindar esses fundos de pensão da ingerência externa, em especial as de caráter político-partidário.

Entre outras disposições, o PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c) propõe alterar o artigo 11 da Lei Complementar nº 108, de 29/05/2001 (BRASIL, 2001), que passaria a exigir na composição dos seis membros tanto do conselho deliberativo como do conselho fiscal dos fundos de pensão patrocinados pelo estado, a presença de conselheiros independentes, sem nenhum tipo de afiliação ao fundo e ao patrocinador, na mesma proporção de representantes da entidade pública empregadora e dos beneficiários dos planos de aposentadoria.

Na condição de representante das EFPC no Brasil, a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) divulgou em seu sítio eletrônico um posicionamento sobre as propostas do PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c). Embora a favor de se ampliar os mecanismos de transparência e de controle, além de apoiar a total vedação ao exercício de atividades político-partidárias na administração das EFPC, a ABRAPP é contra à

introdução de conselheiros independentes nos conselhos deliberativo e fiscal dos fundos de pensão (ABRAPP, 2017).

A ABRAPP considera imprescindível a existência de vínculo prévio para os integrantes dos órgãos de governança para consecução dos objetivos das EFPC de preservar e maximizar a poupança previdenciária de seus beneficiários, entendendo como suficiente o critério atual que possibilita a gestão paritária composta apenas por membros indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria. Esse posicionamento reforça o interesse da Associação de evitar o ingresso nos principais órgãos de governança de pessoas estranhas ao quadro de participantes e assistidos do fundo de pensão.

2. Problema da Pesquisa e Objetivo

O contraponto entre a proposta do legislador brasileiro, apresentada no Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c), e a manifestação da ABRAPP, exarada no *position paper* divulgado no seu sítio eletrônico, remete ao problema desta pesquisa, expresso na seguinte questão: a participação de conselheiros independentes nos conselhos dos fundos de pensão patrocinados pelo estado no Brasil, que detenham conhecimento e experiência compatíveis com as exigências para a gestão de uma entidade de previdência complementar, pode tornar mais efetivo o monitoramento da gestão e a maximização da poupança previdenciária de seus beneficiários?

Tendo em conta o interesse público da proposta legislativa do Senado Federal brasileiro, cujo debate institucional merece ser aprofundado à luz dos estudos científicos sobre governança corporativa, o objetivo principal desta pesquisa foi avaliar se a participação de conselheiros independentes nos conselhos dos fundos de pensão brasileiros patrocinados por organizações estatais, na forma proposta pelo Senado Federal no PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c), pode tornar mais efetivos o monitoramento da gestão e a maximização da poupança previdenciária de seus beneficiários.

Para alcançar esse objetivo geral, buscou-se atingir os seguintes objetivos intermediários: (i) investigar na literatura acadêmica evidências empíricas sobre a atuação do conselheiro independente no ambiente empresarial e nos fundos de pensão; (ii) avaliar as disposições legais e as recomendações de códigos de governança publicados no Brasil sobre a formação e a independência dos órgãos de governança no âmbito empresarial e no segmento de previdência complementar fechada; e (iii) investigar a formação dos conselhos de uma amostra de fundos de pensão públicos nos países mais representativos do segmento de previdência complementar fechada no mundo.

Em comparação com a ampla literatura sobre governança corporativa, a pesquisa sobre governança dos fundos de pensão ainda é muito limitada, de modo especial no Brasil, fato que se pôde constatar durante o processo de pesquisa bibliográfica. Embora se considere simples a análise apresentada, espera-se que os achados teóricos e empíricos deste estudo contribuam para a promoção do alinhamento das práticas de governança brasileiras com as melhores práticas internacionais e sugiram direções para futuras pesquisas e debates políticos no Brasil sobre esse importante segmento econômico, para o qual a análise acadêmica ainda é escassa.

3. Fundamentação Teórica

3.1 O Conselheiro Independente como Mecanismo de Governança Corporativa

Na origem dos debates sobre governança corporativa, Fama e Jensen (1983) já teorizavam que o conselho de administração detinha a maior responsabilidade como mecanismo interno de controle por monitorar as ações na alta gerência. E argumentavam que o conselheiro independente, definido como um conselheiro externo sem vínculos diretos e explícitos, de caráter pessoal ou econômico, com a gestão da companhia e/ou com seus acionistas controladores, possuía maior predisposição para realizar suas tarefas de monitoramento, evitando a apropriação de benefícios privados pelos altos executivos e a expropriação de riqueza dos acionistas.

A pesquisa de Baysinger e Butler (1985) trouxe uma visão complementar, de que os conselheiros externos não independentes, ou seja, aqueles que não fazem parte da gestão atual, mas já atuaram como executivos ou mantêm algum vínculo pessoal ou econômico com a empresa, exercem relevante papel de assessores e provedores de recursos, atuando melhor como conselheiros em estratégia, estabelecendo maior confiança mútua com a administração e criando uma melhor relação de trabalho colaborativo no conselho de administração. No entanto, concluíram também que os laços com a empresa reduzem a capacidade desses conselheiros em agir contra a vontade dos gestores, comprometendo o exercício do papel de monitoramento e podendo levar a organização a resultados desfavoráveis.

Como se vê nesses dois estudos pioneiros, do ponto de vista teórico, os benefícios e os custos da independência de um conselho de administração – amplamente definidos como a ausência de vínculos com a alta administração – podem ser descritos através do duplo papel dos conselhos: monitoramento e assessoria de gestão.

Em 1996, decorrido pouco mais de uma década desde a publicação das primeiras pesquisas sobre o tema, a Associação Americana de Contabilidade publicou estudo relacionando a composição do conselho de administração e a ocorrência de fraude em companhias nos Estados Unidos (Beasley, 1996). Para uma amostra de 75 empresas que publicaram notícias de fraudes financeiras e 75 empresas sem esse tipo de ocorrência, similares quanto ao setor de atuação, porte e período das demonstrações financeiras, os resultados dos modelos de regressão aplicados ratificaram que a inclusão de membros independentes aumenta a eficácia do conselho no monitoramento da gestão para prevenção de fraude em demonstrações financeiras.

Nas últimas duas décadas, o aumento da complexidade organizacional e da movimentação financeira global, marcada pela atuação transnacional dos grandes investidores institucionais, geraram vários fenômenos relacionados à estrutura de governança corporativa e ao papel do conselheiro externo.

Fato é que, segundo Silveira (2010), a independência do conselho de administração tornou-se uma norma influente nos códigos de governança em todo o mundo, apesar das limitadas evidências empíricas de que a atuação de conselheiros independentes leve a um melhor desempenho da empresa ou menor probabilidade de fraude corporativa.

Para Clarke (2007), as teorias subestimam diferenças possíveis entre manifestações de independência que necessariamente servem a propósitos distintos. O autor chama a atenção para o fato de que a pouca exploração do conceito “independente” pelos estudiosos do assunto, e a aplicação genérica da ideia abstrata de independência, podem ser a causa de falhas e distorções nos resultados de estudos empíricos existentes, produzindo conclusões divergentes.

Ademais, o contexto local e temporal da realização dos estudos, além do modelo de governança corporativa predominante no país ou na região da pesquisa, podem contribuir para

tais divergências. Apesar disso, os achados teóricos deste trabalho possibilitaram extrair subsídios importantes para a análise do problema da pesquisa.

Discutindo os efeitos do conselheiro independente, algumas abordagens científicas recentes ampliaram o espectro de análise do papel do conselheiro externo: (i) ao comparar resultados entre a atuação dos conselheiros independentes e dos afiliados; (ii) ao avaliar a atuação dos conselheiros independentes em corporações inseridas em diferentes modelos de governança corporativa; e (iii) ao identificar requisitos que podem tornar efetivo o papel do conselheiro independente.

Wu e Li (2015) e Meyer e De Wet (2013), ao estudar, respectivamente, empresas da China e da África do Sul, chegaram à mesma conclusão de que a presença de conselheiros independentes no conselho de administração melhora a qualidade do monitoramento dos gestores e o desempenho das empresas.

Em outra extremidade, Hsu e Wu (2014), sobre uma amostra de companhias britânicas com grave situação financeira e Volonté (2015), em pesquisa com empresas listadas no mercado de ações da Suíça, país onde a propriedade é mais concentrada e cujo modelo de governança corporativa difere do modelo anglo-saxão do Reino Unido, obtiveram resultado semelhante no qual conselheiros independentes estão relacionados negativamente ao desempenho das empresas. Adicionalmente, o estudo de Volonté (2015) concluiu que conselheiros não independentes estão positivamente relacionados com o bom desempenho das empresas.

Em estudo abrangente, focado no modelo de governança em que predomina a presença do acionista majoritário, Dahya et al. (2008) analisaram 799 empresas com acionistas controladores de 22 países dos cinco continentes e encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o valor da empresa e a porcentagem do conselho de administração composto por conselheiros não afiliados ao acionista majoritário, indicando também menor probabilidade de extração de algum benefício privado por parte do acionista controlador em transações com partes relacionadas.

O trabalho de Chen, Li e Shapiro (2012) aborda o tema de forma bem diferente dos anteriores, ao discutir a efetiva necessidade do conselheiro independente nas práticas de governança recomendadas pela OCDE (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD)). Os autores, após avaliação de dados em painel de 1.100 companhias chinesas, comprovaram que a simples importação de práticas, tais como a exigência do conselheiro independente nos conselhos, não é capaz de mitigar o efeito negativo que a expropriação efetuada por acionistas controladores gera nos resultados das companhias. O estudo enfatiza a importância de se examinar cada realidade de forma distinta para depois encontrar as soluções apropriadas.

3.2 Em Busca do Conselheiro Efetivo

Cavaco et al. (2017) analisaram a diferença na distribuição de habilidades individuais entre membros independentes e não independentes no conselho de administração das 107 corporações francesas com papéis mais negociados na Bolsa de Ações de Paris. O estudo concluiu que existe uma associação negativa entre a independência e o desempenho efetivo quando as empresas operam em ambientes complexos, apoiando o argumento de que os executivos podem relutar em compartilhar informações específicas da empresa com o conselheiro independente, limitando o controle gerencial e a eficácia do monitoramento pelo conselho.

O estudo de Wang et al. (2015), sobre uma amostra de 445 companhias dos Estados Unidos, concluiu que deter conhecimentos sobre o negócio da empresa aumenta a capacidade dos conselheiros independentes para realizar o seu papel de monitoramento da gestão. A pesquisa também descobriu evidências de que a experiência relevante no setor/segmento onde inserida a empresa aumenta significativamente a eficácia de monitoramento dos conselhos em outras áreas-chave das políticas corporativas e na tomada de decisão.

Apesar dessas evidências de que a qualificação técnica é diferencial na habilitação do conselheiro independente, outros aspectos como o tempo no cargo e a composição da sua rede social podem influenciar o seu desempenho e a sua independência.

Fracassi e Tate (2012) investigaram os possíveis laços sociais por meio de dados biográficos de executivos e conselheiros de 1.500 companhias dos Estados Unidos, entre 1999 e 2007. A análise dos dados em painel revelou fortes evidências de que os laços sociais enfraquecem a efetividade do conselho de administração, já que os conselheiros com maiores vínculos sociais com o principal executivo parecem possuir uma propensão substancialmente menor de se opor a ele.

Já o estudo de Subrahmanyam (2008) argumenta que conselheiros que têm diretores de uma companhia como membros de sua rede de contatos pessoal, podem se tornar mais relutantes em monitorá-los de forma rigorosa. O resultado da pesquisa conceitual mostra que deverá haver melhor governança e maior monitoramento dos executivos em empresas com menor peso e influência de tais redes, isto é, com conselhos menos homogêneos, com a presença de pessoas de diferentes formações, etnias, gênero, renda, além de menor vínculo social com executivos e acionistas controladores e tempo limitado no cargo.

Todas essas evidências dão conta de que a mera presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração não assegura as melhores decisões na alta gestão. Na verdade, o que se busca são conselheiros efetivos, capazes de produzir um efeito real além do simples conceito de conselheiro independente, ou seja, que reúnam outros atributos, tais como: qualificação técnica, disponibilidade de tempo, envolvimento com a companhia e incentivos adequados (SILVEIRA,2010).

3.3 O Conselheiro Independente no Brasil

A figura do membro independente no conselho de administração surgiu no Brasil apenas em 2006, quando da reforma da regulação dos segmentos especiais de listagem da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), alinhando o País, com certo atraso, às tendências mundiais, que passaram a exigir a presença do conselheiro independente para as companhias que aderissem aos níveis mais exigentes de governança corporativa.

Desse modo, atualmente, entre os requisitos para que uma companhia possa ter suas ações negociadas no Nível 2 e no Novo Mercado da Bolsa de Valores brasileira, inclui-se o critério da presença de conselheiros independentes, que passou a exigir um conselho de administração composto por, no mínimo, cinco membros, dos quais, ao menos 20% devem ser independentes (B&MFBOVESPA, 2011).

A propósito, no seu estudo sobre o conceito de independência dos conselhos de administração no Brasil, Gelman (2012) aponta uma lacuna nas regras de acesso ao Nível 2 e ao Novo Mercado que permite situações em que o conselheiro independente possa ter relacionamento estreito com os acionistas controladores e muitas vezes vinculado a um acordo

de voto do grupo de controle, ocasionando perda do seu poder de ação individual e da sua independência.

Com o intuito de promover e induzir a adoção de boas práticas de governança, o Código Brasileiro de Governança Corporativa das Companhias Abertas, publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2016, recomenda que o conselho de administração deve ter número adequado de conselheiros independentes para melhor prevenir e administrar conflitos de interesses e atuar de forma isenta e imparcial, visando à criação e preservação de valor para a companhia como um todo (IBGC, 2016).

O referido código define ainda que o estatuto social da companhia deve estabelecer que: (i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; e (ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência (IBGC, 2016).

3.4 A Composição e A Independência dos Conselhos nos Fundos de Pensão Públicos

Sob a ótica da estrutura de governança e do processo decisório, muitos dos problemas nos fundos de pensão emergem de fraquezas nos conselhos deliberativos (STEWART E YERMO, 2008) e podem assumir várias formas: (i) em muitos países, os membros do conselho são selecionados com base em seu nível de relacionamento junto a algum sindicato ou empregador, ao invés de seu conhecimento ou experiência em questões de previdência complementar; (ii) a falta de autoavaliação de desempenho, incluindo as necessidades de formação; e (iii) os conflitos de interesse não são efetivamente identificados.

Na visão da OCDE, a maioria dos problemas de governança dos fundos de pensão poderia ser resolvido: i) por meio de uma representação equilibrada da patrocinadora e dos participantes; ii) representantes com maior nível técnico; iii) pela utilização de profissionais independentes em algumas situações e iv) pela construção e implantação de um código de conduta que aborde os conflitos de interesse (OCDE, 2010).

Para Ambachtsheer (2016), o desafio da governança corporativa nos fundos de pensão repousa no processo de conciliação de necessidades oponíveis para os conselhos de administração: cumprirem seus deveres fiduciários como representantes de todas as partes interessadas e serem estratégicos na gestão dos recursos da poupança previdenciária. Há uma compreensão crescente de que já não é mais uma questão de escolha entre atender a uma ou outra necessidade, mas sim de como satisfazer a ambas na composição dos conselhos.

De acordo com Stewart e Yermo (2008), em quase todos os países da OCDE, o conselho de administração dos fundos de pensão deve ser composto por representantes do patrocinador e dos participantes do fundo, muitas vezes em igual proporção.

Nos Estados Unidos, onde a lei estadual se sobrepõe à federal na regulação dos fundos de pensão públicos estaduais, os conselhos de administração dos fundos patrocinados por entidades públicas, são compostos por membros nomeados pelo governo local, representantes eleitos pelos beneficiários do fundo e indivíduos nomeados em virtude de seu cargo público exercido no governo estadual, denominado membro *ex officio* (ROMANO, 1993).

Na experiência estadunidense, a designação de executivos da entidade patrocinadora como conselheiros não é exclusiva dos planos de previdência pública, uma vez que os conselheiros de planos privados também são tipicamente funcionários da empresa que institui e patrocina os planos de aposentadoria. Essa característica levanta problemas potencialmente

sérios de conflito de interesses, uma vez que os conselheiros têm papéis duplos, representando os empregadores e os beneficiários dos planos de aposentadoria (ROMANO, 1993).

O estudo de Romano (1993) ratificou a tese de que os fundos públicos enfrentam pressão política sobre sua tomada de decisão. Os resultados da sua pesquisa evidenciam que fundos com conselhos de administração mais politizados apresentam um desempenho significativamente mais baixo do que aqueles mais independentes. A autora observou ainda que, particularmente em tempos de dificuldade fiscal, os recursos dos fundos de pensão passam a ser fontes de financiamento convidativas para os governantes.

A regulamentação brasileira classifica as EFPC em dois grupos definidos em função do tipo de organização que detém o controle efetivo do patrocinador, que é corresponsável na gestão financeira e coparticipante dos resultados alcançados. Se o controle corporativo do patrocinador for detido por uma parte privada, então o fundo de pensão é considerado privado. Se o controle efetivo do patrocinador for detido por uma entidade pública ou entidade controlada por uma entidade pública, o fundo de pensão é considerado público.

Essa categorização é importante porque os fundos de pensão brasileiros estão sujeitos a diferentes regras de governança, dependendo de seu tipo de patrocínio, seja por empresas privadas ou entidades públicas. A estrutura mínima de governança de um fundo de pensão brasileiro é composta pelo conselho deliberativo, pelo conselho fiscal e pela diretoria executiva.

As EFPC patrocinadas pelo estado são regidas pela Lei Complementar nº 108, de 2001 (BRASIL, 2001), sendo que os conselhos deliberativo e fiscal da entidade devem ser compostos por no máximo seis membros, observada a paridade entre representantes dos participantes e assistidos e dos patrocinadores. A diretoria executiva, cuja forma de composição e o mandato serão estipulados pelo estatuto, poderá ter, no máximo, seis membros, definidos em função do patrimônio da entidade e do seu número de participantes, inclusive assistidos.

Em 2012, a Previc elaborou um guia para auxiliar as EFPC, seus participantes, patrocinadores e instituidores, oferecendo ferramentas que propiciem a completa aderência à lei e aos princípios básicos de governança, auxiliando os dirigentes no exercício de seu dever fiduciário e na busca pela excelência da gestão. O guia, que tem como principais referências a legislação em vigor e a experiência das EFPC, incorpora também princípios e diretrizes de supervisão e governança de instituições internacionais (BRASIL, 2012).

Objetivamente, ao tratar da estrutura de governança, o guia da Previc recomenda buscar o máximo de representatividade em todas as instâncias, garantindo a participação, sempre que possível, de representantes de todos os planos administrados, de seus patrocinadores, instituidores, participantes e assistidos, enfatizando que os dirigentes e conselheiros devem ter capacitação técnica e gerencial para atuar de forma independente, transparente e em favor do cumprimento dos fins institucionais da EFPC.

A respeito da qualificação técnica, a regulação brasileira já exige a certificação de conhecimentos e da experiência nos conteúdos atinentes à gestão de uma EFPC para o exercício dos cargos de conselheiro e diretor. Importante na evolução do segmento, a medida reforçou o ambiente legal e atendeu a mais uma orientação da OCDE para mitigação de problemas de governança.

A propósito do equilíbrio na representatividade nos conselhos, os resultados teóricos e empíricos apresentados por Dias (2006), revelam que o sistema de governança atual para os fundos patrocinados por entidades públicas é ineficaz quanto à independência dos conselhos na tomada de decisões, mostrando que vários mecanismos são usados por patrocinadores para

reduzir as funções, responsabilidades e o poder do conselho deliberativo, órgão no qual os representantes dos participantes têm assentos.

A autora constata que, pela Lei Complementar 108/2001 (BRASIL, 2001), o patrocinador público do fundo nomeia o presidente do conselho deliberativo e o voto deste prevalece em caso de impasse. E alerta que, a mesma lei define que a grande maioria dos regulamentos de governança serão fixados pelo estatuto, inclusive a composição da diretoria. Os achados empíricos de Dias indicam que os patrocinadores escrevem as cláusulas de governança dos estatutos de forma a maximizar o controle sobre as decisões de gestão e de investimentos, na medida do permitido pela lei.

A pesquisadora conclui sua análise frisando que qualquer proposta de reforma nesse modelo de governança deve levar em consideração os problemas de agência evidenciados, revendo incentivos, poderes de controle e alocação de riscos.

4. Metodologia

Os dados desta pesquisa foram coletados mediante pesquisa bibliográfica em livros, periódicos, teses e dissertações, mídia eletrônica de governos, de organizações de pesquisa, de entidades ligadas ao segmento de previdência complementar fechada e de fundos de pensão patrocinados por entidades públicas.

Em função da natureza do problema, optou-se por uma abordagem fenomenológica, que privilegia a análise qualitativa dos dados coletados na pesquisa bibliográfica visando extrair da literatura argumentos para discussão ampla do assunto e apoiar a interpretação das várias configurações de governança encontradas nos fundos de pensão públicos de vários países.

Tendo em conta o caráter exploratório da pesquisa, para a avaliação empírica sobre a estrutura de governança dos fundos de pensão de outros países, adotou-se o método não probabilístico para composição da amostra. O critério de amostragem foi: (i) magnitude, com base no valor total dos ativos de investimento do segmento de previdência complementar fechada dos países e de cada fundo de pensão; e (ii) a natureza do patrocinador, entidade pública ou privada.

Para estudo da estrutura de governança dos fundos de pensão vinculados a entidades públicas no mundo, os fundos de pensão foram selecionados com base no *ranking Pensions & Investments/Willis Towers Watson 300 Analysis 2015* (P&I/WTW 300, 2015), que relaciona os 300 maiores fundos de pensão do mundo em ativos de investimento.

Conforme Tabela 1, a amostra incluiu nove fundações dos cinco continentes, sendo oito as mais representativas dos oito principais países com esse tipo de fundo; além do maior fundo de pensão público da África do Sul, único país do continente africano no *ranking*, que, embora não figure entre os principais países no segmento de previdência complementar fechada, foi incluído na amostra para completar a representatividade dos cinco continentes na análise.

Além do levantamento qualitativo da estrutura de governança dos fundos selecionados, os dados numéricos observados nesta amostra foram: quantidade de integrantes e forma de composição do conselho de administração: se escolhidos pelo patrocinador, pelos participantes ou em conjunto; e se há presença de conselheiros independentes. Os dados numéricos colhidos na amostra foram catalogados em tabela para subsidiar a apresentação e a análise dos resultados.

A adoção do critério de magnitude visou minimizar as limitações do método não probabilístico para escolha de amostra, visto que se pôde observar fundos de pensão com estrutura de governança mais complexa de países mais representativos no segmento de

previdência complementar fechada. Todavia, o tamanho reduzido da amostra, em função do tempo disponível e dos recursos para a pesquisa, não permitirá a generalização das conclusões extraídas do estudo.

Tabela 1 – Amostra dos Maiores Fundos de Pensão Públicos nos Cinco Continentes

País	Fundo de Pensão Público	Ativos US\$ bilhões	Posição no Ranking WTW300
África do Sul	GEPF	103	20
Austrália	First State Super	40	89
Canadá	OTPP	124	18
Coréia do Sul	National Pension Service	435	4
Dinamarca	ATP	107	19
Estados Unidos	CalPERS	286	7
Holanda	ABP	384	5
Japão	Local Government Officials	176	12
Reino Unido	Universities Superannuation	72	35

Fonte: *Pensions & Investments / Willis Towers Watson 300 Analysis 2015*

5. Apresentação e Análise dos Resultados

De início, é importante reprimir a observação de Silveira (2010) sobre a figura do conselheiro independente como resposta dada por todos os códigos de governança do mundo para aumentar a capacidade do conselho de administração de monitorar efetivamente a alta gerência nos ambientes de agência decorrentes da separação entre a propriedade corporativa e a gestão.

No entanto, há que se considerar que estudos recentes mostraram divergências sobre a eficácia do conselheiro independente na melhoria da qualidade do monitoramento dos gestores e do desempenho das empresas. O que remete à reflexão de que não se pode mais conceber o papel do conselho de administração exclusivamente com a abordagem original da Teoria da Agência e que o mecanismo do conselheiro independente, embora central na independência do conselho, guarda estreita relação com outros aspectos da governança corporativa.

A complexidade dos negócios e a velocidade dos processos de mudança, tornou a capacidade de orientação estratégica dos conselhos de administração tão relevante quanto o monitoramento dos executivos para a geração de valor nas organizações. Nesse contexto, os estudos avaliados nesta pesquisa comprovaram que a qualificação técnica e a experiência profissional são diferenciais para a eficácia e a efetividade do conselheiro, seja afiliado ou independente. Além do que, sob o aspecto das relações sociais, a heterogeneidade individual e o tempo de permanência no cargo são fatores que influenciam a independência do conselho de administração.

Avançando na análise, observa-se que, há cerca de apenas uma década, o Brasil se alinhou às melhores práticas de governança internacionais, ao incluir na legislação das companhias abertas, critérios para adoção do conselheiro independente nos conselhos de administração.

Por outro lado, percebe-se a inércia do segmento de previdência complementar fechada no País, que, a despeito das orientações emanadas em 2008 pela OCDE e pelo IOPS, ainda não adotou o mecanismo do conselheiro independente. O Guia Previc de Melhores Práticas de Governança para EFPC também não acompanha a iniciativa do Código de Governança Brasileiro das Companhias Abertas, e não dispõe nenhuma recomendação sobre a presença de

conselheiro independente nos conselhos deliberativos dos fundos de pensão, focando apenas na recomendação de representatividade e qualificação técnica em todas as instâncias.

Nada obstante, a pesquisa de Dias (2006) indica que a representatividade das partes interessadas nos órgãos de governança dos fundos de pensão públicos no Brasil é ineficaz, tendo em conta a comprovação do desequilíbrio no poder de decisão e na distribuição dos riscos de investimentos, em desfavor dos participantes dos planos de aposentadoria.

Junte-se a esta análise, a constatação dos estudos empíricos de Romano (1993) de que os fundos de pensão públicos enfrentam pressão política nos seus processos decisórios, em especial nas decisões de investimento. Embora, os resultados daquele estudo se refiram à realidade estadunidense na década de 1990, há muitas semelhanças com a realidade passada e atual dos fundos de pensão patrocinados por entidades públicas no Brasil, tanto pela descrição da estrutura de governança, quanto pelos eventos históricos.

O conjunto desta revisão teórica sugere a necessidade de uma revisão das regras de representatividade nos órgãos de governança dos fundos de pensão públicos no Brasil. E os resultados empíricos desta pesquisa reforçam essa percepção, uma vez que, conforme apresentado na Tabela 2, dos nove fundos pensão públicos da amostra, sete já adotam o mecanismo do conselheiro independente na composição do conselho de administração.

Destaquem-se os casos do fundo OTPP, do Canadá, em que todos os 11 integrantes do conselho de administração são independentes, e o dos fundos do Japão e da Coreia do Sul, que não apresentam conselheiros independentes.

Tabela 2 – Composição do Conselho de Administração dos Fundos Públicos nos Países da Amostra

País	Fundo de Pensão	A	B	C	D	E
África do Sul	GEPF	16	8 (a)	8	0	2(b)
Austrália	First State Super	13	6	6	1(c)	1
Canadá	OTPP	11	5	5	1(c)	11
Coreia do Sul	National Pension Service	14	7	7	0	0
Dinamarca	ATP	13	6	6	1(c)	1
Estados Unidos	CalPERS	13	7 (d)	6	0	1
Holanda	ABP	12	5	7	0	1(e)
Japão	Local Government Officials	22	11	11	0	0
Reino Unido	Universities Superannuation	12	7	0	5	5

Fonte: Elaborado pelos autores. Legenda: A=qtde. de integrantes do conselho de administração. B=qtde. de escolhidos pelo patrocinador. C=qtde. de escolhidos pelos participantes. D=qtde. de escolhidos pelos conselheiros. E=qtde. de conselheiros independentes. Notas: (a) dentre os oito membros indicados pelo governo, pelo menos um deve ter experiência em gestão financeira, de investimentos e de fundos de pensão em geral; (b) dois conselheiros independentes atuam como especialistas; (c) o presidente é escolhido pelos conselheiros; (d) os sete membros indicados pelo poder público são compostos por: um detentor de cargo público eleito por voto popular e que integre o governo da Califórnia; um funcionário de companhia de seguros de vida; um representante do público (independente) indicado conjuntamente pelo Presidente da Assembleia Legislativa e pelo Comitê de Regulamentações do Senado; quatro membros indicados *ex officio*, por ocuparem, respectivamente, os cargos de Tesoureiro do Estado, Chefe da Controladoria do Estado, Diretor do Departamento de Recursos Humanos do Estado e de principal dirigente do Conselho dos Funcionários Públicos do Estado da Califórnia. (e) o presidente é independente, tem mandato de um ano e é escolhido de forma alternada entre patrocinador e participantes.

Além dos resultados numéricos, alguns aspectos identificados na análise da amostra merecem comentário: (i) em todos os casos, há registro de que a indicação de conselheiros independentes recai sobre candidatos com notório saber e experiência na gestão de fundos de pensão e de investimentos financeiros; (ii) no Canadá, nos Estados Unidos e no Reino Unido existe a figura jurídica do *trustee*, conselho que pode ser composto totalmente por curadores/conselheiros independentes, por participantes dos planos e por patrocinadores, ou de forma mista em todas as configurações. Esse mecanismo viabiliza maior consolidação do sistema de previdência complementar fechada, conselhos de administração mais bem estruturados, redução de custos pela economia de escala e maior profissionalismo na gestão de investimentos, podendo inclusive atrelar-se a remuneração dos conselheiros à rentabilidade dos fundos, além de menor custo de monitoramento para os órgãos reguladores.

Convém observar, que o Projeto de Lei 268/2016 (BRASIL, 2016c) propõe que a escolha dos conselheiros independentes seja por meio de processo seletivo com resultado homologado pelo conselho deliberativo e pelo órgão fiscalizador do segmento, e selecione profissional com conhecimento e experiência compatíveis com as exigências para a gestão de uma entidade de previdência complementar.

Outro ponto que se analisa do referido Projeto de Lei é que, para bem conceituar o critério de independência, a proposta legislativa veda ao conselheiro independente: i) ter qualquer vínculo com a EFPC; ii) ter sido empregado, preposto ou dirigente de patrocinador ou de alguma de suas subsidiárias; iii) ser proprietário, dirigente ou empregado de sociedade ou empresa que ofereça serviços ou produtos à EFPC ou ao patrocinador; e iv) receber outra remuneração ou vantagem da EFPC, além da prevista para membro do colegiado.

6. Conclusão

Os resultados desta pesquisa bibliográfica e empírica possibilitaram debater e formar convicção sobre a real necessidade de uma revisão das regras de representatividade nos órgãos de governança dos fundos de pensão patrocinados por entidades estatais no Brasil, e que a participação de conselheiros independentes nos conselhos desses fundos, na forma proposta pelo Senado Federal no PLP 268/2016 (BRASIL, 2016c), pode tornar mais efetivos o monitoramento da gestão e a maximização da poupança previdenciária de seus beneficiários.

As evidências empíricas, ainda que sobre uma amostra não probabilística limitada, permitiram observar que os maiores fundos de pensão públicos nos países mais representativos do segmento, já estão, na sua maioria, exercitando a inclusão de conselheiros independentes qualificados nos conselhos de administração.

Entretanto, também apoiado nas reflexões desta pesquisa, há que se considerar que a adoção do conselheiro independente não será a panaceia para os desafios de governança dos fundos de pensão públicos brasileiros.

Sob essa ótica, o conselheiro independente representa apenas mais um fator num conjunto de alternativas possíveis, que se vislumbrou ao longo desta pesquisa, e que podem ser debatidas em pesquisas futuras, como contribuição para a melhoria da governança corporativa nos fundos de pensão públicos no Brasil. Quais sejam: (i) criar mecanismos que induzam a melhor qualificação dos conselhos, mediante o enriquecimento da heterogeneidade dos integrantes quanto a formação, gênero, etnia e *expertise* no negócio; (ii) aprimorar a regulação quanto aos critérios de equanimidade de representação entre patrocinador e participantes dos

planos de benefícios; (iii) avaliar a adoção do *trustee*, como mecanismo de aprimoramento do sistema e melhoria da governança.

Referências

ABP PENSION FUND FOR GOVERNMENT AND EDUCATION. Disponível em: <https://www.abp.nl/>. Acesso em: 16/07/2017.

AMBACHTSHEER, Keith P. **The future of pension management: integrating design, governance, and investing**. Hoboken: Wiley, 2016.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Position Paper**. 2017. Disponível em: http://www.abrapp.org.br/Lists/DestaquesHome/Attachments/65/Abrapp_Texto%20PLP%20268.16.pdf. Acesso em: 15/07/2017.

ATP LIVSLANG PENSION. Disponível em: <https://www.atp.dk/en>. Acesso em: 16/07/2017.

BAYSINGER, Barry D.; BUTLER, Henry N. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. **Journal of Law, Economics & Organization**. Vol. 1, No. 1, pp. 101-112. 1985. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/764908?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em 03/07/2017.

BEASLEY, Mark. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, pp. 443 - 465. 1996. Disponível em : http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140522023523_7.pdf. Acesso em: 13/07/2017.

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Regulamentos e Manuais. **Nível 2 e Novo Mercado**. 2011. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulamentos-e-manuais/#item-2. Acesso em: 14/07/2017.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei Complementar nº 108, de 29/05/2001**. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp108.htm. Acesso em: 15/07/2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Previdência Social. Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). **Guia PREVIC: Melhores práticas de governança para entidades fechadas de Previdência Complementar**. 2012. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/menu-de-apoio/guia-de-melhores-praticas-1/melhores-praticas-de-governanca.pdf/view>. Acesso em: 13/04/2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **CPI dos Fundos de Pensão: relatório final**. 2015/2016. Relator Sergio Souza (PMDB/PR). 2016a. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2082269>. Acesso em: 04/05/2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Previdência. Subsecretaria de Políticas de Previdência Complementar. **Estatísticas do Regime de Previdência Complementar - Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC**. Brasília, DF, dez. 2016b. Disponível em: http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2015/09/Informe-Mensal_dezembro.pdf. Acesso em: 27/04/2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016**. 2016c. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2082700>. Acesso em: 11/04/2017.

CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM. Disponível em: <https://www.calpers.ca.gov/>. Acesso em: 16/07/2017.

CAVACO, Sandra; CRIFO, Patricia; REBERIOUX, Antoine; ROUDAUT, Gwenaël. Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? **Journal of Corporate Finance**, 43, pp. 106–121. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004>. Acesso em: 16/07/2017.

CHEN, Victor Zitian; LI, Jing Li; SHAPIRO, Daniel M. Are OECD prescribed “good corporate governance practices” really good in an emerging economy? **Springer Science+Business Media**, LLC. 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1407278. Acesso em 13/07/2017.

CLARKE, Donald C. Three Concepts of the Independent Director. **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol. 32, No. 1, pp. 73-111, 2007. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=975111>. Acesso em 13/07/2017.

DAHYA, Jay; DIMITROV, Orlin; MCCONNELL, John J. Dominant shareholders, corporate boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis. **Journal of Financial Economics**, 87, pp 73-100. 2008. Disponível em: <http://www.krannert.purdue.edu/faculty/mcconnell/publications/PublicationsPDFS/Dominant..Analysis%20JFE%20Jan2008%20V87%20N1%2073-100.pdf>. Acesso em: 15/07/2017.

DIAS, Luciana. Governance of Brazilian Pension Funds. **The Berkeley Electronic Press**. 2006. Disponível em: <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=6568&context=expresso>. Acesso em: 16/07/2017.

FAMA, Eugene. F.; JENSEN, Michael. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Lay Economics**, 26, pp. 301–325. 1983. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034. Acesso em: 15/07/2017.

FIRST STATE SUPER. Disponível em: <https://firststatesuper.com.au/member>. Acesso em: 16/07/2017.

FRACASSI, Cesare; TATE, Geoffrey A. External Networking and Internal Firm Governance. **Journal of Finance**, 67, pp. 153-194. 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1213358>. Acesso em: 13/07/2017.

Gelman, Marina Oehling. **O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da**

BM&FBOVESPA. 2012. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman_Marina%20disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 12/07/2017.

GOVERNMENT EMPLOYEES PENSION FUND. Disponível em: <http://www.gepf.gov.za/>. Acesso em: 16/07/2017.

Hsu, Hwa-Hsien; Wu, Yu-Hsuan. Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. **British Accounting Review**, 46. 2014. Disponível em: <https://hydra.hull.ac.uk/assets/hull:10955/content>. Acesso em: 15/07/2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo. 2015. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf. Acesso em: 12/04/2016.

INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS). **Supervisory Oversight of Pension Fund Governance**. Working Paper n.o 8. 2008. Disponível em: <http://www.iopsweb.org/41269776.pdf>. Acesso em: 15/07/2017.

ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN. Disponível em: <https://www.otpp.com/home>. Acesso em: 16/07/2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Principles of occupational pension regulation: methodology for assessment and implementation**. Paris. 2010. Disponível em: <http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-principles-of-occupational-pension-regulation_9789264087095-en>. Acesso em: 25/04/2017.

PENSION FUND ASSOCIATION FOR LOCAL GOVERNMENT OFFICIALS. Disponível em: <http://www.chikyoren.or.jp/english/pal.html>. Acesso em: 16/07/2017.

ROMANO, Roberta. Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered. **Faculty Scholarship Series**. Paper 1958. 1993. Disponível em http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1958. Acesso em: 13/07/2017.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **O problema do agente-principal como cerne das questões de governança corporativa**. In: _____. Governança corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. cap. 9, pp. 262 e 271-272.

SOUTH KOREA NATIONAL PENSION SERVICE. Disponível em: <http://english.nps.or.kr/> Acesso em: 16/07/2017.

STEWART, Fiona; YERMO, Juan. Pension Fund Governance: challenges and potential solutions. **OECD - Working Papers on Insurance and Private Pensions**, n. 18. Paris. 2008. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/41013956.pdf>>. Acesso em: 24/04/2017.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Social Networks and Corporate Governance. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, pp. 633–662. 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1224099. Acesso em: 15/07/2017.

UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME. Disponível em: <https://www.uss.co.uk/>. Acesso em: 16/07/2017.

VOLONTÉ, Christophe. Boards: Independent and committed directors? **International Review of Law and Economics**, 41. 2015. Disponível em: 10.1016/j.irl.2014.10.002. Acesso em: 15/07/2017.

WANG, Cong; XIE, Fei; ZHU, Min. Industry Expertise of Independent Directors and Board Monitoring. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 50, No. 5, pp. 929–962. 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2230911. Acesso em: 15/07/2017.

WILLIS TOWERS WATSON. **The world's 300 largest pension funds – year ended 2015**. Disponível em: <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/09/The-worlds-300-largest-pension-funds-year-ended-2015>. Acesso em 15/07/2017.

WU, Xiaohui; LI, Hui. **Board independence and the quality of board monitoring: evidence from China**. Emerald Group Publishing Limited, Vol. 11, pp. 308-328. 2015. Disponível em: <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IJMF-07-2014-0101>. Acesso em: 16/07/2017.