

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

DANIEL WARTCHOW

**GOVERNANÇA DE FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS E A RENTABILIDADE
DOS RESPECTIVOS INVESTIMENTOS**

São Leopoldo

2017

Daniel Wartchow

GOVERNANÇA DE FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS E A RENTABILIDADE
DOS RESPECTIVOS INVESTIMENTOS

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

São Leopoldo

2017

W296g

Wartchow, Daniel.

Governança de fundos de pensão brasileiros e a rentabilidade dos respectivos investimentos / Daniel Wartchow. – 2017.

119 f. : il. (algumas color.) ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2017.

“Orientadora: Prof^a. Dr^a. Clea Beatriz Macagnan”.

1. Mercado de capitais. 2. Previdência privada. 3. Fundos de pensão. I. Título.

CDU 336.76

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

(Bibliotecária: Bruna Rosa de Sant’Anna – CRB 10/2360)

Daniel Wartchow

GOVERNANÇA DE FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS E A RENTABILIDADE
DOS RESPECTIVOS INVESTIMENTOS

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em 12 de Janeiro de 2017.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Isabel Costa Lourenço – ISCTE-IUL

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy – UNISINOS

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – UNISINOS

AGRADECIMENTOS

À Deus por ter me dado a força necessária durante essa caminhada.

Aos meus pais, por sempre terem me incentivado aos estudos e dado suporte para
que chegasse até aqui.

À minha esposa, pela compreensão e apoio durante esse período.

À minha orientadora, professora Dra. Clea B. Macagnan, pelos ensinamentos,
conhecimentos transmitidos e orientação durante todo o mestrado.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
UNISINOS, que muito me ensinaram e contribuíram para meu desenvolvimento
durante o curso.

Aos meus colegas, que ao longo do curso compartilharam seu conhecimento,
experiências, alegrias e angústias.

À CAPES (Coordenação de aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo
apoio financeiro.

À UNISINOS.

RESUMO

Os ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) brasileiras, também denominadas fundos de pensão, são formados por contribuições financeiras de seus patrocinadores ou instituidores e seus de participantes. Tais recursos são administrados por uma estrutura de governança estabelecida pela legislação e recomendações de órgãos públicos. Esta estrutura de governança visa mitigar conflitos de interesses, com vistas a eficiência econômico-financeira das EFPC, possibilitando a geração de resultado aos participantes. Assim, o objetivo deste estudo foi analisar se existe relação positiva entre o nível de governança e a rentabilidade das EFPC brasileiras. A amostra da pesquisa contempla 141 EFPC brasileiras, com evidências que compreendem os exercícios de 2011 a 2014, reunindo um total de 423 observações. Foi realizada a análise com o uso da técnica de análise de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), com dados empilhados. A variável dependente é a rentabilidade, representada pelo Retorno sobre os Investimentos (RI), e a variável explicativa o nível de governança. O nível de governança foi medido através de um índice construído com um total de 33 indicadores representativos de práticas de governança. Esses indicadores de governança foram estabelecidos através de uma revisão da legislação brasileira sobre EFPC, orientações e recomendações de órgãos públicos e na literatura sobre o tema. Foram incluídas no modelo também variáveis de controle, as quais foram apontadas na literatura revisada como influenciadores do desempenho econômico financeiro. As evidências para todas variáveis foram coletadas dos estatutos e relatórios anuais das EFPC disponibilizados em suas páginas eletrônicas na Internet. O resultado dessa pesquisa indica uma relação positiva entre rentabilidade e governança das EFPC. Ou seja, EFPC com melhores níveis de governança têm melhor rentabilidade dos investimentos. Este estudo poderá contribuir para que participantes e assistidos compreendam melhor a importância da governança nas EFPC e influenciar o maior uso de práticas de governança por estas entidades.

Palavras-chave: Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Governança. Rentabilidade dos investimentos.

ABSTRACT

The assets of Brazilian private pension funds (PPFs) are formed by the financial contributions of its sponsors or its founders, as well as of its participants. These fund's governance structure is established by law and regulated by public agencies. This governance structure aims to mitigate conflicts of interest, towards improved economic and financial efficiency of the PPF. Thus, the objective of this study is to examine whether there is a positive relationship between the level of governance and the profitability of the Brazilian PPFs. The research sample includes 141 Brazilian PPF, with data covering the years 2011 to 2014, resulting on a total of 423 observations. The analysis of the research problem was performed through Generalized Least Squares (GLS) technique, for pooled data. The dependent variable is the PPF's profitability, with the PPF's Return on Investments (RI) as proxy. The explanatory variable of interest is the level of governance. The level of governance was measured by an index constructed by a total of 33 indicators representative of governance practices. These governance indicators were established through a review of the Brazilian legislation on PPFs, guidelines and recommendations of public agencies and literature on the subject. Data was collected from PPFs statutes and annual reports, available on their web pages. The result of this research indicates a positive relationship between profitability and governance of PPFs. That is, PPFs with better levels of governance have better return on investments. This study may contribute to the understanding of participants and beneficiaries on the importance of governance in PPFs and, hopefully, foster a greater use of governance practices by these entities.

Keywords: Private supplementary pension entities. Governance. Investment performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura do sistema de previdência no Brasil	19
Figura 2 – Fluxograma de elaboração do Índice de Governança.....	46

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Quantidades de indicadores atendidos e quantidades de EFPC que atenderam a esses indicadores.....	54
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – <i>Stakeholders</i> das EFPC	21
Quadro 2 – Relação das 10 maiores EFPC do Brasil, segundo os seus ativos (em milhões de reais)	23
Quadro 3 – Limites máximos para aplicação dos recursos por plano das EFPC	24
Quadro 4 – Diretrizes da OECD para governança em EFPC	30
Quadro 5 – Variáveis da pesquisa	44
Quadro 6 – Variáveis de controle	46
Quadro 7 – Distribuição do número de EFPC segundo critério de volume de recursos no ativo total	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Análise descritiva da rentabilidade dos investimentos das EFPC por ano	51
Tabela 2 – Análise descritiva do índice de governança das EFPC por ano	52
Tabela 3 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC que atenderam a esses indicadores por ano	55
Tabela 4 – EFPC com melhores índices de governança em 2011.....	55
Tabela 5 – EFPC com melhores índices de governança em 2012.....	56
Tabela 6 – EFPC com melhores índices de governança em 2013.....	56
Tabela 7 – EFPC com melhores índices de governança em 2014.....	57
Tabela 8 – Análise descritiva das variáveis de controle quantitativas.....	57
Tabela 9 – Correlação entre as variáveis.....	58
Tabela 10 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com todas as variáveis	60
Tabela 11 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com variáveis omitidas	61
Tabela 12 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Estrutura de governança	62
Tabela 13 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Riscos e seu monitoramento	63
Tabela 14 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Divulgação e sistema de informações	64

LISTA DE SIGLAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
BACEN	Banco Central do Brasil
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EAPC	Entidades Abertas de Previdência Complementar
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
MPS	Ministério da Previdência Social
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
RPC	Regime de Previdência Complementar
RPPSP	Regimes Próprios de Previdência dos Servidores Públicos
SPPS	Secretaria de Políticas de Previdência Complementar
SRF	Secretaria da Receita Federal
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
1.3 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA	16
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	17
2 REVISÃO DE LITERATURA	19
2.1 REVISÃO DE LITERATURA TEÓRICA	19
2.1.1 O Sistema Previdenciário Brasileiro e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar	19
2.1.2 Conflito de interesses em EFPC	27
2.1.3 Governança nas EFPC	28
2.2 LITERATURA EMPÍRICA E HIPÓTESE FORMULADA	36
3 METODOLOGIA	44
3.1 MODELO DE REGRESSÃO E VARIÁVEIS	44
3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE EVIDÊNCIAS	48
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	51
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE	51
4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVA E DE CONTROLE	52
4.3 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS	58
4.4 ANÁLISE DA REGRESSÃO	59
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	66
REFERÊNCIAS	68
APÊNDICE A	73
APÊNDICE B	76
APÊNDICE C	79
APÊNDICE D	82
APÊNDICE E	85
APÊNDICE F	87
APÊNDICE G	101
APÊNDICE H	114

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais representa uma possibilidade de financiamento para as empresas. Ao abrir seu capital e colocá-lo para negociação em uma bolsa de valores, a empresa cria a possibilidade de qualquer interessado adquirir uma porção de seu capital social (ação). Tal comprador (investidor) fará jus a participação proporcional nos resultados, podendo inclusive influenciar na gestão da empresa, dependendo da quantidade de participação adquirida ou dos acordos que fizer com outros acionistas.

Dentre os investidores do mercado de capitais estão as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão. Conforme publicado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) em sua 6ª Série de estudos, as 272 EFPC contempladas no estudo possuíam ativos que somados importavam em R\$ 696,761 bilhões em dezembro de 2014. Destes, aproximadamente R\$ 165,589 bilhões eram investidos em renda variável. Esta quantia representa 7,4% da soma do valor de mercado de todas 363 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA na mesma data, demonstrando a importância dessas entidades no mercado de capitais brasileiro.

Além de sua importância como investidores institucionais, as EFPC também tem importância social, pois seus participantes esperam receber futuros benefícios previdenciários. Para que as EFPC consigam honrar com suas obrigações junto aos participantes, é necessário o cumprimento da meta atuarial. Logo, é essencial a boa gestão de seus recursos.

Portanto, a boa gestão dos ativos das EFPC é indispensável visto a quantidade de recursos que elas controlam e sua importância para a economia e como agentes previdenciários. Tal gestão é exercida com auxílio de práticas de governança obrigatórias e voluntárias. As práticas obrigatórias são aquelas estabelecidas em leis e resoluções, já as práticas voluntárias são as recomendadas pela legislação, por órgãos públicos e estudos sobre governança.

Nesse contexto, esta pesquisa tem por objeto de estudo a relação entre o nível de governança das EFPC brasileiras e a sua rentabilidade. Para tanto foram estudadas 141 EFPC, as quais restaram na amostra final depois de retiradas as entidades que não haviam páginas eletrônicas disponíveis na Internet ou não haviam o estatuto, relatório anual ou dados contábeis disponíveis na página eletrônica. Também foram excluídas as três maiores EFPC da amostra. O resultado indica que

não se pode deixar de aceitar a hipótese de que a rentabilidade está relacionada ao nível de governança da respectiva EFPC. A seguir, são apresentados o problema de pesquisa, os objetivos, a relevância e a justificativa do estudo.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Os ativos das EFPC são formados pelas contribuições financeiras de seus patrocinadores ou instituidores e das pessoas (participantes), estes últimos visando recebimento de aposentadorias no futuro. Para que as EFPC cumpram a obrigação de pagamento de aposentadorias aos participantes no futuro, a gestão de seus ativos precisa cumprir a meta atuarial. Porém, o fato dos gestores das EFPC não serem os proprietários dos ativos cria a possibilidade de conflito de interesses.

As EFPC estão expostas ao problema do conflito de interesses entre gestores, patrocinadores e os participantes, pois os custos oriundos das decisões não recaem sobre os tomadores das decisões. Portanto, o gestor poderia tomar determinada decisão de investimento visando algum benefício particular, como por exemplo o recebimento de alguma vantagem do corretor do fundo de investimentos do qual adquirir cotas. O patrocinador também poderia influenciar a gestão por interesses próprios através dos conselheiros por ele indicados. Um exemplo seria a intercessão pela compra de ações de empresas pertencentes ao grupo empresarial do patrocinador. Nos dois casos apresentados, gestores e patrocinadores agem visando interesses particulares e não no interesse dos participantes, que é a geração de resultado. Para abrandar a emergência de conflitos de interesses e conseqüentemente auxiliar na geração de um superávit atuarial é estabelecido um sistema de governança para as EFPC.

Entretanto, ao mesmo tempo que o sistema de governança poderia contribuir para a gestão, o mesmo acarreta custos. Porém, espera-se que os benefícios da adoção das práticas de governança superem seus custos, o que é confirmado por algumas pesquisas. Os estudos de Useem e Mitchell (2000) e Ammann e Zingg (2010) indicam que há relação positiva entre a adoção de práticas de governança e o desempenho financeiro das EFPC. Considerando os resultados das pesquisas citadas, a possibilidade de conflito de interesses e a adoção de práticas de governança pelas EFPC, formula-se a seguinte questão que norteia esta pesquisa: Existe relação entre o nível de governança e a rentabilidade das EFPC brasileiras?

Visando responder a este problema de pesquisa, no próximo item são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos do estudo.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar se existe relação positiva entre o nível de governança e a rentabilidade das EFPC brasileiras.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo principal proposto, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) criar indicadores representativos de sistema de governança das EFPC brasileiras;
- b) identificar o nível de governança das EFPC brasileiras.

1.3 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA

Visto a quantidade de recursos que as EFPC controlam, cujos investimentos em renda variável representaram 7,4% do valor de mercado de todas as empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA em 31 de dezembro de 2014, fica evidente a importância destas entidades para a economia brasileira. Além deste fato, a necessidade das EFPC atingirem a meta atuarial para cumprirem suas obrigações com seus participantes tornam relevantes estudos relacionados a rentabilidade destas entidades. Diversos estudos, os quais serão apresentados na sequência, encontraram relação positiva entre a adoção de práticas de governança pela EFPC e sua rentabilidade. Desta forma, ao confirmar uma relação positiva entre governança e rentabilidade, este estudo pode auxiliar as EFPC a cumprirem suas obrigações com os futuros beneficiários.

Através da revisão de literatura empírica foram encontrados estudos realizados sobre EFPC de fora do Brasil que acharam relação positiva entre práticas de governança e rentabilidade, sendo eles: Useem e Mitchell (2000), Benson, Hutchinson e Sriram (2011), Ammann e Zingg (2010), Kowalewski (2012), Jackowicz e

Kowalewski (2012) e Blake *et al.* (2013). Estes estudos analisaram amostras de EFPC dos Estados Unidos, Austrália, Suíça, Polônia e Reino Unido.

Em relação a pesquisas com EFPC do Brasil, as mais próximas deste estudo são: Torres e Santos (2008), Silva, Moreira e Motta (2009) e Pereira (2013). Torres e Santos (2008) estudaram a influência das práticas de governança corporativa na rentabilidade acima da meta atuarial das EFPC no ano de 2005. Silva, Moreira e Motta (2009) pesquisaram o impacto da aplicação em ativos internacionais no desempenho das EFPC brasileiras. Pereira (2013) estudou os reflexos da redução da taxa de juros da economia para as EFPC brasileiras, concluindo que estas precisam assumir maior risco para honrarem seus compromissos atuariais.

Dos estudos revisados nenhum analisou a relação do nível de governança das EFPC brasileiras com a rentabilidade dos seus investimentos. Este fato justifica a realização deste estudo, permitindo o melhor entendimento da problemática. Assim, ao estudar sobre a governança em EFPC de um país latino-americano, esta pesquisa corrobora com estudos acadêmicos internacionais, visto que as pesquisas revisadas sobre o tema concentram-se em amostras de países anglo-saxões e europeus. Contribui ainda na compreensão da importância da governança no desempenho das EFPC, entidades estas muito importantes para o país pelo aspecto previdenciário e como investidores institucionais, podendo influenciar na alteração da legislação que rege estas entidades visando a maior aderência as práticas de governança. Essa dissertação é parte integrante do grupo de pesquisa sobre governança, registrado no CNPq, coordenado pela professora Dra. Clea Beatriz Macagnan.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Quanto as delimitações do presente estudo, o mesmo considerou apenas dados referentes aos indicadores de governança selecionados, não considerando outras informações. O índice de governança construído não diferencia práticas de governança obrigatórias e voluntárias, analisando apenas se estas constam nos relatórios anuais e estatutos publicados nas páginas eletrônicas das EFPC. A análise das evidências limitou-se aos relatórios anuais e estatutos, não se utilizando, por exemplo, de informações das páginas eletrônicas das EFPC disponíveis na Internet, pois pretendia-se identificar as práticas de governança adotadas em cada um dos

quatro anos da amostra. Por fim, também não foi verificada a veracidade das informações evidenciadas.

A presente dissertação está estruturada em cinco capítulos, sendo o primeiro a introdução, composta pela contextualização, problema de pesquisa, objetivos, justificativa e relevância. O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura, sendo dividido em subcapítulos, os quais abordam o sistema previdenciário brasileiro e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, o conflito de interesses e a governança nas EFPC, uma revisão de literatura empírica e o desenvolvimento da hipótese. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia adotada na pesquisa, o quarto capítulo expõem os resultados do estudo e o quinto capítulo as considerações finais da pesquisa. Ao final são apresentadas as referências utilizadas para o desenvolvimento desta dissertação e os apêndices.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Para fundamentar a pesquisa sobre a relação da governança e a rentabilidade das EFPC, nesse capítulo é apresentado: o sistema previdenciário brasileiro com foco nas EFPC, o conflito de interesses nestas entidades e a revisão de pesquisas sobre fundos de pensão de outros países e do Brasil. Finaliza-se este capítulo com a formulação da hipótese.

2.1 REVISÃO DE LITERATURA TEÓRICA

A revisão de literatura teórica deste estudo abordará o sistema previdenciário brasileiro, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, o conflito de interesses e o sistema de governança das EFPC.

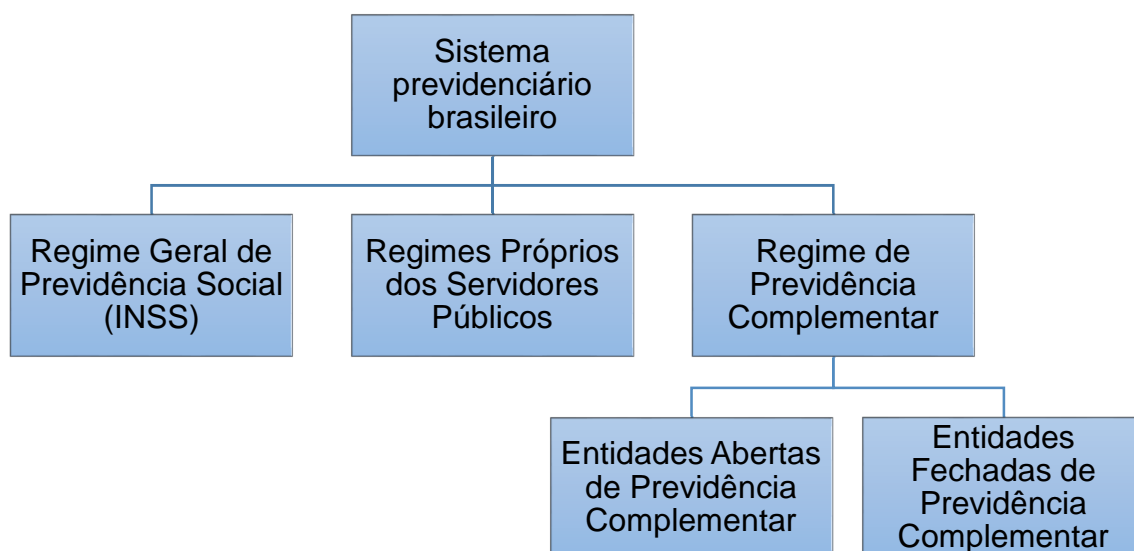
2.1.1 O Sistema Previdenciário Brasileiro e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar

O sistema previdenciário brasileiro está estruturado em três pilares: Regime Geral de Previdência Social (RGPS); Regimes Próprios de Previdência dos Servidores Públicos (RPPSP) e Regime de Previdência Complementar (RPC). Os dois primeiros regimes são de carácter obrigatório e operados por órgãos públicos. Estes recolhem contribuições e pagam benefícios aos aposentados e pensionistas dentro do mesmo exercício financeiro, caracterizando regime de caixa (ABRAPP, 2010).

O terceiro pilar do sistema previdenciário brasileiro, a previdência complementar, tem carácter facultativo e proporciona ao trabalhador um complemento de renda no futuro. As entidades deste regime recolhem contribuições, aplicam o patrimônio acumulado e pagam benefícios aos assistidos, caracterizando regime de capitalização (ABRAPP, 2010).

Além disso, a Previdência Complementar é de natureza privada e possui dois segmentos: a previdência fechada, formada pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPCs ou Fundos de Pensão, e a previdência aberta, composta pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar – EAPCs (ABRAPP, 2010). A Figura 1 expõe a estrutura da previdência social no Brasil.

Figura 1 – Estrutura do sistema de previdência no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor com base em ABRAPP (2010).

Os dois segmentos da previdência complementar possuem características próprias. As EAPCs são constituídas sob a forma de sociedade anônima, de natureza contratual, com fins lucrativos, acessível a qualquer pessoa física, possuindo planos individuais ou coletivos e estando normalmente vinculadas à área de seguros das instituições financeiras. O funcionamento destas entidades é normatizado pelo Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP e a fiscalização é realizada pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, a qual está vinculada ao Ministério da Fazenda (ABRAPP, 2010).

Já as EFPCs são entidades organizadas sob a forma de fundação ou de sociedade civil, sem fins lucrativos, tendo como objetivo a administração e a execução de planos de benefícios de natureza previdenciária. Seus planos são acessíveis apenas aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas, aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes estes denominados patrocinadores. Podem estar acessíveis também aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores (artigo 31, caput, incisos I e II, §1; artigo 32, Lei Complementar 109/2001).

Caso o vínculo empregatício com o patrocinador ou associativo com o instituidor cesse antes da aquisição do direito ao benefício pleno, o participante da EFPC deverá optar entre quatro possibilidades: requerer o benefício proporcional diferido; requisitar a portabilidade do direito acumulado para outro plano; resgatar a totalidade das contribuições realizadas pelo participante, descontado a parcela do

custeio administrativo; ou manter o valor de sua contribuição e a do patrocinador (artigo 14, incisos I ao IV, Lei Complementar 109/2001).

Duas leis complementares regulamentam as EFPC no Brasil, a 108 e a 109, ambas de 29 de maio de 2001. A primeira “Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar”, sendo classificadas essas EFPC como de patrocínio público. Já a Lei complementar 109 dispõe sobre o regime de previdência complementar como um todo, tanto as EFPC quanto as EAPC.

A normatização das EFPC é realizada pelo Conselho Nacional da Previdência Complementar – CNPC e a fiscalização e supervisão pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, sendo ambos órgãos vinculados ao Ministério da Previdência Social brasileiro (ABRAPP, 2010).

O principal compromisso das EFPC é administrar planos privados de concessão de benefícios complementares de aposentadoria aos empregados das patrocinadoras, ou associados ou membros das instituidoras. Os empregados ou associados que aderirem a previdência complementar são denominados de participantes (ABRAPP, 2010). Porém, as consequências de uma má gestão das EFPC afetam não apenas os participantes, mas também todos os que tenham interesses vinculados aos mesmos, denominados de público de interesse ou *stakeholders*. A seguir, apresenta-se um quadro resumo dos *stakeholders* das EFPC.

Quadro 1 – *Stakeholders* das EFPC (Continua)

Stakeholder	Descrição
ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, congrega e representa as EFPC junto a sociedade civil e ao governo.
Patrocinador	Financiam parte ou a totalidade dos planos de benefícios oferecidos aos seus funcionários e geridos pelas EFPC.
Instituidor	Pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial que oferecem planos de benefícios aos seus associados ou membro.
Participante ativo	Aderem aos planos das EFPC, podendo realizar contribuições aos planos e acompanhar os resultados da gestão, porém ainda não recebe os benefícios.
Participante assistido	Aderiu ao plano por determinado período de tempo, e atualmente usufrui dos benefícios.
Dependentes/ Beneficiários	Pessoas indicadas ou diretamente ligadas aos participantes, que terão direito a benefícios em situações previstas nos regulamentos.

Stakeholder	Descrição
Associados/Cooperados	Aderem aos planos oferecidos pelos instituidores.
Conselhos	Definem a política geral de administração (Conselho Deliberativo) e fiscalização (Conselho Fiscal) das EFPC e seus planos de benefícios.
Funcionários	Têm vínculo empregatício com as EFPC.
Dependentes	Pessoas diretamente ligadas aos funcionários.
Fornecedores/ Prestadores de serviços	Fornecem as EFPC seus produtos e serviços.
Ministério da Previdência Social – MPS	Administra a Previdência Social, tem missão de “garantir proteção ao trabalhador e sua família, por meio de sistema público de política previdenciária solidária, inclusiva e sustentável, com o objetivo de promover o bem-estar social”.
Secretaria de Políticas de Previdência Complementar – SPPC	Assiste ao MPS na formulação e no acompanhamento das políticas e diretrizes de previdência complementar.
Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC	É o novo órgão regulador do regime de previdência complementar operado pelas EFPC. Nova denominação do Conselho de Gestão da Previdência Complementar.
Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC	Normatiza e coordena as atividades de fiscalização, as operações e aplicações de penalidades as EFPC. Órgão fiscalizador do Sistema de Previdência Complementar.
Câmara de Recursos de Previdência Complementar – CRPC	Órgão colegiado, que aprecia e julga recursos interpostos contra decisões da Diretoria Colegiada da PREVIC referentes a autos de infração e lançamentos da Taxa de Fiscalização e Controle da Previdência Complementar (Tafic).
Ministério da Fazenda	Órgão que cuida da formulação e execução da política econômica.
Banco Central do Brasil – BACEN	Autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, e principal autoridade monetária do país.
Conselho Monetário Nacional – CMN	Estabelece diretrizes de investimento dos recursos administrados pelas EFPC.
Comissão de Valores Mobiliários – CVM	Autarquia federal que disciplina e fiscaliza o mercado de valores mobiliários.
Secretaria da Receita Federal – SRF	Órgão federal responsável pela arrecadação de tributos.
Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF	Disciplina, aplica penas administrativas, recebe, examina e identifica ocorrências suspeitas de atividades ilícitas relacionadas à lavagem de dinheiro.
Agentes dos mercados de valores mobiliários, imobiliários e financeiro	Operam parte dos recursos das EFPC, estudando, negociando e realizando investimentos. Instituições financeiras, membros das bolsas de valores e credenciados pelo BACEN.
Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – SINDAPP	Estuda, coordena, protege e representa legalmente as EFPC. (Conclusão)
Instituto de Certificação dos Profissionais de Seguridade Social – ICSS	Voltado a pesquisa, fomento e difusão da cultura de qualificação e certificação profissional do Sistema de Seguridade Social, nas suas diferentes áreas.
Empresas participadas	Recebem investimentos das EFPC.
Stakeholders das participadas	Grupos de interesse que podem impactar ou ser impactados pelas Empresas Participadas.

Stakeholder	Descrição
Mídia	Meios de comunicação em geral que mantém a população informada e estão atentos as atividades das EFPC.
Opinião pública	A opinião geral da sociedade sobre as EFPC.
Meio ambiente	Recursos naturais e ambientais construídos, sujeitos as intervenções das EFPC e seus grupos de interesse.

Fonte: elaborado pelo autor com base em ABRAPP (2010).

Como pode-se observar no Quadro 1, é extensa a lista de *stakeholders* das EFPC, possuindo cada um seus próprios interesses na entidade, o que pode acarretar em conflitos de interesses. Patrocinadores e instituidores podem preferir que a EFPC invista em determinadas empresas, visando algum benefício particular. Participantes, dependentes e associados estão interessados no desempenho da EFPC visando o recebimento de benefícios previdenciários. Órgãos públicos de regulamentação, fiscalização e controle visam assegurar os direitos dos participantes, como também controlar a atuação das EFPC no mercado, visto a grande quantidade de recursos que administram.

Conforme estatísticas do quarto trimestre de 2014 divulgadas pela PREVIC (2014), o Brasil possui 317 EFPC, sendo destas 20 de patrocínio de instituidor, 210 de patrocínio privado e 87 de patrocínio público. As 317 EFPC juntas possuem um ativo total de R\$ 704.175 bilhões. O Quadro 2 apresenta as dez maiores EFPC do Brasil, segundo seus ativos.

Quadro 2 – Relação das 10 maiores EFPC do Brasil, segundo os seus ativos (em milhões de reais)

Pos	EFPC	Ativos	%	Patrocínio Predominante
1	PREVI/BB	168.539	23,9	Pública Federal
2	PETROS	80.606	11,4	Pública Federal
3	FUNCEF	56.601	8,0	Pública Federal
4	FUNCESP	24.012	3,4	Privada
5	ITAU UNIBANCO	19.832	2,8	Privada
6	VALIA	18.222	2,6	Privada
7	SISTEL	14.739	2,1	Privada
8	FORLUZ	13.373	1,9	Pública Estadual
9	REAL GRANDEZA	12.366	1,8	Pública Federal
10	BANESPREV	12.346	1,8	Privada
Total 10+		420.637	59,7	
Total Geral		704.175	100	

Fonte: Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (2014).

Como pode-se observar no Quadro 2, as dez maiores EFPC brasileiras administram quase 60% do total geral de ativos de todas as 312 EFPC do Brasil. Entre estas, destaca-se a Previ/BB, que sozinha possui 23,7% do total geral de ativos,

representando mais que o dobro do total de ativos do segundo colocado, a Petros. Quanto ao patrocínio das dez maiores EFPC segundo total de ativos, cinco são de patrocínio público e cinco de patrocínio privado. Porém, as três maiores EFPC são de patrocínio público e juntas participam em 42,9% do total de ativos das EFPC brasileiras. Desta forma, verifica-se uma grande concentração de ativos nestas três EFPC.

Quanto a aplicação dos recursos administrados pelas EFPC brasileiras, as mesmas precisam obedecer diretrizes de aplicação estabelecidas pela Resolução 3.792 de 24 de setembro de 2009, do Banco Central do Brasil. O Quadro 3 apresenta os limites máximos de alocação de recursos por segmento em porcentagem dos recursos de cada plano de benefícios.

Quadro 3 – Limites máximos para aplicação dos recursos por plano das EFPC

(Continua)

Segmento	Limite máximo	Tipos de investimentos
Renda fixa	100%	Títulos da dívida pública mobiliária federal brasileira;
	80% do total e 20% por modalidade	Cédulas de crédito bancário (CCB); certificados de cédulas de crédito bancário (CCCB); notas promissórias; notas de crédito à exportação (NCE); cédulas de crédito à exportação (CCE); cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC); cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC); certificados de recebíveis imobiliários (CRI); cédulas de crédito imobiliário (CCI); cédulas de produto rural (CPR), certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e warrant agropecuário (WA); conjunto dos demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas, excetuando-se as debêntures, ou de companhias securitizadoras.
Renda variável	70%	Ações de emissão de companhias abertas do Novo Mercado da BM&FBovespa;
	60%	Ações de emissão de companhias abertas do Nível 2 da BM&FBovespa;
	50%	Ações de emissão de companhias abertas do Bovespa Mais da BM&FBovespa;
	45%	Ações de emissão de companhias abertas do Nível 1 da BM&FBovespa;
	35%	Ações de emissão de companhias abertas não classificadas anteriormente, e contas de fundos de índice referenciados em ações negociadas em bolsa de valores;
	20%	Títulos e valores mobiliários de emissão de Sociedades de Propósito Específico (SPE);
	3%	Demais investimentos classificados em renda variável.
Investimentos estruturados	20% do total e 10%	Cotas de fundos de investimentos imobiliários;

Segmento	Limite máximo	Tipos de investimentos
	por modalidade	Cotas de fundos de investimentos classificados como multimercado.
Investimentos no exterior	10%	Ativos emitidos no exterior pertencentes às carteiras de fundos constituídos no Brasil; Cotas de fundos de investimentos classificados como dívida externa; Cotas de fundos de índice do exterior negociados em bolsa de valores do Brasil; Certificados de depósitos de valores mobiliários com lastro em ações de companhia aberta com sede no exterior; Ações de companhias estrangeiras sediadas no Mercosul.
Imóveis	8%	Empreendimentos imobiliários, imóveis para aluguel e renda, e outros imóveis.
Operações com participantes	15%	Empréstimos e financiamentos imobiliários feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos.

Fonte: elaborado pelo autor com base na Resolução 3.792/2009 do BACEN.

Além dos limites apresentados no Quadro 3, a EFPC deve observar ainda os seguintes limites de alocação de recursos de cada plano por emissor (artigo 41 da Resolução 3.792/2009):

- I. 100% se o emissor for o Tesouro Nacional do Brasil;
- II. 20% se o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo BACEN;
- III. 10% se o emissor for tesouro estadual ou municipal, companhia aberta, organismo multilateral, companhia securitizadora, patrocinador do plano de benefícios, SPE e fundo de investimento em direitos creditórios, índice, classificados como investimentos estruturados ou investimentos no exterior;
- IV. 5% se o emissor não estiver incluído nos itens anteriores.

Deve a EFPC observar ainda, considerando a soma dos recursos por ela administrados, o limite de 25% (artigo 42 da Resolução 3.792/2009):

- I. do capital total de uma mesma companhia aberta ou SPE;
- II. do capital votante de uma mesma companhia aberta;
- III. do patrimônio líquido de uma mesma instituição financeira autorizada pelo BACEN;
- IV. do patrimônio líquido de um mesmo fundo de índice, ou fundo de investimento classificado como investimento estruturado ou investimentos no exterior;
- V. do patrimônio separado constituído nas emissões de certificados de recebíveis com a adoção de regime fiduciário.

Tais limites na aplicação de recursos pelas EFPC visam reduzir os riscos de crédito, de mercado e de liquidez assumidos pelas mesmas, pois às obriga a diversificarem suas carteiras investindo em diferentes segmentos e em títulos de diferentes emissores. O único tipo de investimento em que as EFPC podem investir 100% dos seus recursos são os títulos da dívida pública mobiliária federal brasileira, por serem considerados de baixo risco. Conforme Torres e Santos (2008) a limitação do montante de investimentos realizados pelos gestores das EFPC visa proteger os contribuintes e diminuir a independência do gestor em relação a política de investimentos.

Em relação aos planos de benefícios que as EFPC administram, elas podem ser classificadas em: **plano comum**, quando administram um plano ou conjunto de planos acessíveis a todos participantes; ou como **multiplano**, quando administram um plano ou conjunto de planos para diversos grupos de participantes com independência patrimonial (artigo 34, incisos I, alínea a e b, Lei Complementar 109/2001). Logo, pelo fato de no multiplano ocorrer a independência patrimonial entre grupos de participantes, a possibilidade do conflito de interesses é menor que no plano comum.

As EFPC podem também ser classificadas em relação aos patrocinadores ou instituidores em: **singulares**, quando vinculados a apenas um patrocinador ou instituidor; ou **multipatrocinados**, quando congregam mais de um patrocinador ou instituidor (artigo 34, incisos II, alínea a e b, Lei Complementar 109/2001). Pelo fato das EFPC multipatrocinadas possuírem mais de um patrocinador ou instituidor, os quais podem ter interesses distintos, a possibilidade de conflito de interesses nestas entidades é maior.

Ainda em relação aos planos de benefícios, as EFPC podem administrar diferentes modalidades de planos. O parágrafo único do artigo 7 da Lei Complementar 109 estabelece que o “órgão regulador e fiscalizador normatizará planos de benefícios nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável”. Para tal, foi emitida a resolução CGPC 16 em 22 de novembro de 2005, a qual estabelece as seguintes regras para classificação dos planos de benefícios:

- I. Benefício definido (BD): os benefícios programados têm valor ou nível previamente estabelecidos, sendo o custeio determinado atuarialmente, de forma a assegurar sua concessão e manutenção;

- II. Contribuição definida (CD): os benefícios programados têm valor permanentemente ajustado ao saldo de conta mantido em favor do participante, inclusive na fase de percepção de benefícios;
- III. Contribuição variável (CV): os benefícios programados apresentam a conjugação das características das duas modalidades anteriores.

Como pode-se observar, cada uma destas modalidades de planos de benefícios tem particularidades. Devido a tais particularidades e o fato das EFPC administrarem recursos de terceiros, poderá surgir o conflito de interesses, o qual será discutido na próxima seção.

2.1.2 Conflito de interesses em EFPC

Os conflitos de interesses entre proprietários e gestores não são exclusivos das grandes empresas de capital aberto, ocorrendo também em outras organizações, como é o caso das EFPC. Conforme Clark e Urwin (2008), o conflito de interesses em EFPC é muitas vezes mais complexo que nas empresas. Para justificar tal afirmação, os autores citam os seguintes fatos: nas EFPC há mais de um principal (participantes e patrocinadores); a dificuldade dos beneficiários das pensões (principais) de monitorarem os administradores (agentes); a possibilidade de haver uma extensa rede de agentes, com motivações e recompensas diferentes.

Drew e Stanford (2003) pesquisaram as EFPC da Austrália e identificaram cinco possíveis tipos de conflitos de interesses entre o principal e o agente, os quais podem ocorrer entre: associado e empregador; associado e sindicato; associado e conselheiros; conselheiros e consultor de investimentos; conselheiros e gestores da EFPC. O conflito entre associado e empregador ocorre pelo fato do último indicar conselheiros, sendo que estes não estão sujeitos a influência dos associados e podem tomar decisões que beneficiam quem os indicou. Já o conflito entre associado e sindicato ocorre pelo fato dos sindicatos australianos participarem da escolha do fundo, podendo preferir canalizar recursos para o fundo da empresa em troca de contribuições sindicais. Quanto ao conflito entre associado e conselheiros, os segundos determinam sua própria remuneração e despesas, não sendo obrigados a divulgá-las, além de poderem ser removidos apenas sob condições extremas. Tais condições favorecem a ação dos conselheiros em benefício próprio.

Na relação conselheiros e consultor de investimentos, os últimos incorrem em custos para demonstrar que estão alinhados aos interesses dos primeiros, podendo ser removidos por estes. De forma semelhante, no quinto conflito identificado por Drew e Stanford (2003), os gestores das EFPC também incorrem em custos para demonstrar que estão alinhados aos interesses dos conselheiros e podem ser removidos por estes. Em ambos os casos os conselheiros influenciam o agente (consultor de investimentos e gestores das EFPC, respectivamente).

Em estudo sobre a governança das EFPC do Reino Unido, Cocco e Volpin (2007) encontraram evidências de conflito de interesses: os conselheiros sendo também diretores da empresa patrocinadora, agiam no interesse dos acionistas do patrocinador e não necessariamente no interesse dos associados da EFPC. Além disto, o estudo encontrou também que empresas mais alavancadas e com mais conselheiros internos fazem contribuições mais baixas para o plano de pensão.

Conforme exposto anteriormente, tanto participantes quanto patrocinadores exercem o papel de principal nas EFPC, caracterizando uma relação múltipla de agência. Nos planos de pensão do modelo contribuição definitiva (CD), o risco dos patrocinadores restringe-se ao impacto negativo na imagem da empresa caso o desempenho do plano seja insuficiente. Já nos planos do modelo benefício definido (BD), o risco é compartilhado entre participantes e patrocinadores, porém sobrecarrega principalmente este último o qual deve registrar em seus demonstrativos contábeis aportes não realizados ou déficit atuarial do plano (FONTES FILHO, 2004). Assim, nos planos do tipo CD há uma tendência maior de conflito de interesses, visto que os riscos não são compartilhados.

Para resolver o problema de conflito de interesses, a empresa precisa de um sistema de governança que crie mecanismos que incentivam o gestor a agir no interesse dos proprietários (JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2012). Na próxima subseção é apresentado o funcionamento da governança das EFPC.

2.1.3 Governança nas EFPC

A governança corporativa é descrita de diferentes formas por diferentes autores. Shleifer e Vishny (1997) a definiram como as maneiras pelas quais os financiadores das empresas garantem a obtenção de um retorno sobre seu

investimento. Já Gillan e Starks (1998, p. 4) a descreveram como um “sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações de uma empresa”.

Gillan (2006) descreve que os mecanismos de governança corporativa fazem parte de dois grupos: internos à empresa e os externos à empresa. Os mecanismos internos Gillan (2006) divide em cinco categorias: conselho de administração; incentivos administrativos; estrutura de capital; estatutos e cartas de normas (medidas anticontrol) e sistema de controle interno. Da mesma forma, divide a governança externa também em cinco grupos: Lei e regulamentos, organizações de autorregulação; mercado 1 (mercado de capitais, mercado de controle corporativo, mercado de trabalho, mercado de produtos); mercado 2 (fornecedores de informações sobre o mercado de capitais); mercado 3 (contabilidade, financeiro e serviços jurídicos externos a empresa) e fontes privadas de supervisão externa (meios de comunicação e ações judiciais).

Entre as diferenças entre os modelos de governança corporativa e a governança de EFPC, além da existência de mais de um principal (participantes e patrocinador), Fontes Filho (2004) descreve que as EFPC poderiam ser denominadas de controladas pelos administradores, pois não há um proprietário que concentre mais de 5% de sua propriedade. Acrescenta ainda que o tipo de controle e propriedade já indicam que os modelos de governança das EFPC devem ser significativamente diferentes dos adotados pelas empresas.

A governança de EFPC envolve o controle gerencial das organizações, sua regulamentação, prestação de contas e supervisão. A regulamentação da governança tem como objetivo básico minimizar os potenciais conflitos de interesses das EFPC. E a boa governança vai além desse objetivo básico, visa proporcionar alto desempenho às EFPC, mantendo custos baixos para todos interessados (STEWART; YERMO, 2008).

A *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) vem discutindo a governança de EFPC desde 2000, com orientações sobre o tema aprovado pelo *Organisation's Working Party on Private Pensions* em 2001 e lançado como Recomendação da OECD em 2005. A partir de então, a governança entrou na agenda política e alguns países tomaram medidas regulamentares, muitas vezes com base nas orientações da OECD, para reforçar a gestão das EFPC (STEWART; YERMO, 2008).

Em 2009, a OECD publicou o OECD *guidelines for pension fund governance*, que estabelece diretrizes para governança em EFPC. O documento é dividido em estrutura de governança e mecanismos de governança, sendo subdividido em vários itens cada parte, conforme Quadro 4.

Quadro 4 – Diretrizes da OECD para governança em EFPC

(Continua)

	Diretriz	Descrição
Estrutura de governança	Identificação de responsabilidades	Deve haver identificação clara e separação de responsabilidades operacionais e de supervisão na governança do fundo de pensão, estando indicados no estatuto social, contrato ou instrumento de confiança.
	Corpo de governança	Cada fundo de pensão deve ter um órgão com poder de administrá-lo, sendo responsável por garantir o cumprimento dos termos do contrato e pela proteção dos interesses dos associados e beneficiários do plano. Este órgão administrativo deve reter a responsabilidade final, mesmo quando houver delegação de certas funções.
	Prestação de contas	O órgão administrativo deve prestar contas aos associados e beneficiários do plano de pensão, seu conselho de supervisão, e as autoridades competentes.
	Adequação	Um membro do órgão administrativo deve estar sujeito a uma mínima adequação a fim de assegurar um elevado nível de integridade, competência, experiência e profissionalismo na gestão do fundo de pensão. Critérios de desqualificação de um indivíduo para direção devem ser claramente definidos no regulamento.
	Delegação e consultoria especializada	O órgão administrativo pode se utilizar de subcomitês e poderá delegar funções ao pessoal interno ou prestadores de serviços externos, quando não dispõe de conhecimentos suficientes para tomar decisões. Em determinadas funções, pode o órgão administrativo ser obrigado pelo regulamento a consultar especialistas ou indicar profissionais, devendo avaliar os pareceres recebidos, sua qualidade e independência, as qualificações e experiências de seus elaboradores.
	Auditor	Um auditor independente da entidade de pensão, do órgão administrativo e do plano de pensão deve ser nomeado pelo órgão ou autoridade competente para uma auditoria periódica. O auditor caso constate fatos que possam ter efeito negativo significativo na situação financeira ou organização administrativa e contábil do fundo de pensão, deve informar o órgão administrativo. Em caso de não haver ação corretiva apropriada, deve informar a autoridade de supervisão e outras pessoas apropriadas.
	Atuário	Um atuário deve ser nomeado pelo órgão ou autoridade competente para todos planos de benefícios do fundo de pensão. O atuário caso constate que o fundo não faz ou é improvável de cumprir os requisitos legais adequados, deve informar o órgão administrativo. Em caso de não haver ação corretiva apropriada, deve informar a autoridade de supervisão e outras pessoas apropriadas sem atraso.
	Custódia	A custódia dos ativos do fundo de pensão pode ser realizada pela entidade de previdência, instituição financeira ou depositário

	Diretriz	Descrição
		independente. O custodiante não deve ser capaz de absolver-se da sua responsabilidade.
Mecanismos de governança	Controles internos com base no risco	Devem haver controles internos adequados para assegurar que todos que tenham responsabilidades operacionais e de supervisão atuem conforme objetivos estabelecidos em estatuto, contrato ou instrumento de confiança. Esses controles podem incluir avaliação de desempenho, mecanismos de compensação, sistemas de informação e processos, procedimentos de gestão de risco e conformidades. Também deve haver um código de conduta e política de conflitos de interesse.
	Relatórios	Canais de comunicação entre todos interessados da governança devem ser estabelecidos para transmissão eficaz e atempada.
	Divulgação	O órgão administrativo deve divulgar informações relevantes para todas partes envolvidas de forma clara, precisa e oportuna.

Fonte: elaborado pelo autor com base em OECD (2009).

Como já citado anteriormente, as EFPC são regulamentadas no Brasil pelas Leis complementares 108 e 109, ambas de 2001. Segundo artigo 35 da Lei Complementar 109/2001, as EFPC devem manter uma estrutura mínima de governança, composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva.

O conselho deliberativo é o órgão máximo das EFPC, sendo responsável pela definição da política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios. O conselho fiscal é um órgão de controle interno da entidade e a diretoria executiva é o órgão responsável pela administração da EFPC, com base na política de administração estabelecida pelo conselho deliberativo (artigos 10, 14 e 19 da Lei Complementar 108/2001).

No parágrafo primeiro do artigo 35 da Lei Complementar 109/2001, fica estabelecido que o “estatuto deverá prever representação dos participantes e assistidos nos conselhos deliberativo e fiscal, assegurando a eles no mínimo um terço das vagas”, não sendo previsto um número máximo de membros. Já para as EFPC de patrocínio público, a Lei Complementar 108/2001 prevê em seu artigo 11 que o conselho deliberativo será integrado por no máximo seis membros, sendo paritária a composição entre representantes dos participantes e assistidos e dos patrocinadores. Quanto ao conselho fiscal, o artigo 15 da mesma lei prevê que o mesmo será integrado por no máximo quatro membros, também sendo paritária a composição entre representantes dos participantes e assistidos e dos patrocinadores. Tal limitação no número máximo de membros nos conselhos das EFPC de patrocínio público está de

acordo com recomendações de estudos empíricos. Kowalewski (2012), por exemplo, encontrou relação negativa entre tamanho do conselho e rentabilidade da EFPC.

Os membros dos três órgãos de governança citados, sejam as EFPC de patrocínio privado ou público, deverão comprovar experiência no exercício de atividades nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria (artigo 35, §3, inciso I, Lei Complementar 109/2001; artigo 18; artigo 20, inciso I, Lei Complementar 108/2001). Tais requisitos legais são apoiados por estudos empíricos que indicaram que o conhecimento profissional dos conselheiros está relacionado com o desempenho da EFPC (JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2012; BARROS; GARCIA, 2007; ANDONOV; HOCHBERG; RAUH, 2016). Além disso, os integrantes dos órgãos de governança também não podem ter sofrido condenação criminal transitada em julgado e não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social ou como servidor público (artigo 35, §3, incisos II e III, Lei Complementar 109/2001; artigo 18; artigo 20, incisos II e III, Lei Complementar 108/2001).

Em relação a diretoria executiva, nas EFPC de patrocínio público, ela deve ser composta por no máximo seis membros e o estatuto da entidade deverá prever a forma de composição e o mandato (artigo 19, §1 e §2, Lei Complementar 108/2001). Para as diretorias-executivas das EFPC de patrocínio privado não há estas previsões legais. Como requisito para ser membro da diretoria executiva de uma EFPC, independente do tipo de patrocínio, além das condições já citadas no parágrafo anterior, exige-se formação de nível superior (artigo 20, incisos IV, Lei Complementar 108/2001; artigo 35, §4, Lei Complementar 109/2001).

Conforme já apresentado anteriormente no tópico sobre o sistema previdenciário brasileiro, o órgão que regulamenta as EFPC no Brasil é o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), antes denominado de Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC). Em 2004, tal órgão emitiu a Resolução CGPC Nº 13, que estabeleceu princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos que devem ser observados pelas EFPC.

Em sua primeira seção, a Resolução CGPC Nº 13/2004 estabelece a estrutura de governança a ser seguida. Coloca que conselheiros, diretores e empregados das EFPC devem manter e promover conduta ética e de integridade, orientada pela defesa dos direitos dos participantes e assistidos, recomendando a instituição de código de ética e conduta. Cita ainda que é imprescindível a competência técnica e gerencial

compatível com a exigência legal, estatutária e a complexidade das funções exercidas em todos níveis da administração. Permite a contratação de serviços especializados de terceiros, em carácter eventual, sendo justificada a sua conveniência e oportunidade. Deve-se observar se as empresas e profissionais contratados têm a qualificação e experiência adequadas, a relação custo-benefício e se não há conflitos de interesses.

Ainda em relação à estrutura de governança, a referida resolução estabelece que o estatuto da EFPC deve prever claramente as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários, além da independência de atuação deles. A resolução citada também possibilita o conselho deliberativo instituir auditoria interna dos controles internos, não podendo ser, porém, o mesmo auditor responsável pela auditoria das demonstrações contábeis. Por fim, em relação à estrutura de governança, a resolução estabelece ainda que “Cabe aos órgãos estatutários, no âmbito de suas competências, zelar pela adequação e aderência da política de investimentos, das premissas e das hipóteses atuariais dos planos de benefícios” (Resolução CGPC Nº 13/2004, art. 8).

Em sua segunda seção, a Resolução CGPC Nº 13/2004 trata dos riscos e do seu monitoramento. Estabelece no artigo 12 que “Todos os riscos que possam comprometer a realização dos objetivos da EFPC devem ser continuamente identificados, avaliados, controlados e monitorados”. Acrescenta ainda que os controles internos também devem continuamente ser reavaliados e aprimorados.

Na terceira seção são tratados a divulgação e os sistemas de informações. É posto que as políticas de investimentos, as premissas e hipóteses atuariais estabelecidas para cada período devem ser divulgadas aos patrocinadores, instituidores e empregados da EFPC, como também aos participantes e assistidos dos planos de benefícios. Os sistemas de informações devem ser confiáveis e abranger todas as atividades da EFPC, devendo haver procedimentos de contingência e segregação de funções entre usuários e administradores para garantir sua integridade e segurança.

A quarta seção da Resolução CGPC Nº 13/2004 estabelece que o conselho fiscal emitirá relatórios de controles internos no mínimo semestralmente. Esses relatórios devem conter ao menos as conclusões dos exames efetuados, recomendações de correção de eventuais deficiências e análise de manifestações dos

responsáveis das áreas sobre as deficiências encontradas e medidas de solução adotadas. Tais relatórios devem ser levados em tempo hábil ao conselho deliberativo.

Em sua seção final, a resolução em discussão veda a contratação de seguro para cobertura de responsabilidade civil, penal ou administrativa de dirigentes, ex-dirigentes, empregados e ex-empregados da EFPC. Porém, permite o custeio de defesa em processos administrativos e judiciais decorrentes de ato regular de gestão.

Visando melhorar a governança das EFPC, em 2006 a CGPC emitiu mais uma resolução. A Resolução CGPC Nº 23/2006 dispõe sobre procedimentos de divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios previdenciários das EFPC. Essa resolução determina que o estatuto e suas alterações, regulamento do plano de benefícios e alterações e material explicativo sobre o plano devem ser entregues a todo participante no ato da sua inscrição. Além disso, o demonstrativo patrimonial e de resultado, a política de investimentos, o parecer atuarial e as despesas do plano de benefícios devem ser encaminhados em meio impresso aos participantes e assistidos até o dia 30 de abril do ano subsequente. Por solicitação destes últimos, podem ser disponibilizados e entregues em meio eletrônico. A resolução determina ainda prazos de envio para a PREVIC de balancetes mensais dos planos de benefícios e das demonstrações contábeis consolidadas do exercício social.

Tais leis complementares e resoluções da CGPC visam garantir um padrão mínimo de governança nas EFPC, com a finalidade de assegurar o cumprimento de seus objetivos. Assim, tal conjunto de normas pretende dar mais segurança aos participantes e acesso as informações sobre a gestão dos recursos da EFPC. Recursos estes os quais os participantes são proprietários.

Em 2012, a PREVIC publicou o “Guia PREVIC: Melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar”. Além da introdução e considerações finais, este guia possui mais onze seções. Tais apresentam diretrizes básicas para a atuação das EFPC, com objetivo de difundir conhecimentos aplicáveis e úteis a gestão eficiente do patrimônio dos participantes e cumprimento dos objetivos estatutários destas entidades.

A primeira seção do guia, governança das EFPC, trata da estrutura mínima de governança, conforme legislação abordada anteriormente. Cita ainda que é desejável a constituição de outras instâncias de assessoramento, como comitês consultivos de investimentos, de riscos, entre outros, observando-se o porte, complexidade, número

de planos de benefícios e patrocinadores da entidade. Além disso, esta seção apresenta as responsabilidades de cada órgão. O Conselho Deliberativo é a instância máxima, responsável pela definição das políticas e estratégias. O Conselho Fiscal é o órgão de controle interno, responsável por comunicar irregularidades, sugerir, indicar ou requerer providências de melhoria na gestão, emitir parecer sobre as demonstrações contábeis e elaborar de relatórios semestrais. A Diretoria Executiva é responsável pela administração da EFPC com base nas políticas e diretrizes estabelecidas pelo primeiro órgão citado. Por fim, a seção apresenta também como a PREVIC atua para garantir que os membros dos três órgãos de gestão cumpram seus deveres, garantindo os direitos dos participantes.

Na segunda seção do guia, conflito de interesses e governança, estabelece que o exercício da atividade de conselheiro ou dirigente deve ser feito em prol dos planos de benefícios e da EFPC, observando-se os princípios das boas práticas de governança: transparência, prestação de contas e responsabilidade corporativa. A terceira seção, transparência e comunicação com participantes e patrocinadores, aborda a comunicação clara e tempestiva entre EFPC e as partes interessadas de informações referentes a políticas de investimentos, premissas atuariais, situação econômica e financeira e custos administrativos. Recomenda a utilização de meios mais adequados com base no custo e método, como a rede mundial de computadores.

A quarta seção, dever fiduciário, trata da responsabilidade civil dos dirigentes e conselheiros pelos danos ou prejuízos causados às EFPC, por ação ou omissão, assim como também de profissionais que prestarem serviços técnicos a entidade. Na quinta seção, código de conduta e ética, recomenda a adoção de um código de conduta e ética pela EFPC, expondo que a credibilidade é fundamental à boa gestão. Já a sexta seção, competências e treinamento de conselheiros e dirigentes, indica que os dirigentes e conselheiros devem ser selecionados por critérios técnicos. Recomenda também a adoção pela EFPC de práticas de aperfeiçoamento da capacidade profissional de conselheiros, dirigentes e da equipe técnica.

Em sua sétima seção, processos e controles, o guia recomenda a criação de manuais e regras pela EFPC, a fim de reduzir e controlar riscos, principalmente operacionais. Recomenda ainda a criação de comitês de membros com capacidade e conhecimentos técnicos para assessorar os órgãos estatutários. A oitava seção do guia, gestão de riscos, estabelece que a EFPC deve constantemente identificar, monitorar e controlar fatores de risco internos e externos. Cita como medidas a serem

tomadas: adequação da estrutura organizacional; políticas de gestão de riscos (alinhamento da política de investimentos, definição de procedimentos internos, regimentos e manuais); análise e quantificação de riscos; conformidade do processo decisório aos regulamentos internos e legislação; sistemas de informação e comunicação; código de conduta e ética.

Na nona seção do guia, terceirização e prestadores de serviços, está previsto que a contratação de serviços especializados não exime as responsabilidades dos dirigentes. Cita também a necessidade da adoção de procedimentos internos para monitoramento dos terceirizados quanto ao seu desempenho, devendo constar cláusulas no contrato em relação a isto. A décima seção, conselho fiscal, apresenta novamente as funções deste conselho, porém de forma mais ampla que na primeira seção e estabelece que este não se subordina ao conselho deliberativo, pois tem atribuições definidas em normas.

Por fim, a décima primeira e última seção do guia PREVIC, entidades multipatrocinadas e multiplanos ou com mais de um instituidor, recomenda que estas EFPC promovam ações de corresponsabilidade dos dirigentes e conselheiros com as patrocinadoras e instituidores. Prevê a possibilidade de criação de comitê gestor para acompanhamento e compartilhamento das decisões e responsabilidade de gestão.

Concluída a revisão sobre orientações e normas referentes à governança em EFPC em nível internacional e no Brasil, na próxima seção são apresentados os estudos empíricos relacionados ao tema governança e desempenho das EFPC.

2.2 LITERATURA EMPÍRICA E HIPÓTESE FORMULADA

Para demonstrar a importância das EFPC, Blake *et al.* (2013, p. 1133) citam que em 2009 “os ativos dos fundos de pensão dos EUA e Reino Unido totalizaram \$ 9,7 e 1,8 trilhões (em taxas de câmbio de 2011), representando 67,6% e 80,5% do PIB, respectivamente”. Mesmo assim, de acordo com os autores, pouca pesquisa foi realizada sobre as EFPC.

Conforme Ammann e Zingg (2010), os estudos de Ambachtsheer, Capelle e Scheibelhut (1998) e Ambachtsheer e Ezra (1998) estão entre os primeiros a investigar a relação estatística entre qualidade da governança e desempenho dos investimentos. Os autores mencionados encontraram uma correlação positiva entre qualidade da governança e desempenho dos investimentos. Porém o indicador de

qualidade de governança utilizado foi construído com base em questionários que pediam aos CEOs de EFPC para assinalarem as respostas indicativas da qualidade de sua governança, se tratando, portanto, de auto-avaliação e sendo suscetível de uma visão parcial.

Useem e Mitchell (2000) examinaram como as políticas de governança afetam as estratégias de investimento das EFPC e como essas estratégias por sua vez afetam o desempenho financeiro. A população da sua pesquisa foram os sistemas de pensão públicos estaduais e municipais dos Estados Unidos, nos anos de 1992 e 1993. Concluíram que a forma como as EFPC públicas são regidas incide diretamente sobre a forma como investem seus ativos e as estratégias financeiras afetam diretamente o desempenho financeiro. Ou seja, encontraram uma relação indireta entre a governança e o desempenho financeiro.

Albrecht, Shamsub e Giannatasio (2007) testaram se há relação entre as práticas de governança e o desempenho financeiro das EFPC públicas de governos estaduais e locais dos Estados Unidos nos anos de 1996, 1998 e 2000. Os resultados encontrados indicam que a competência do conselho sobre as decisões de investimento tem impacto negativo direto sobre o desempenho financeiro ajustado ao risco.

Em outro estudo com planos de pensão de patrocínio público norte-americanos, com dados dos anos de 2001 a 2005 de 71 planos, Harper (2008) testou o efeito da composição do Conselho de Administração no desempenho do investimento, no plano de financiamentos e na alocação de ativos. Não foi encontrada relação entre a composição do conselho e o desempenho medido pelo retorno do investimento. Porém, foram encontrados fortes indícios de que a composição do conselho afeta o nível de financiamento e de alocação de ativos.

Andonov, Hochberg e Rauh (2016) também estudaram a relação da composição do conselho de administração e o desempenho dos investimentos de EFPC dos EUA, mas para o período de 1990 a 2011. Seus resultados apontaram que EFPC com alta proporção de conselheiros políticos ou apontados por funcionários do Estado tem desempenho inferior, seguido por EFPC com grande proporção de membros eleitos pelos participantes. Encontraram ainda que o desempenho inferior está relacionado a alocação de investimentos, com maior alocação no mercado imobiliário e em fundos de fundos, como também a falta de experiência financeira no caso de conselhos com muitos participantes eleitos. Assim, este estudo corrobora

apenas em parte com os achados de Harper (2008), pois este não havia encontrado relação do conselho de administração com o desempenho.

Já Bauer, Koedijk e Slager (2008) analisaram a relação entre crenças de investimentos e desempenho de EFPC dos EUA, Canadá, Europa e outros países no período de 1992 a 2006. Eles encontraram que carteiras de investimentos mais concentradas tendem a ter retornos excedentes mais elevados, assim como mais investimentos em ativos não líquidos também está relacionado a retornos excedentes mais elevados.

Andonov, Bauer e Cremers (2012) pesquisaram se grandes EFPC podem superar o mercado e analisaram a relação dos três componentes da gestão ativa (alocação de ativos, *market timing* e seleção de segurança) com o desempenho das EFPC dos EUA no período de 1990 a 2010. Encontraram que em média as EFPC são capazes de proporcionar retornos positivos acima do mercado. Porém, encontraram ainda que os três componentes da gestão ativa apresentam perdas de economia de escala, relacionadas a falta de liquidez. Concluíram também que EFPC maiores teriam melhores resultados se não realocassem frequentemente entre classes de ativos.

Os patrocinadores dos planos de benefício tem grande influência sobre a estratégia de investimento adotada pelo gestor da EFPC. Eles podem empregar um único gestor para todas as classes de ativos, ou vários gestores, sendo um especialista para cada classe de ativo, o que é chamado de gestão descentralizada (BLAKE *et al.*, 2013). Com objetivo de pesquisar sobre a descentralização na gestão de investimentos, Blake *et al.* (2013) estudaram 2.385 EFPC do Reino Unido entre março de 1984 e março de 2004. Neste estudo observaram que a maioria dos patrocinadores de EFPC empregavam gerentes que investiam em todas as classes de ativos, passando ao longo do período analisado a contratarem gerentes especializados em poucas classes de ativos, ou em apenas uma. As EFPC passaram também de um único gestor para vários gestores concorrentes dentro de cada classe de ativos. Os autores encontraram evidências consistentes de que a concorrência entre vários gestores produz melhor desempenho. Também encontraram que patrocinadores reagem ao problema de coordenação relacionado ao uso de vários gestores controlando os níveis de risco, o qual é menor na gestão de investimentos descentralizada.

Em estudo sobre a governança dos planos de pensão de benefício definido do Reino Unido em 2002, Cocco e Volpin (2007) investigaram como a gestão destes

planos é afetada pela presença de conselheiros internos, ou seja, que também são diretores executivos nas empresas patrocinadoras. Encontraram que planos de pensão com mais conselheiros internos que independentes agem no interesse dos acionistas do patrocinador, não necessariamente nos interesses dos membros do plano. Descobriram também que empresas mais alavancadas, com mais conselheiros internos, fazem contribuições mais baixas para o plano de pensão. Essa descobertas caracterizam conflito de interesses.

Com base em estudos de caso de boas práticas, Clark e Urwin (2008) argumentam que os princípios de boa governança podem ser resumidos em coerência organizacional, pessoas e processo. Como coerência organizacional os autores citam a clareza da missão e capacidades da instituição. Em relação às pessoas, quem está envolvido no processo de investimento, suas competências e responsabilidades. E como processo, como as decisões de investimentos são geridas e implementadas.

Ammann e Zingg (2010) investigaram a relação entre a governança de EFPC suíças e o desempenho dos seus investimentos, desenvolvendo para tal o Indexador de Governança das EFPC Suíças (SPGI). A amostra da pesquisa contemplou 96 EFPC, representando aproximadamente um terço do total de ativos de todas EFPC da Suíça. A base de dados da investigação foram os anos de 2005 e 2006. Os pesquisadores encontraram resultados que apoiam a hipótese generalizada de relação positiva entre governança e desempenho dos investimentos, porém nem todos os itens de governança considerados no SPGI foram significativamente relacionados ao desempenho.

Benson, Hutchinson e Sriram (2011) investigaram a governança nas EFPC australianas nos anos de 2005 e 2006, utilizando-se de questionários enviados aos Diretores Executivos (CEOs) e Diretores de Investimentos (CIOs) dessas entidades. Sua amostra contemplou 19 planos de pensão da indústria e 16 planos do setor público, representando respectivamente, 23,5% e 36,4% dos planos registrados em cada uma destas categorias na Austrália. Sua pesquisa revelou que embora não há padrões de governança legislados no país, a maioria dos planos de aposentadoria adotam as práticas de governança recomendadas existentes. Encontraram ainda que o tamanho do conselho e a revisão regular de conflitos estão associados positivamente com o retorno.

Em um estudo sobre a associação entre governança e desempenho de EFPC da Polônia, Kowalewski (2012) utilizou uma amostra contendo informações anuais

sobre todas EFPC polonesas para os anos de 1999 a 2010. Os resultados da pesquisa confirmam que o sistema de compensação que prevalece nas EFPC em que os lucros dos gestores são definidos pelo tamanho da entidade, não cria incentivo para disciplinar os gestores no mercado de EFPC. O estudo mostrou ainda uma correlação positiva entre o número de membros externos do conselho e o retorno unitário de pensão, como também que a rotatividade na gestão e conselheiros não estão relacionados com o desempenho da EFPC.

Utilizando a mesma amostra do estudo anterior, Jackowicz e Kowalewski (2012) examinaram o impacto da estrutura do conselho fiscal como mecanismo de governança interno sobre o desempenho de EFPC da Polônia com contribuição definida. O estudo indicou que um presidente do conselho fiscal independente está associado a um menor desempenho da EFPC, argumentando que este deve ser um interno devido aos seus conhecimentos profissionais.

A pesquisa demonstrou ainda que o conhecimento profissional parecia ser especialmente importante em períodos de alta volatilidade nos mercados financeiros, pois os resultados apontaram que a proporção de pessoas externas no conselho fiscal está associada negativamente com o desempenho das EFPC durante a crise de 2007-2008. Porém, o estudo encontrou também que no período pré-crise a proporção de pessoas externas no conselho fiscal foi associada a um melhor desempenho da EFPC. Por fim, encontraram ainda que membros independentes jovens no conselho fiscal estão relacionados positivamente com o desempenho das EFPC no mesmo período. Assim, o estudo concluiu que os mecanismos de governança têm influência no desempenho das EFPC da Polônia.

Em análise do desempenho das EFPC de Portugal com base em uma amostra de 12 EFPC pelo período de 10 anos (1994-2003), Barros e Garcia (2007) concluíram que o desempenho é principalmente motivado pelo controle de custos e escala de recursos. Acrescentam ainda que as habilidades gerenciais também são importantes e estão ligadas ao desempenho financeiro no mercado das EFPC.

Quanto a estudos sobre as EFPC do Brasil, Oliveira, Leal e Almeida (2012) pesquisaram a relação entre a presença das maiores EFPC brasileiras como acionistas relevantes de empresas abertas brasileiras e seus escores mais elevados de governança corporativa. Porém, não encontraram evidência consistente desta relação, pois as empresas investidas também eram maiores e tiveram maior rentabilidade, o que explicaria maiores escores de governança corporativa. Lima

(2013) estudou a relação entre a participação acionária de EFPC e ganhos de governança corporativa, valor e desempenho das empresas investidas. Porém, não encontrou relação estatisticamente significativa. Assim, o estudo corrobora com o achado de Oliveira, Leal e Almeida (2012).

Em outro estudo sobre a relação entre a participação acionária das EFPC brasileiras e a qualidade da governança corporativa das empresas em que estas investem seus recursos, Punsuvo, Kayo e Barros (2007) encontrando relação negativa entre as variáveis. Já Mangoni (2015) estudou as características das empresas que atraem os investimentos das EFPC brasileiras. Ele encontrou relações estatísticas positivas para o percentual de participação das EFPC e tamanho da investida, como também para empresas com nível diferenciado de governança corporativa. Portanto, este resultado contraria o resultado encontrado por Punsuvo, Kayo e Barros (2007).

Em um estudo relacionado com o desempenho das EFPC do Brasil, Pereira (2013) estudou os reflexos da redução da taxa de juros da economia para as EFPC, concluindo que as EFPC brasileiras necessitam assumir maior risco para honrar seus compromissos atuariais. Já Silva, Moreira e Motta (2009) pesquisaram o impacto da aplicação em ativos internacionais no desempenho das EFPC do Brasil. Encontraram que a aplicação nesses ativos praticamente não produziu efeitos na fronteira eficiente das EFPC, mesmo quando expandido o limite legal de aplicação nestes de 3% para 20%.

Torres e Santos (2008) pesquisaram a influência das práticas de governança corporativa no retorno excessivo (diferença entre o retorno efetivamente obtido e a meta atuarial) das EFPC brasileiras no ano de 2005. Eles encontraram resultado estatisticamente significativo positivo para o índice relativo à transparência e negativo para o índice de responsabilidade corporativa como influenciadores do retorno excessivo das EFPC. Considerando separadamente as EFPC públicas e privadas, seus resultados não foram estatisticamente significativos para as EFPC privadas.

Lopes, Kataoka, Ribeiro Filho e Pederneiras (2010) estudaram a divulgação de informações das práticas de governança corporativa nos endereços eletrônicos das EFPC brasileiras. Encontraram que 67,4% das EFPC não apresentam item com título específico de governança corporativa no Relatório Anual. Assim, concluíram que as práticas de governança não estão sendo evidenciadas de forma clara aos participantes e assistidos.

Em relação a governança das EFPC brasileiras, Teixeira (2015) pesquisou os fatores explicativos da qualidade da governança destas entidades. Encontrou que EFPC com maior ativo, menor gasto com terceirização e patrocínio público apresentam melhor qualidade na sua governança. Já Lima, Oliveira, Ponte e Rebouças (2015) analisaram as práticas de governança adotadas e divulgadas pelas EFPC brasileiras e suas prováveis explicações à luz da Teoria Institucional. Encontraram que as EFPC brasileiras tendem a adotar e divulgar predominantemente práticas de governança legalmente impostas e que EFPC com maior idade, maior ativo total e de patrocínio público tem maior adoção de práticas voluntárias.

Pasqualetto (2015) analisou os fatores relacionados com o total do custo administrativo das EFPC, pois estes influenciam sua rentabilidade. A amostra de dados é formada de 235 EFPC brasileiras para os exercícios de 2005 a 2013. O estudo concluiu que o total dos investimentos, rentabilidade e o número de participantes estão estatisticamente relacionados com o total dos custos administrativos. Porém, o aumento dos custos administrativos foi proporcionalmente menor que as demais variáveis, comprovando um ganho de escala.

Considerando os vários estudos apontando uma relação entre práticas de governança e o desempenho financeiro das EFPC (USEEM; MITCHELL, 2000; ALBRECHT; SHAMSUB; GIANNATASIO, 2007; AMMANN; ZINGG, 2010; BENSON; HUTCHINSON; SRIRAM, 2011; KOWALEWSKI, 2012; JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2012; BLAKE *et al.*, 2013; ANDONOV; HOCHBERG; RAUH, 2016; TORRES; SANTOS, 2008), há evidências empíricas que apoiam o estudo da relação entre a governança e o desempenho das EFPC brasileiras. Deste modo, formula-se a seguinte hipótese:

H₁: EFPC com melhor nível de governança tem maior rentabilidade.

Conforme revisão de literatura empírica, os estudos de Useem e Mitchell (2000), Torres e Santos (2008), Blake *et al.* (2013), Benson, Hutchinson e Sriram (2011), Ammann e Zingg (2010), Kowalewski (2012) e Jackowicz e Kowalewski (2012) apontaram uma relação positiva entre práticas de governança e o desempenho financeiro das EFPC. Assim, formulou-se a hipótese que EFPC brasileiras com melhores níveis de governança apresentam melhores desempenhos financeiros.

Espera-se esta relação positiva uma vez que EFPC com melhores níveis de governança têm conflitos de interesses controlados e, por consequência, menor custo de agência e maior rentabilidade. Parte-se do pressuposto que as práticas de

governança evitam que o agente (administrador) não aja no interesse do principal (participantes), o qual é a maximização do retorno dos investimentos da entidade. Logo, o nível de governança está relacionado positivamente a rentabilidade.

Apresentada a revisão de literatura teórica e empírica sobre governança das EFPC e sua rentabilidade e desenvolvida a hipótese a ser testada, apresenta-se no próximo capítulo a metodologia utilizada para o desenvolvimento do estudo.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados o modelo estatístico e as variáveis dependente, explicativa e de controle, a população e amostra do estudo e como foram coletados os dados.

3.1 MODELO DE REGRESSÃO E VARIÁVEIS

Com base na hipótese formulada, a rentabilidade da EFPC poderia ser explicada pelo nível de governança, além de variáveis de controle já consolidadas na literatura como influenciadores do desempenho econômico financeiro. A seguir, apresenta-se o modelo estatístico utilizado na pesquisa:

$$RI_{it} = \beta_0 + \beta_1 (IG_{it}) + \beta_2 (RI(-1)_{it}) + \beta_3 (AT_{it}) + \beta_4 (PART_{it}) + \beta_5 (ADCO_{it}) + \beta_6 (PATRO_{it}) + \beta_7 (RV_{it}) + \beta_8 (IS_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Quadro 5 – Variáveis da pesquisa

Hipótese	Natureza da variável	Variável	Nome
-	Dependente	RI	Retorno sobre os Investimentos
Governança	Explicativa	β_1 IG	Índice de governança
-	Controle	β_2 RI(-1)	Retorno sobre os Investimentos do ano anterior
-	Controle	β_3 AT	Ln do Ativo total
-	Controle	β_4 PART	Ln do Número de Participantes
-	Controle	β_5 ADCO	% de despesas administrativas
-	Controle	β_6 PATRO	Tipo de patrocínio
-	Controle	β_7 RV	% de investimento em Renda variável
-	Controle	β_8 IS	Índice de Sharpe
-	-	ε	É o erro aleatório.
-	-	i	São as EFPC.
-	-	t	Período de cada variável.

Fonte: elaborado pelo autor.

A variável dependente do estudo, a rentabilidade das EFPC, será representada pelo Retorno sobre os Investimentos (RI). O RI de cada EFPC foi calculado para cada ano de 2011 a 2014 pela divisão do valor absoluto dos Resultados dos Investimentos do período pelo valor inicial do ativo Investimentos do respectivo período. Portanto, foi considerado o valor dos Resultados dos Investimentos como retorno dos

investimentos iniciais da EFPC, não sendo consideradas as variações dos ativos no decorrer do período.

A variável explicativa incluída no modelo, o índice de governança (IG), representa o nível de governança da EFPC. Tal índice foi construído com base em um questionário cujas perguntas representam indicadores de governança para EFPC e foram formuladas com base na legislação brasileira sobre o assunto, orientações e recomendações emitidas por órgãos públicos e na literatura sobre o tema, conforme Apêndice A. “os indicadores constituem parâmetros quantificados ou qualitativos que servem para detalhar se os objetivos de uma proposta estão sendo bem conduzidos (avaliação de processo) ou foram alcançados (avaliação de resultados)” (MINAYO, 2009, p. 84). Ou seja, fazem a medição da adoção de práticas de governança sugeridas pela literatura para as EFPC. Os indicadores de governança foram agrupados em categorias, de acordo com o tipo de informação expressada, conforme indicado pela literatura revisada.

A revisão de literatura teórica foi realizada com normativas, como a legislação brasileira sobre EFPC, resoluções do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc) e do Banco Central do Brasil (BCB). Também foram consideradas as orientações sobre governança em EFPC emitidas pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

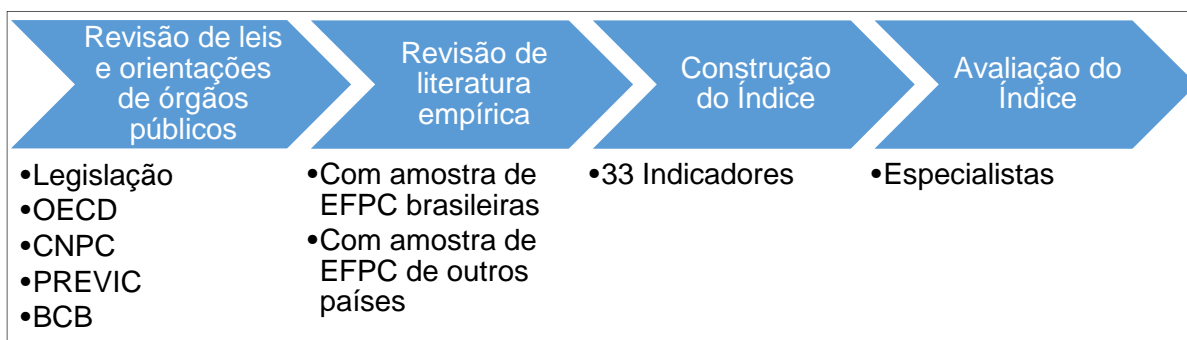
Por outro lado, a revisão de literatura empírica possibilitou identificar as diferenças dos indicadores utilizados entre os diversos estudos (USEEM; MITCHELL, 2000; ALBRECHT; SHAMSUB; GIANNATASIO, 2007; TORRES; SANTOS, 2008; AMMANN; ZINGG, 2010; BENSON; HUTCHINSON; SRIRAM, 2010; KOWALEWSKI, 2012; JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2012; BLAKE *et al.*, 2013). Alguns com número de indicadores mais amplo, como foi o caso do estudo de Ammann e Zingg (2010), sendo que outros estudos relacionam apenas alguns mecanismos de governança com o desempenho (ALBRECHT; SHAMSUB; GIANNATASIO, 2007; BENSON; HUTCHINSON; SRIRAM, 2010; JACKOWICZ; KOWALEWSKI, 2012).

Após elaborado o índice, o mesmo foi enviado a vinte e cinco especialistas em governança para avaliação e crítica. Foram considerados especialistas no assunto pesquisadores que já publicaram estudos sobre governança e EFPC, ou que orientaram trabalhos de mestrado ou doutorado sobre o tema. Obteve-se retorno de dez profissionais, dos quais oito deram suas contribuições e dois se abstiveram

informando que sua contribuição nos estudos de governança era apenas econométrica. Os retornos dos especialistas foram analisados e realizados os ajustes nos indicadores quando considerados pertinentes, resultando em refinamento das perguntas, exclusão e substituição de indicadores.

Na sequência, a Figura 2 apresenta o fluxograma de elaboração do índice de governança para as EFPC brasileiras.

Figura 2 – Fluxograma de elaboração do Índice de Governança



Fonte: Elaborado pelo autor.

Para responder aos indicadores do índice elaborado, foram analisados os estatutos e os relatórios anuais de 2011 a 2014 de cada EFPC. As respostas obtidas na coleta de dados foram quantificadas assumindo-se o valor “1” quando a EFPC disponibilizou o dado e o mesmo atendeu a pergunta do indicador, ou “0” caso o dado não atendeu a pergunta ou não estava divulgado. Assim, a EFPC que atendesse a todos 33 indicadores atingiria 100% da pontuação e aquela que não atendesse nenhum teria 0%, sendo essa variável utilizada na forma de percentual no modelo.

As variáveis de controle adicionadas no modelo são variáveis consolidadas na literatura como influenciadores do desempenho econômico financeiro das EFPC (AT, PART, ADCO, PATRO, RV, IS) e representativas de opção de investimento das EFPC conforme a legislação brasileira (RV). O Quadro 6 apresenta todas variáveis de controle utilizadas.

Quadro 6 – Variáveis de controle

Variável	Nome	Descrição da Variável
----------	------	-----------------------

β_2 RI(-1)	Retorno sobre os Investimentos do ano anterior	Retorno sobre os Investimentos do ano anterior de cada EFPC.
β_3 AT	Ativo Total	Logaritmo natural do total do ativo de cada EFPC.
β_4 PART	Participantes	Logaritmo natural do total de participantes de cada EFPC.
β_5 ADCO	Despesas administrativas	Relação percentual entre o total de despesas administrativas e o total do ativo de cada EFPC.
β_6 PATRO	Patrocínio	Tipo de patrocínio de cada EFPC, público ou privado.
β_7 RV	Renda variável	É o percentual de investimento em ações em relação ao total de investimentos de cada EFPC.
β_8 IS	Índice de Sharpe	Relaciona o retorno e risco.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável de controle Retorno sobre os investimentos do ano anterior (RI(-1)) é calculada da mesma forma da variável dependente RI, porém com dados do ano anterior. Esta variável foi incluída no modelo para corrigir a autocorrelação do modelo.

A variável de controle Ativo total (AT) é representada pelo total do ativo de cada EFPC no final de cada ano de 2011 a 2014. Tal variável pode influenciar o desempenho, conforme Ammann e Zingg (2010), Benson, Hutchinson e Sriram (2010), Jackowicz e Kowalewski (2012), e Abi-Ramia, Boueri e Sachside (2015) devido a economia de escala. Para normalizar os dados foi utilizado o logaritmo natural do valor do ativo.

A terceira variável de controle incluída no modelo, Participantes (PART), refere-se ao total de participantes de cada EFPC no final de cada ano de 2011 a 2014. Conforme Kowalewski (2012), o grande número de participantes pode afetar negativamente a rentabilidade, pois está relacionado com maior custo administrativo. Para normalizar os dados foi utilizado o logaritmo natural do número de participantes.

A variável de controle Despesas administrativas (ADCO) representa o valor das despesas administrativas do período, sendo dividido pelo ativo total final de cada EFPC em cada ano. Tal variável foi incluída no modelo para explicar a rentabilidade, pois estão estatisticamente relacionadas (PASQUALETO, 2015).

A quinta variável de controle incluída no modelo, Patrocínio (PATRO), refere-se ao tipo de patrocínio, público ou privado, da EFPC. Conforme Pereira, Niyama e Sallaberry (2013) e Pasqualetto (2015), esperam-se custos administrativos menores para entidades de patrocínio privado em relação às de patrocínio público, pois a gestão de recursos do setor privado usualmente é mais eficiente. Conseqüentemente,

tem-se um melhor resultado. Foi considerada a variável *dummy*, sendo “0” para as entidades de patrocínio público e “1” para as entidades de patrocínio privado.

A variável de controle Renda variável (RV) representa uma possibilidade de investimento a ser realizado pelas EFPC, conforme estabelecido pela Resolução 3.792/2009 do Banco Central do Brasil, a qual também dita limites para cada tipo de investimento. A RV refere-se a proporção de recursos investidos em ações de companhias em relação ao total de investimentos de cada EFPC no final de cada ano de 2011 a 2014. Conforme estudos anteriores, investimentos em ações aumentam os retornos anuais das EFPC (USEEM; MITCHELL, 2000; KOWALEWSKI, 2012).

A última variável de controle do modelo, o Índice de Sharpe (IS), relaciona retorno e risco dos investimentos realizados pela EFPC. Conforme Silva, Nogueira e Ribeiro (2015) este índice fornece o quanto de retorno adicional se tem para cada risco adicional, em comparação com um ativo livre de risco. Quanto maior for o índice menor é o risco adicional do retorno acima do retorno do ativo livre de risco. Assim, um retorno maior também pode ser explicado pelo fato da carteira de investimentos da EFPC ter assumido um risco maior. A seguir, a fórmula utilizada para calcular o Índice de Sharpe:

$$IS = \frac{E(R_A) - R_f}{\sigma_A} \quad (2)$$

Onde $E(R_A)$ é o retorno esperado do investimento, R_f o retorno do ativo livre de risco e σ_A o desvio-padrão do retorno do investimento. Como $E(R_A)$ foram considerados os valores da variável dependente RI. Como R_f foi utilizado o CDI de cada ano abrangido pelo estudo. E o σ_A do RI anual foi calculado a partir dos RI trimestrais fornecidos pela PREVIC.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE EVIDÊNCIAS

A população do estudo consiste em todas EFPC brasileiras, as quais somaram 317 no quarto trimestre de 2014. Destas, 45 encontravam-se em processo de encerramento, migração, saldamento, transferência de recursos e outros casos, restando 272 entidades, as quais foram divididas pela PREVIC em cinco grupos com

base no ativo total apresentado em final de 2014 (PREVIC, 2014). O Quadro 7 apresenta a classificação das EFPC nos cinco grupos.

Quadro 7 – Distribuição do número de EFPC segundo critério de volume de recursos no ativo total

Grupos de EFPC	Classificação por Ativo Total (R\$)	Qtde de EFPC	População		Volume do Ativo Total Acumulado	
			Número	%	R\$	%
A	Acima de 15 bilhões	6	688.428	22,0	367.316.282.217	52,7
B	2 bilhões a 15 bilhões	47	1.122.586	35,9	225.080.546.355	32,3
C	500 milhões a 2 bilhões	75	665.479	21,2	76.770.996.725	11,0
D	100 milhões a 500 milhões	96	575.205	18,4	25.331.442.355	3,6
E	Até 100 milhões	48	78.464	2,5	2.261.798.196	0,3
Total		272	3.130.162	100,0	696.761.065.849	100,0

Fonte: adaptado de PREVIC (2014).

A população contempla as 272 EFPC, públicas e privadas, classificadas nos grupos A, B, C, D e E da PREVIC. Para a amostra foram consideradas todas as EFPC da população, sendo posteriormente utilizada a lista de EFPC disponível na página eletrônica da PREVIC na Internet, a qual contém as páginas eletrônicas de cada EFPC. Porém, para 17 EFPC não haviam páginas eletrônicas disponíveis na Internet, as quais foram eliminadas da amostra. Do restante das EFPC da amostra, 3 não haviam o Estatuto disponível na página eletrônica e 95 o Relatório Anual de um ou mais períodos abrangidos pelo estudo, impossibilitando a construção do índice de governança, sendo assim também eliminadas da amostra.

Das 157 EFPC restantes na amostra, 11 não haviam disponíveis nos Relatórios Anuais dados contábeis necessários para as variáveis do modelo econométrico, resultando em uma amostra de 146 EFPC. Mais 2 EFPC foram excluídas da amostra pois a PREVIC não forneceu dados trimestrais destas, impossibilitando o cálculo do Índice de Sharpe. Também foram excluídas da amostra as três maiores EFPC, por sozinhas representarem 43,3% dos ativos de todas as EFPC, podendo causar distorções na análise estatística. Assim, a amostra final deste estudo é composta por 141 EFPC, com observações para quatro períodos (2011 a 2014), totalizando 564 observações. A relação de EFPC do estudo encontra-se no Apêndice B, o qual também contempla a data e o horário de coleta dos dados.

As informações referentes à rentabilidade, investimentos, alocação dos recursos e patrimônio social das EFPC contempladas na amostra foram coletadas em

seus relatórios anuais de 2011 a 2014. Dados sobre ativo total, número de participantes e despesas administrativas de cada EFPC foram retirados das séries de estudos divulgadas pela PREVIC cada ano em sua página eletrônica disponível na Internet. O índice de governança de cada EFPC para cada período foi elaborado com base nas informações evidenciadas nos seus estatutos e relatórios anuais.

Os dados foram analisados estatisticamente com base na técnica de regressão com dados em painel, com dados empilhados, sendo submetidos ao programa estatístico EViews8. No próximo capítulo são apresentados os resultados da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta os resultados da pesquisa, estando dividido em quatro seções. As duas primeiras apresentam a análise descritiva das variáveis da pesquisa, nesta ordem: variável dependente, variável explicativa e variáveis de controle. A terceira seção apresenta a matriz de correlação e a quarta os resultados da regressão múltipla utilizada e o teste da hipótese.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE

Conforme descrito na metodologia, a variável dependente do presente estudo é a rentabilidade da EFPC, calculada pela divisão do valor do resultado dos investimentos de cada ano pelo valor total dos investimentos no início do respectivo ano. A Tabela 1 apresenta a análise descritiva desta variável.

Tabela 1 – Análise descritiva da rentabilidade dos investimentos das EFPC por ano

Ano	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
2011	0,2721	0,0978	0,0173	0,0343
2012	0,3255	0,1531	0,0454	0,0484
2013	0,1458	0,0180	-0,1150	0,0525
2014	0,1960	0,0998	-0,0807	0,0284
Geral	0,3255	0,0922	-0,1150	0,0640

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode ser observado na Tabela 1, o retorno dos investimentos médio de todas EFPC da amostra nos quatro anos analisados é de 9,22%. O menor retorno individual foi apresentado em 2013, um retorno negativo de 11,50%. Já o maior retorno individual, 32,55%, ocorreu em 2012.

O menor retorno médio ocorreu em 2013, apenas 1,80%, ano em que também ocorreu o pior resultado individual entre as EFPC da amostra. As EFPC relacionaram o fato as fortes oscilações da renda fixa devido ao ajuste da taxa de juros acima das expectativas de mercado e ao desempenho ruim da BM&FBOVESPA. Já o maior retorno médio aconteceu em 2012, 15,31%, apontado pelas EFPC devido ao bom desempenho da renda fixa, resultado da baixa da taxa de juros. Na sequência, será apresentada a análise descritiva das variáveis explicativa e de controle.

4.2 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVA E DE CONTROLE

Inicia-se a análise descritiva da variável explicativa, o índice de governança, pelo exame do comportamento das EFPC quanto a adoção das práticas de governança relacionadas no índice elaborado. A Tabela 2 apresenta essa análise para os quatro anos considerados no estudo.

Tabela 2 – Análise descritiva do índice de governança das EFPC por ano

Ano	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
2011	24	15,35	8	3,12
2012	24	16,33	8	2,92
2013	25	15,72	8	3,05
2014	24	16,33	9	2,81
Geral	25	15,93	8	3,01

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se observar que, em média, as EFPC atingiram 15,93 pontos no índice de governança elaborado, correspondendo a 48,27% do total de indicadores de práticas de governança que compõem o índice. Observa-se também que nos anos de 2012 e 2014 as EFPC tiveram, em média, maior evidenciação de adoção de práticas de governança, 49,48%. Nestes anos também houve a menor dispersão de índices individuais de EFPC em relação a média, com desvios padrão de 2,92 e 2,81, respectivamente.

A análise descritiva da variável Índice de governança também é realizada de forma individualizada para os indicadores, sendo apresentada por ano e para o período completo do estudo. Os Apêndices C e D apresentam a análise dos indicadores individualmente para cada um dos quatro períodos da amostra, 2011 a 2014. O Apêndice E apresenta a análise dos indicadores de forma agregada para os quatro anos.

Analisando o Apêndice E, constata-se que todas as 141 EFPC da amostra observam o conteúdo que o estatuto deve prever em relação aos órgãos estatutários. O segundo indicador da categoria estrutura de governança (indicadores 1 ao 18) mais observado pelas EFPC, em média, é o que aborda a recomendação de que o conselho fiscal deve conter no máximo seis membros, sendo seguido por 91,67% das entidades da amostra, percentual este que pouco se alterou nos quatro anos. Já o indicador menos observado pelas EFPC nesta categoria é o que trata da adoção de

procedimentos que assegurem a experiência adequada dos profissionais especializados contratados, apenas 1,42%, proporção que se manteve constante em todos os anos analisados.

O uso de instâncias de assessoramento, como comitês consultivos, foi a prática de governança que mais aumentou o número de adeptos no período analisado. Em 2011 era adotada por 62 (43,97%) das EFPC da amostra, passando a ser seguida por 86 (60,99%) das entidades em 2014.

Na categoria de Riscos e seu monitoramento (indicadores 19 ao 26), a realização de investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento é o indicador mais observado pelas EFPC, sendo seguido por 94,50% das entidades da amostra. Também com alta adesão, 79,08%, a identificação, avaliação e controle de riscos é o segundo indicador mais observado nessa categoria. A prática de governança menos adotada é a remuneração variável dos membros do conselho deliberativo, por apenas 0,89% das EFPC da amostra. A adoção de código de ética e conduta teve aumento significativo no período, passando a ser adotado por 43 (30,50%) EFPC da amostra em 2014, ante 28 (19,86%) em 2011.

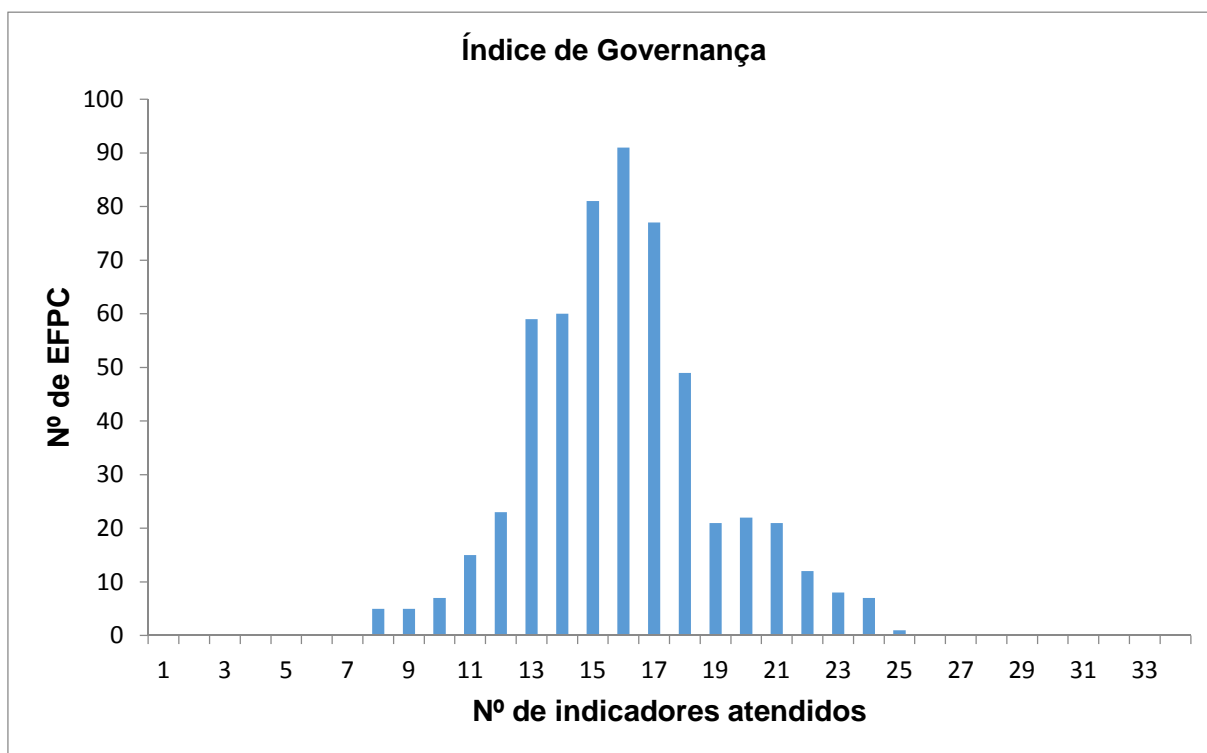
Na terceira e última categoria, Divulgação e sistema de informações (indicadores 27 ao 33), a divulgação do estatuto e do relatório anual ao público em geral é observado por 100% das EFPC da amostra. Na sequência, a divulgação da política de investimentos é seguida por 94,33% das entidades, cuja adoção se manteve quase constante nos quatro anos. Nesta categoria, o indicador menos observado é o da divulgação da qualificação dos conselheiros e diretores, adotado em apenas 1,06% das observações.

Analisando as três categorias de indicadores de forma consolidada, 03 indicadores foram observados por todas as EFPC nos quatro períodos da amostra: o conteúdo que o estatuto deve prever em relação aos órgãos estatutários; a divulgação do estatuto e a divulgação do relatório anual. Na sequência, a realização de investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento e a divulgação da política de investimentos são as práticas mais observadas, sendo seguidas por 94,50% e 94,33% das entidades da amostra, respectivamente. A prática de governança menos adotada pelas EFPC da amostra é a remuneração variável dos membros do conselho deliberativo, apenas 0,89%.

Na sequência, o Gráfico 1 apresenta a relação entre a quantidade de indicadores do índice de governança atendidos pelas EFPC, no eixo das abcissas, e

a quantidade EFPC que cumpriram esses indicadores, no eixo das ordenadas, para o período de 2011 a 2014.

Gráfico 1 – Quantidades de indicadores atendidos e quantidades de EFPC que atenderam a esses indicadores



Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao analisar o Gráfico 1, observa-se que a maioria das EFPC, no período dos quatro anos, atendeu 16 indicadores de governança, representando 16,13% do total de observações. Na sequência das maiores concentrações de EFPC por pontuação, 15 e 17 indicadores, com 14,36% e 13,65% do total de observações, respectivamente. A maior pontuação atingida, 25, foi alcançada por apenas uma EFPC e em apenas um período. Já a menor pontuação atingida, 8, foi realizada cinco vezes. Observa-se ainda que a maioria das EFPC cumprem entre 13 e 18 práticas de governança. Na sequência, a Tabela 3 mostrará a relação entre a quantidade de indicadores do índice de governança atendidos pelas EFPC e a quantidade EFPC que cumpriram esses indicadores por ano.

Tabela 3 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC que atenderam a esses indicadores por ano

Indicadores atendidos	EFPC 2011	EFPC 2012	EFPC 2013	EFPC 2014	Total
8	3	1	1	0	5
9	2	0	2	1	5
10	1	2	2	2	7
11	7	2	4	2	15
12	7	4	8	4	23
13	20	12	15	12	59
14	16	16	16	12	60
15	21	17	22	21	81
16	17	27	20	27	91
17	17	20	20	20	77
18	12	13	10	14	49
19	6	7	4	4	21
20	3	5	7	7	22
21	3	8	2	8	21
22	2	2	3	5	12
23	1	2	4	1	8
24	3	3	0	1	7
25	0	0	1	0	1
Total de EFPC	141	141	141	141	564

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode-se observar na Tabela 3, em dois dos quatro anos da análise (2012 e 2014) a maioria das EFPC atendeu 16 indicadores de governança, resultado este também apresentado no Gráfico 1 para o conjunto dos quatro períodos. Nos anos de 2011 e 2013 a maioria das EFPC cumpriu 15 indicadores, porém nestes dois períodos ocorreu uma concentração menor de entidades no maior grupo. Na Tabela 4 são apresentadas as EFPC classificadas nas três primeiras posições do índice de governança em 2011.

Tabela 4 – EFPC com melhores índices de governança em 2011

Posição	EFPC	Patrocínio	Nível de governança (pontos)	Índice de governança (%)
1	POSTALIS	Pública Federal	24	0,73
	CAPEF	Pública Federal	24	0,73
	NUCLEOS	Pública Federal	24	0,73
2	ELETROS	Pública Federal	23	0,70
3	BANRISUL FBSS	Pública Estadual	22	0,67
	SABESPREV	Pública Estadual	22	0,67

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode-se observar na tabela anterior, três EFPC atingiram 24 pontos em 2011, maior índice de governança atingido naquele ano. São elas a Postalís, a Capef e a Nucleos, todas as três de patrocínio público. Na sequência, a Tabela 5 expõem as três primeiras posições de 2012.

Tabela 5 – EFPC com melhores índices de governança em 2012

Posição	EFPC	Patrocínio	Nível de governança (pontos)	Índice de governança (%)
1	POSTALIS	Pública Federal	24	0,73
	NUCLEOS	Pública Federal	24	0,73
	ELETROS	Pública Federal	24	0,73
2	CAPEF	Pública Federal	23	0,70
	REAL GRANDEZA	Pública Federal	23	0,70
3	BANRISUL FBSS	Pública Estadual	22	0,67
	FIPECQ	Pública Federal	22	0,67

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em 2012, a Postalís e a Nucleos mantiveram os 24 pontos e a primeira posição, desta vez acompanhadas da Eletros. A Capef deixou de cumprir um indicador de governança adotado em 2011, passando em 2012 para 23 pontos, ocupando a segunda posição na classificação, mesma pontuação atingida pela Real Grandeza. A seguir, a Tabela 6 apresenta as três primeiras posições de 2013.

Tabela 6 – EFPC com melhores índices de governança em 2013

Posição	EFPC	Patrocínio	Nível de governança (pontos)	Índice de governança (%)
1	POSTALIS	Pública Federal	25	0,76
2	NUCLEOS	Pública Federal	23	0,70
	ELETROS	Pública Federal	23	0,70
	INFRAPREV	Pública Federal	23	0,70
	CENTRUS	Pública Federal	23	0,70
	CAPEF	Pública Federal	22	0,67
3	REAL GRANDEZA	Pública Federal	22	0,67
	CBS	Privada	22	0,67

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em 2013 a Postalís passou a cumprir mais um indicador de governança, atingindo 25 pontos e classificação isolada na primeira posição no *ranking* do índice de governança. É a única EFPC a atingir esta pontuação do índice, porém apenas

naquele ano. O ano de 2013 também é o único período da amostra em que há uma EFPC de patrocínio privado entre as três primeiras posições do índice de governança, a CBS, com 22 pontos, o equivalente a adoção de 66,67% do total de indicadores. A Tabela 7 relaciona as EFPC das três primeiras posições do índice de governança em 2014.

Tabela 7 – EFPC com melhores índices de governança em 2014

Posição	EFPC	Patrocínio	Nível de governança (pontos)	Índice de governança (%)
1	POSTALIS	Pública Federal	24	0,73
2	INFRAPREV	Pública Federal	23	0,70
3	NUCLEOS	Pública Federal	22	0,67
	ELETROS	Pública Federal	22	0,67
	CENTRUS	Pública Federal	22	0,67
	CAPEF	Pública Federal	22	0,67
	REAL	Pública Federal	22	0,67
	GRANDEZA			

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como observado em todos os anos anteriores, em 2014 a Postalis também atingiu a maior pontuação do índice de governança, 24 pontos, o equivalente a 72,73% do total de indicadores. O restante das EFPC ocupantes das três primeiras posições na Tabela 7 também são todas de patrocínio público e já estavam nas três primeiras posições no ano de 2013. Não houve EFPC que aderisse a 100% das práticas de governança do índice elaborado, em nenhum dos períodos analisados. A classificação completa por ano é apresentada no Apêndice F.

Para a análise descritiva das variáveis de controle, estas foram separadas em variáveis quantitativas e dicotômicas. A Tabela 8 apresenta a análise descritiva das variáveis de controle quantitativas.

Tabela 8 – Análise descritiva das variáveis de controle quantitativas

Variável	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
RI(-1)	0,3255	0,0896	-0,1150	0,0719
Ativo (em mil R\$)	23.761.708	1.812.501	1.245	3.385.371
Ln Ativo	23,89	20,08	14,03	1,72
Participantes	141.321	9.275	162	15.885,45
Ln Participantes	11,86	8,39	5,09	1,22
% Despesas Administrativas	20,14	0,96	0,05	1,48
% Renda Variável	50,01	11,95	0,00	7,70
Índice de Sharpe	108,22	0,51	-15,63	8,38

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme exposto na Tabela 8, o retorno sobre os investimentos do período anterior médio foi de 8,96%. O valor médio do ativo das EFPC da amostra é de R\$ 1,813 bilhão e o número de participantes médio é de 9.275, resultando em uma média de ativo por participante de R\$ 195,42 mil. O percentual médio de despesas administrativas em relação ao ativo é de 0,96%. Em relação aos investimentos das EFPC da amostra, em média 11,95% dos recursos são investidos em renda variável. O índice de Sharpe apresentou uma média de 0,51. Para as variáveis ativo total (AT) e participantes (PART) foram utilizados seu logaritmo natural.

Em relação a variável dicotômica tipo de patrocínio, das 141 EFPC da amostra, 95 são de patrocínio privado e 45 são de patrocínio público. Uma EFPC, a Previrb, era de patrocínio público até 2012, passando a ser de patrocínio privado a partir de 2013. A relação completa das variáveis de controle por EFPC por ano está no Apêndice G. Na próxima seção é apresentada a correlação entre as variáveis.

4.3 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

A Tabela 9 apresenta a correlação entre as variáveis incluídas no estudo. A análise de correlação tem como principal objetivo “medir a *força* ou o *grau* de *associação linear* entre duas variáveis” (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 43) e o coeficiente de correlação indica a força dessa associação. Altas correlações entre as variáveis explicativas causam multicolinearidade, tornando difícil estimar com precisão os parâmetros e ocorrendo intervalos de confiança muito mais amplos. Conforme Gujarati e Porter (2011), se a correlação entre duas variáveis explicativas for alta, a multicolinearidade será um problema sério.

Tabela 9 – Correlação entre as variáveis

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. RI	1,00								
2. IG	0,13***	1,00							
3. RI(-1)	-	0,00	1,00						
4. AT	0,37***	0,45***	0,10**	1,00					
5. PART	0,13***	0,24***	0,06	0,66***	1,00				
6. ADCO	-	-0,14***	-	-0,50***	-	1,00			
7.	0,13***	0,07	0,26***	-	-	0,07	1,00		
PATRO	-	-0,47***	-	-0,29***	-	0,07	0,06	1,00	
	0,06	0,07	0,06						

8. RV	-	0,04	0,06	0,09*	0,05	-0,05	-0,11**	1,00	
	0,09*								
9. IS	0,59***	0,06	-	0,03	-	-0,09*	-0,01	-0,12**	1
			0,02		0,01				

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme pode-se observar na Tabela 9, há uma correlação forte entre total do ativo das EFPC e seu número de participantes, de 0,66. Isso ocorre pelo fato das duas variáveis representarem *proxies* de tamanho. Foi identificada também uma forte correlação entre a rentabilidade dos investimentos e o índice de Sharpe, 0,59, indicando que EFPC com retorno maior que o retorno livre de risco assumiram um risco adicional menor.

Foi identificada ainda uma relação negativa moderada entre o percentual de despesas administrativas e o total do ativo de -0,50. Este sinal era esperado, pois conforme Pasqualetto (2015) há um ganho de escala, ou seja, quanto maior o ativo da EFPC proporcionalmente menor será sua despesa administrativa. Ammann e Zingg (2010) encontraram correlação pouco maior entre estas variáveis, -0,68.

As demais variáveis deste estudo apresentaram coeficientes de correlação menos significativos. Na próxima seção, são apresentados os resultados do modelo de regressão com dados em painel.

4.4 ANÁLISE DA REGRESSÃO

A regressão deste estudo foi realizada com dados em painel, no qual a mesma unidade de corte transversal (EFPC) é acompanhada ao longo do tempo (2011 a 2014). Os dados em painel deste estudo são um painel balanceado, pois cada unidade de corte transversal (EFPC) tem o mesmo número de observações. Também trata-se de um painel curto, pois o número de unidades de corte transversal é maior que o número de períodos de tempo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Há quatro possibilidades de estimar dados em painel (GUJARATI; PORTER, 2011, p. 589-590):

1. Modelo MQO para dados empilhados (*pooled data*). Todas as observações são empilhadas e estima-se uma regressão, desprezando a natureza de corte transversal e de séries temporais dos dados.

2. Modelo de mínimos quadrados com variáveis *dummies* para efeitos fixos (MQVD). Todas as observações são combinadas, mas cada unidade de corte transversal (EFPC) terá sua própria variável *dummy* (intercepto).
3. Modelo de efeitos fixos dentro de um grupo (*fixed effects within-grup model*). Todas as observações são combinadas, mas para cada unidade de corte transversal (EFPC) é expressada uma variável como um desvio de seu valor médio, sendo estimada a regressão de MQO contra esses valores corrigidos para a média.
4. Modelo de efeitos aleatórios (MEA). Pressupõem que os valores dos interceptos sejam extraídos aleatoriamente de uma população maior de EFPC.

Inicialmente, estimou-se a regressão pelo método de MQVD introduzindo 140 variáveis *dummies*, uma a menos que o número de unidades de corte transversal (EFPC), para evitar cair na armadilha da variável *dummy*, a situação da colinearidade perfeita. Assim, a primeira EFPC é tratada como categoria de base ou referência. A regressão é apresentada no Apêndice H.

Pode-se observar na regressão que nenhuma das variáveis *dummies* são significativas a 1%. Com base no teste de Wald apresentado no mesmo apêndice, o valor *F* não é estatisticamente significativo, aceitando-se a hipótese nula de que todos interceptos (*dummies*) são iguais a zero. Desta forma, o método MQVD não é adequado para o estudo, sendo que todas as observações devem ser agrupadas e a regressão feita para dados empilhados (*pooled data*). A Tabela 10 apresenta a regressão estimada por Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para dados empilhados, com *Cross-section weights* para corrigir a heterocedasticidade.

Tabela 10 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com todas as variáveis

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Generalizados (<i>Cross-section weights</i>)				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
IG	0,048608	0,014392	3,377432	0,0008***
RI(-1)	-0,378453	0,020464	-18,49328	0,0000***
AT	0,004825	0,001333	3,620733	0,0003***
PART	-0,001629	0,001284	-1,269222	0,2051
ADCO	-0,002579	0,001404	-1,836309	0,0670*
PATRO	-0,004939	0,002507	-1,969774	0,0495**

RV	-0,000212	0,000159	-1,331068	0,1839
IS	0,004736	0,000132	35,95458	0,0000***
C	0,023483	0,022504	1,043482	0,2973
R-quadrado	0,826837	R-quadrado ajustado	0,823491	
Estatística F	247,1010	Prob. (Estatística F)	0,000000	
Estatística Durbin-Watson	2,076527			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode-se observar, o índice de governança apresentou relação positiva com RI com nível de significância de 1%, corroborando com a teoria. Já o RI defasado em um período possui relação negativa com o RI do período, também com nível de significância de 1%. O ativo total e o índice de Sharpe ambos possuem relação positiva e significativa a 1% com o retorno dos investimentos. Conforme o esperado, o percentual de despesas administrativas possui relação negativa com o RI, mas com nível de significância de 10%. O tipo de patrocínio também apresentou relação negativa com o RI a 5% de significância, contrariando a previsão pois este resultado indica que entidades de patrocínio privado tem menor rentabilidade.

Nesta regressão, o número de participantes e o percentual de investimentos em renda variável não apresentaram significância em relação ao RI. Devido a isso, estimou-se um novo modelo sem as duas últimas variáveis citadas, conforme apresentado na Tabela 11.

Tabela 11 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com variáveis omitidas

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Generalizados (<i>Cross-section weights</i>)				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
IG	0,045838	0,014472	3,167309	0,0017***
RI(-1)	-0,379822	0,021125	-17,97997	0,0000***
AT	0,003903	0,001102	3,543451	0,0004***
ADCO	-0,002806	0,001429	-1,964242	0,0502*
PATRO	-0,006666	0,002578	-2,586061	0,0100***
IS	0,004914	0,000140	35,05026	0,0000***
C	0,028801	0,022465	1,282021	0,2005
R-quadrado	0,813875	R-quadrado ajustado	0,811191	
Estatística F	303,1768	Prob. (Estatística F)	0,000000	
Estatística Durbin-Watson	2,072245			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão da Tabela 11 é possível observar que as variáveis RI defasado em um período e tipo de patrocínio têm relação negativa com o RI, ambas com 1% de significância. O percentual de despesas administrativas também tem relação negativa com o RI, porém com 10% de significância. O índice de governança, o total do ativo e o índice de Sharpe apresentam relação positiva com o RI, todos com 1% de significância. A estatística Durbin-Watson é 2,072245, não se podendo rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem a 1% de significância. O R-quadrado ajustado é 0,811191, ou seja, o modelo tem um poder de explicação de 81,12%. O teste de Jarque-Bera de normalidade dos resíduos apresentou probabilidade de 0,022288, aceitando-se a hipótese nula de normalidade dos resíduos.

Os mesmos testes apresentados até aqui para o Índice de Governança também foram realizados para as três categorias de indicadores que formam o índice: Estrutura de governança; Riscos e seu monitoramento; Divulgação e sistema de informações. A Tabela 12 apresenta o resultado da regressão para a primeira categoria de indicadores de governança: Estrutura de governança.

Tabela 12 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Estrutura de governança

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Generalizados (<i>Cross-section weights</i>)				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
IG cat1	0,024898	0,010945	2,274784	0,0234**
RI(-1)	-0,383915	0,020830	-18,43118	0,0000***
ADCO	-0,005182	0,001259	-4,115469	0,0000***
PATRO	-0,011682	0,002253	-5,186056	0,0000***
IS	0,004771	0,000130	36,66686	0,0000***
C	0,124047	0,006005	20,65776	0,0000***
R-quadrado	0,818836	R-quadrado ajustado		0,816664
Estatística F	376,9557	Prob. (Estatística F)		0,000000
Estatística Durbin-Watson	2,075649			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O resultado da regressão demonstra que o conjunto de indicadores de estrutura de governança tem relação positiva com o RI a 5% de significância. O índice de Sharpe apresentou relação positiva com o RI com 1% de significância. As demais

variáveis do modelo apresentaram relação negativa com o RI a 1% de significância, mesmos resultados aos encontrados para a regressão com o índice de governança. A estatística Durbin-Watson é 2,075649, não se podendo rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem a 1% de significância. O R-quadrado ajustado indica que o modelo tem um poder de explicação de 81,67%.

Na sequência, a Tabela 13 apresenta o resultado da regressão para a segunda categoria de indicadores de governança, riscos e seu monitoramento.

Tabela 13 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Riscos e seu monitoramento

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Generalizados (<i>Cross-section weights</i>)				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
IG cat2	0,066267	0,008267	8,016276	0,0000***
RI(-1)	-0,365052	0,020515	-17,79441	0,0000***
AT	0,003721	0,001236	3,009108	0,0028***
PART	-0,002765	0,001223	-2,260912	0,0243**
ADCO	-0,003004	0,001384	-2,171013	0,0305**
RV	-0,000363	0,000154	-2,359523	0,0188**
IS	0,004588	0,000142	32,28480	0,0000***
C	0,049276	0,020734	2,376563	0,0179**
R-quadrado	0,825426	R-quadrado ajustado		0,822482
Estatística F	280,3170	Prob. (Estatística F)		0,000000
Estatística Durbin-Watson	2,034609			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como pode-se observar na Tabela 13 as variáveis explanatórias apresentaram os mesmos sinais dos apresentados no modelo com o índice de governança (Tabela 11). Além disso, nesta regressão o número de participantes e o percentual de investimentos em renda variável também foram significativos, apresentando relação negativa com a rentabilidade com 5% de significância. Porém, o tipo de patrocínio não foi significativo na regressão com os indicadores de risco e seu monitoramento. A regressão apresentada tem um poder de explicação de 82,25%, conforme indicado pelo R-quadrado ajustado. A estatística Durbin-Watson é 2,034609, não se podendo rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação a 1% de significância.

A seguir, a Tabela 14 apresenta o resultado da regressão para a terceira categoria de indicadores de governança, divulgação e sistema de informações.

Tabela 14 – Regressão Mínimos Quadrados Generalizados com indicadores da categoria Divulgação e sistema de informações

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Generalizados (<i>Cross-section weights</i>)				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
IG cat3	0,007477	0,010050	0,744032	0,4573
RI(-1)	-0,382565	0,021583	-17,72533	0,0000***
AT	0,005049	0,001074	4,703313	0,0000***
ADCO	-0,002372	0,001427	-1,661644	0,0973*
PATRO	-0,009020	0,002519	-3,580621	0,0004***
IS	0,005003	0,000142	35,25896	0,0000***
C	0,023943	0,023389	1,023683	0,3066
R-quadrado	0,805936	R-quadrado ajustado		0,803137
Estatística F	287,9370	Prob. (Estatística F)		0,000000
Estatística Durbin-Watson	2,071504			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e * 10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme apresentado na Tabela 14, o RI defasado em um período e o tipo de patrocínio estão relacionados negativamente com o RI com 1% de significância. O percentual de despesas administrativas também está relacionado negativamente com o RI, mas com 10% de significância. O total do ativo e o índice de Sharpe ambos apresentam relação positiva com o RI com 1% de significância. Porém, o conjunto de indicadores de divulgação e sistemas de informações não é significativa na explicação do RI. Desta forma, pela análise separada das três categorias de indicadores que formam o índice de governança, as práticas de governança da categoria de riscos e seu monitoramento são as que melhor explicam a rentabilidade calculada pelo RI.

Concluídos os testes, passa-se ao exame da regressão final apresentada na Tabela 11. Todas as variáveis do modelo apresentado a seguir têm significância de 1%, exceto a variável ADCO que tem significância de 10%.

$$RI = 0,028801 + 0,045838 (IG) - 0,379822 (RI(-1)) + 0,003903 (AT) - 0,002806 (ADCO) - 0,006666 (PATRO) + 0,004914 (IS)$$

O IG, conforme o esperado, apresenta uma relação positiva com a rentabilidade representada pelo RI. Ou seja, quanto mais práticas de governança adotadas pela EFPC, maior é o seu retorno. Este resultado está de acordo com o encontrado por Ammann e Zingg (2010), porém estes encontraram significância de 10%. Observa-se que o RI do período anterior tem relação negativa com o RI do período atual, ou seja, quanto maior o RI do ano anterior menor será o deste ano.

O ativo total apresentou relação positiva com a rentabilidade, conforme o esperado, devido a economia de escala na aplicação dos recursos. Como previsto pela teoria, as despesas administrativas estão negativamente relacionadas com a rentabilidade, resultado também encontrado por Pasqualetto (2015) e Ammann e Zingg (2010).

O tipo de patrocínio apresentou relação negativa com o RI, indicando que EFPC de patrocínio público têm maior rentabilidade. Este resultado é contrário ao esperado, pois Pereira, Niyama e Sallaberry (2013) e Pasqualetto (2015) encontraram maior eficiência na gestão de recursos do setor privado. Por fim, o índice de Sharpe está relacionado positivamente com a rentabilidade, ou seja, EFPC com retorno maior tem índice de Sharpe maior. Este resultado indica que EFPC com retorno maior que o retorno livre de risco assumiram um risco adicional menor.

Terminado o exame da regressão final, passa-se ao teste da hipótese formulada no presente estudo. A hipótese pressupõe que EFPC com melhor nível de governança tem maior rentabilidade. Ou seja, espera-se uma relação positiva entre rentabilidade e nível de governança. Desta forma, aceita-se a hipótese formulada pois o índice de governança (IG) apresentou relação positiva com a rentabilidade das EFPC, medida pelo RI, com 1% de significância.

Este resultado está de acordo com o resultado encontrado por Ammann e Zingg (2010), que acharam uma relação positiva a 10% de significância entre o valor líquido adicionado e o índice de governança por eles desenvolvido. Ainda corrobora, em parte, com o estudo de Torres e Santos (2008), que encontraram relação positiva a 5% de significância entre retorno acima da meta atuarial e o índices de transparência. Porém, estes autores também encontraram relação negativa entre retorno acima da meta atuarial e o índice de responsabilidade corporativa. No próximo capítulo são apresentadas as considerações finais do trabalho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), que têm por objetivo a administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária, vêm aos poucos melhorando seu nível de governança. Em 2011 apresentaram um índice médio de 15,35, passando para um índice médio de 16,33 em 2014. Tal evolução, embora lenta, possivelmente seja consequência da necessidade de apresentar mais garantias aos seus participantes, exigência essa que deve aumentar depois dos recentes escândalos de corrupção envolvendo EFPC divulgados pela mídia brasileira.

A adoção de práticas de governança visa mitigar conflitos de interesse entre participantes, gestores e patrocinadores das EFPC, consequentemente auxiliando na geração de resultado. Assim, esta pesquisa teve por objetivo identificar se a governança influencia positivamente a rentabilidade. Para isso, como medida de rentabilidade foi utilizado o retorno sobre os investimentos (RI). Já a governança foi mensurada através de um índice de governança composto por 33 indicadores construído com base na legislação brasileira sobre EFPC, orientações e recomendações emitidos por órgãos públicos e na literatura sobre governança. Assim, atingiu-se o objetivo específico de criar indicadores representativos do sistema de governança das EFPC.

Os resultados apontaram um RI médio dos quatro anos do estudo de 9,22%, ocorrendo grandes oscilações em relação a média em 2012 e 2013, quando o RI médio foi, respectivamente, 15,31% e 1,80%. Em relação a governança, o estudo demonstrou que as EFPC têm, em média, baixa adesão as práticas de governança elencadas no índice construído. A média foi de 15,93 pontos no nível de governança, representando 48,27% do total de 33 indicadores. A EFPC com maior nível de governança foi a Postalís, que atingiu 25 pontos em 2013. Ou seja, nenhuma EFPC aderiu a todos 33 indicadores de governança examinados. Desta forma, atingiu-se o objetivo específico de identificar o nível de governança das EFPC brasileiras.

Para verificar se as EFPC com melhores níveis de governança tem maior rentabilidade, hipótese da presente pesquisa, foi estimado um modelo estatístico com dados em painel para 141 EFPC e quatro períodos, 2011 a 2014, totalizando 564 observações. Devido a inclusão de uma variável com uma defasagem no modelo

econométrico final, perdeu-se as observações de 2011, restando 423 observações neste modelo.

Os resultados do modelo estatístico final estimado indicaram que o índice de governança (IG), variável correspondente a hipótese da pesquisa, apresentou relação positiva estatisticamente significativa a 1% com a variável dependente RI, representativa da rentabilidade. Assim, conclui-se que as EFPC com maiores níveis de governança tem maior rentabilidade, aceitando-se a hipótese formulada. Desta forma, o objetivo deste trabalho de analisar se existe relação positiva entre o nível de governança e a rentabilidade das EFPC foi alcançado.

Em relação as variáveis de controle incluídas no modelo estatístico final, três apresentaram relação negativa com a rentabilidade. Foram elas: o RI defasado em um período, o percentual de despesas administrativas e o tipo de patrocínio. Destaca-se o tipo de patrocínio, o qual apresentou relação contrária ao esperado, indicando que EFPC de patrocínio público tem maior rentabilidade. Já o ativo total e o índice de Sharpe apresentaram relação positiva com a rentabilidade.

Ressalta-se que este estudo considerou na mensuração do nível de governança apenas indicadores do índice de governança construído. Além disso, o cumprimento ou não de tais indicadores pelas EFPC foram estabelecidos somente com informações constantes nos relatórios anuais e estatutos disponíveis nas páginas eletrônicas de cada entidade na Internet. Também não foi analisada a veracidade das informações evidenciadas.

Como limitação desta pesquisa, cita-se ainda a não existência de um banco de dados público que contenha informações contábeis, financeiras e de governança individuais das EFPC. A PREVIC publica alguns estudos sobre as EFPC, mas os mesmos em sua maioria têm apenas informações médias de todas as EFPC. Essa limitação de acesso a dados foi responsável pela exclusão de muitas EFPC da amostra final.

Finalmente, como sugestões para pesquisas futuras citam-se: a possibilidade de replicação da presente pesquisa com a inclusão de outras variáveis; a investigação da existência de conflito de interesses na gestão das EFPC brasileiras; estudos que comparem a rentabilidade entre EFPC com administração própria dos investimentos e EFPC com investimentos administrados por terceiros.

REFERÊNCIAS

ABI-RAMIA, Marcelo; BOUERI, Rogério; SACHSIDA, Adolfo. Economias de escala e escopo na previdência complementar fechada brasileira. **Economia Aplicada**, v. 19, n. 3, p. 481-505, 2015.

ALBRECHT, William G.; SHAMSUB, Hannarong; GIANNATASIO, Nicholas A. Public pension fund governance practices and financial performance. **Journal of Public Budgeting, accounting & financial management**, v. 19, n. 2, p. 245-267, 2007.

AMMANN, Manuel; ZINGG, Andreas. Performance and governance of Swiss pension funds. **Journal of Pension Economics and Finance**, v. 9, n. 1, p. 95-128, jan. 2010.

ANDONOV, Aleksandar; BAUER, Rob; CREMERS, Martijin. Can Large Pension Funds Beat the Market? Asset Allocation, Market Timing, Security Selection and the Limits of Liquidity. **Working paper**, out. 2012.

ANDONOV, Aleksander; HOCHBERG, Yael V.; RAUH, Joshua D. Pension Fund Board Composition and Investment Performance: Evidence from Private Equity. **Working paper**, mar. 2016.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – ABRAPP. **Perfil do setor**, Relatório Social 2010. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/apoio/relatorio_social/2010/perfil.pdf>. Acesso em: 17 set. 2015.

BARROS, Carlos Pestana; GARCIA, Maria Teresa Medeiros. Analysing the performance of the pension fund industry with a stochastic frontier model: a case study for Portugal. **Geneva Papers on Risk & Insurance: Issues & Practice**, v. 32, n. 2, p. 190-210, apr. 2007.

BAUER, Rob; KOEDIJIK, Kees; SLAGER, Alfred. Investment Beliefs that Matter: New Insights into the Value Drivers of Pension Funds. **ResearchGate**, working paper maio 2010.

BENSON, Karen L.; HUTCHINSON, Marion; SRIRAM, Ashwin. Governance in the Australian Superannuation Industry. **Journal of Business Ethics**, v. 99, n. 2, p. 183-200, mar. 2011.

BLAKE, David; ROSSI, Alberto G.; TIMMERMANN, Allan; TONKS, Ian; WERMERS, Russ. Decentralized Investment Management: Evidence from the Pension Fund Industry. **The Journal of Finance**, v. LXVIII, n. 3, p. 1133-1178, jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Balço de Operaões**. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/main.jsp?lumPagId=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E75849DF&lumA=1&lumI=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E7A149E8&locale=pt_BR&doui_processActionId=setLocaleProcessAction>. Acesso em: 14 out. 2016

BRASIL. **Lei Complementar 108/2001, de 29 de maio de 2001**. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas

autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm>. Acesso em: 11 abr. 2015

BRASIL. **Lei Complementar 109/2001, de 29 de maio de 2001**. Dispõe sobre o regime de previdência complementar e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm>. Acesso em: 11 abr. 2015.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **GUIA PREVIC: Melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar**. Brasília, 2012. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_130730-162556-548.pdf>. Acesso em 11 abr. 2015.

BRASIL. **Resolução BACEN 3.792/2009, de 24 de setembro de 2009**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47507/Res_3792_v3_P.pdf>. Acesso em: 01 out. 2015.

BRASIL. **Resolução CGPC Nº 13/2004, de 01 de outubro de 2004**. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-110811-610.pdf>. Acesso em: 30 set. 2015.

BRASIL. **Resolução CGPC Nº 16/2005, de 22 de novembro de 2005**. Normatiza os planos de benefícios de caráter previdenciário nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-110808-216.pdf>. Acesso em: 30 set. 2015.

BRASIL. **Resolução CGPC Nº 23/2004, de 06 de dezembro de 2006**. Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-110807-129.pdf>. Acesso em: 01 out. 2015.

CLARK, Gordon L.; URWIN, Roger. Best-Practice Pension Fund Governance. **Journal of Asset Management**, v. 9, n. 1, p. 2–21, jun. 2008.

COCCO, João F.; VOLPIN, Paolo F. Corporate Governance of Pension Plans: The U.K. Evidence. **Financial Analysts Journal**, v. 63, n. 1, p. 70–83, jan./fev. 2007.

DREW, Michael E.; STANFORD, Jon D. Principal and Agent Problems in Superannuation Funds. **The Australian Economic Review**, v. 36, n. 1, p. 98-107, fev. 2003.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma**

análise segundo as teorias da agência e institucional. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Escola brasileira de administração pública e de empresas, Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: An overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, jun. 2006.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest**, oct. 1998.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**, 5. ed., AMGH Editora Ltda: 2011.

HARPER, Joel T. Board of Trustee Composition and Investment Performance of US Public Pension Plans. **Rotman International Centre for Pension Management**, fev. 2008.

IMPAVIDO, Gregorio. On The Governance of Public Pension Fund Management. **World Bank**, Policy research working paper, n. 2878, ago. 2002.

JACKOWICZ, Krzysztof. KOWALEWSKI, Oskar. Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 4, p. 493-515, dec. 2012.

KOWALEWSKI, Oskar. Corporate Governance and Pension Fund Performance. **Contemporary Economics**, v. 6, n. 1, p. 14-44, mar. 2012.

LIMA, Letícia Cesar de; OLIVEIRA, Marcelle Colares; PONTE, Vera Maria Rodrigues; REBOUÇAS, Sílvia Maria Dias Pedro. Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 03-26, set./dez. 2015.

LIMA, Luciana de Souza. **Governança corporativa, valor e desempenho de empresas com participação acionária de Fundos de pensão no Brasil**. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2013.

LOPES, Jorge Expedito de Gusmão; KATAOKA, Sheila Sayuri; RIBEIRO FILHO, José Francisco; PEDERNEIRAS, Marcleide Maria Macêdo. Um estudo sobre a divulgação das informações das práticas de governança corporativa nos sítios das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 13, p. 151-174, jan./jun. 2010.

MANGONI, Luiz Alberto. **A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA: Fatores explicativos da atração de investimentos**. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2015.

MINAYO, Maria Cecília de Souza. Construção de indicadores qualitativos para avaliação de mudanças. **Revista Brasileira de Educação Médica**, v. 33, p. 83-91, 2009.

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel de; LEAL, Ricardo Pereira Câmara; ALMEIDA, Vinício de Souza e. Large pension funds and the corporate governance practices of brazilian companies. **Corporate Ownership & Control**, v. 9, n. 2, p. 76-84, 2012.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD guidelines for pension fund governance**. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>>. Acesso em: 30 set. 2015.

PASQUALETO, Júlio César Medeiros. **Os fatores impactantes dos custos administrativos nos fundos de pensão brasileiros**. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2015.

PEREIRA, Carlos Augusto Pacheco; NIYAMA, Jorge Katsumi; SALLABERRY, Jonatas Dutra. A economia de escala no custo administrativo dos fundos de pensão brasileiros. In: XX CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS – CBC, 2013, Uberlândia. **Anais eletrônicos...** Uberlândia: CBC, nov. 2013. Disponível em: <<http://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/1/1>>. Acesso em: 27 out. 2015.

PEREIRA, Maurício Marcellini. **Impactos da redução nas taxas de juros da economia para os fundos de pensão**. 2013. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação (FACE), Universidade de Brasília (UNB), Brasília, 2013.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2007.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, Raphael Braga da; MOREIRA, Roberto Moreno; MOTTA, Luiz Felipe Jacques da. Impacto da Aplicação em Ativos Internacionais no Desempenho dos Fundos de Pensão do Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 237-258, 2009.

SILVA, Breno Augusto de Oliveira; NOGUEIRA, Sérgio Guimarães; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Aplicação prática do índice de Sharpe na determinação de um portfólio ótimo de ativos. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 1, ed. 26, p. 85-99, jan./jun. 2015.

STEWART, Fiona; YERMO, Juan. Pension fund governance: challenges and potential solutions. **OECD Journal: Financial Market Trends**, v. 2, p. 223-264, 2008.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – PREVIC. **6ª Série de Estudos**. Brasília, 2014. Disponível em: <<http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/series-de-estudo/serie-de-estudos-1/6a-serie-de-estudos.pdf>>. Acesso em: 18 jan. 2016.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – PREVIC. **Estatística trimestral – dezembro 2014**. Brasília, 2014. Disponível em: <<http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/informe-estatistico/2014>>. Acesso em: 05 out. 2015.

TEIXEIRA, Bruno de Medeiros. **Fatores explicativos da qualidade da governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras**. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2015.

TORRES, Fernando José Vieira; SANTOS, Joséte Florêncio dos. Influência das Práticas de Governança Corporativa no Retorno Excessivo dos Fundos de Pensão Brasileiros no ano de 2005. In: III ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA – ENAPG, 2008, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, nov. 2008. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=6&cod_edicao_subsecao=411&cod_evento_edicao=41&cod_edicao_trabalho=9909>. Acesso em: 04 set. 2015.

USEEM, Michael; MITCHELL, Olivia S. Holders of the Purse Strings: Governance and Performance of Public Retirement Systems. **Social Science Quarterly**, v. 81, n. 2, p. 489-506, jun. 2000.

APÊNDICE A

Indicadores de governança de fundos de pensão

(Continua)

	Nº	Indicador	Origem
Estrutura de governança	1	A entidade possui manual de governança?	§ 2º Art. 1º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc
	2	A entidade possui Organograma divulgado em seu Relatório Anual?	Ammann e Zingg (2010); OECD (2009)
	3	A entidade possui comitê de ética ligado ao conselho deliberativo?	Guia Previc, 55
	4	O estatuto da entidade apresenta critérios mínimos de competência técnica e gerencial para os membros dos conselhos e direção?	Art. 18 e 20 LC 108/2001; § 3º Art. 35º LC 109/2001; Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 58; Barros e Garcia (2007); Clark e Urwin (2008)
	5	A entidade possui política de capacitação de seus conselheiros, diretores e empregados para mantê-los permanentemente atualizados em matérias pertinentes as suas responsabilidades?	Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 57 e 58
	6	A entidade tem CEO em tempo integral?	Ammann e Zingg (2010)
	7	O estatuto da entidade prevê detalhadamente as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	Inciso I Art. 5º Res. CGPC 13/2004;
	8	Os membros dos órgãos estatutários mantêm independência de atuação (não ocupam cargos em mais de um órgão estatutário na mesma entidade)?	Art. 21 LC 108/2001; Inciso II Art. 5º Res. CGPC 13/2004
	9	Os órgãos estatutários possuem regimentos internos?	Inciso III Art. 5º Res. CGPC 13/2004
	10	O número de membros do conselho deliberativo é igual ou inferior a 6?	Ammann e Zingg (2010); Impavido (2002); Kowalewski (2012)
	11	O número de membros do conselho fiscal é igual ou inferior a 6?	Ammann e Zingg (2010)
	12	O estatuto ou regimento interno da entidade prevê que o conselho deliberativo e o conselho fiscal contratem eventualmente serviços especializados de terceiros?	§ 1º Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Impavido (2002)
	13	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham qualificação adequada as incumbências?	§ 3º Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 74; OECD (2009)
	14	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham experiência adequada as incumbências?	§ 3º Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 74; OECD (2009)
	15	A entidade tem algum procedimento que assegure que não haja conflito de interesses na contratação das empresas e profissionais que prestarem serviços especializados?	§ 3º Art. 4º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 74

	Nº	Indicador	Origem
	16	A entidade possui instâncias de assessoramento, como comitês consultivos de investimentos, de riscos, entre outros?	Guia Previc, 14, 64 e 65 (Conclusão)
	17	O conselho deliberativo instituiu auditoria interna que se reporte a ele?	Art. 6º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 65
	18	Há previsão de reuniões regulares dos órgãos estatutários (no mínimo seis por ano)?	Guia Previc, 67; Ammann e Zingg (2010); Clark e Urwin (2008)
Riscos e seu monitoramento	19	A entidade identifica, avalia, controla e monitora continuamente seus riscos?	Art. 12º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 68; Benson, Hutchinson e Sriram (2011)
	20	O retorno efetivo do investimento é maior ou igual ao retorno mínimo esperado (meta atuarial)?	Ammann e Zingg (2010); Pereira (2013)
	21	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração?	Ammann e Zingg (2010); Clark e Urwin (2008)
	22	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração variável ligada ao desempenho?	Ammann e Zingg (2010)
	23	O conselho deliberativo da entidade que contrata a auditoria externa?	Art. 23 LC 109/2001; Impavido (2002)
	24	A entidade possui código de ética e conduta e os divulga as partes relacionadas?	Art. 3º Res. CGPC 13/2004; Guia Previc, 54 e 71; Impavido (2002)
	25	A entidade realiza seus investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento?	Resolução BCB 3792/2009; Albrecht, Shamsub, Giannatasio (2007)
	26	A entidade realiza seus investimentos próximos aos limites legais dos tipos de investimentos?	Ammann e Zingg (2010)
Divulgação e sistema de informações	27	A entidade divulga seu estatuto em sua página eletrônica na Internet?	Art. 2º Res. CGPC 23/2006
	28	A entidade divulga o relatório anual de informações em sua página eletrônica na Internet?	Inciso I do Art. 3º Res. CGPC 23/2006; Torres e Santos (2008); Lopes, Kataoka, Ribeiro Filho e Pederneiras (2010)
	29	A entidade divulga as políticas de investimento em seu Relatório Anual?	Art. 16º Res. CGPC 13/2004; Inciso IV do Art. 5º Res. CGPC 23/2006; Guia Previc, 44; Torres e Santos (2008)
	30	A entidade divulga as premissas e hipóteses atuariais em seu Relatório Anual?	Art. 16º Res. CGPC 13/2004; Inciso IV do Art. 3º Res. CGPC 23/2006; Guia Previc, 44
	31	É divulgado o responsável pelas aplicações dos recursos da entidade (AETQ)?	Art. 22 LC 108/2001; § 5º Art. 35º LC 109/2001
	32	A entidade divulga a qualificação dos conselheiros e diretores em seu Relatório Anual?	Guia Previc
	33	A entidade divulga seu processo eleitoral para os conselhos deliberativo e fiscal em seu Relatório Anual?	Guia Previc

APÊNDICE B

Relação de EFPC do estudo

(Continua)

EFPC	Grupo	Data de coleta dos dados	Horário
ABBPREV	D	21/04/2016	10:55
ABRILPREV	C	21/04/2016	11:12
ACEPREV	C	21/04/2016	11:30
AGROS	C	21/04/2016	12:00
ANABBPREV	E	21/04/2016	18:05
APCDPREV	E	21/04/2016	18:10
AVONPREV	D	25/04/2016	20:38
BANDEPREV	C	22/04/2016	16:15
BANESSES	C	22/04/2016	16:21
BANESPREV	B	22/04/2016	17:20
BANRISUL/FBSS	B	24/04/2016	16:32
BASES	C	22/04/2016	16:30
BOTICARIO PREV	D	25/04/2016	20:45
BRASILETROS	C	22/04/2016	16:48
BUNGEPREV	D	25/04/2016	20:52
CABEC	D	25/04/2016	22:35
CAFBEF	E	29/04/2016	17:48
CAGEPREV	D	26/04/2016	08:23
CAPEF	B	24/04/2016	16:52
CAPOF	D	26/04/2016	08:44
CARBOPREV	D	26/04/2016	08:58
CARFEPE	E	29/04/2016	17:51
CARGILLPREV	C	22/04/2016	16:58
CASANPREV	D	26/04/2016	09:08
CAVA	E	29/04/2016	17:59
CBS	B	24/04/2016	17:02
CELPOS	C	22/04/2016	17:10
CENTRUS	B	24/04/2016	18:03
CERES	B	24/04/2016	18:07
CIASPREV	E	29/04/2016	18:02
CNBPREV	E	29/04/2016	18:30
COMPESAPREV	C	22/04/2016	17:46
CP PREV	D	26/04/2016	09:51
CYAMPREV	C	22/04/2016	18:06
DERMINAS	D	26/04/2016	09:59
DESBAN	C	22/04/2016	18:10
EATONPREV	D	26/04/2016	10:04
ECONOMUS	B	24/04/2016	18:36
ELETROCEEE	B	24/04/2016	18:40
ELETROS	B	24/04/2016	19:03
ELOS	B	24/04/2016	19:10
EMBRAER PREV	C	22/04/2016	22:00
ENERPREV	C	22/04/2016	22:10
FACEAL	D	26/04/2016	10:18
FACEB	C	22/04/2016	22:21
FACHESF	B	24/04/2016	19:15
FACOPAC	D	26/04/2016	10:40
FAECES	D	26/04/2016	10:50
FAELBA	C	22/04/2016	22:31

EFPC	Grupo	Data de coleta dos dados	Horário
FAPA	D	26/04/2016	11:00
FASCEMAR	D	26/04/2016	11:25
FASERN	D	26/04/2016	11:28
FALT	B	24/04/2016	19:23
FGV-PREVI	D	26/04/2016	11:44
FIOPREV	D	26/04/2016	11:46
FIPECQ	C	22/04/2016	23:03
FORLUZ	B	24/04/2016	23:05
FUCAP	D	26/04/2016	11:55
FUMPRESC	D	26/04/2016	12:07
FUNASA	E	29/04/2016	19:06
FUNBEP	B	24/04/2016	23:09
FUNCESP	A	25/04/2016	16:19
FUNDAÇÃO COPEL	B	24/04/2016	23:12
FUNDAÇÃO CORSAN	C	22/04/2016	23:15
FUNDAMBRAS	C	23/04/2016	09:47
FUNDO PARANA	E	29/04/2016	19:33
FUNSSSEST	B	25/04/2016	00:02
FUSESC	C	23/04/2016	10:35
FUTURA PREV	D	26/04/2016	17:38
GEBSA-PREV	C	23/04/2016	10:44
HP PREV	C	23/04/2016	10:47
IAJA	C	23/04/2016	10:55
IBM	B	25/04/2016	10:03
INDUSPREVI	D	26/04/2016	18:17
INERGUS	D	27/04/2016	09:52
INFRAPREV	B	24/04/2016	10:07
INSTITUTO AMBEV	C	23/04/2016	11:13
ISBRE	C	23/04/2016	11:28
ITAUSAINDL	B	25/04/2016	10:25
JUSPREV	E	30/04/2016	08:40
MAIS VIDA PREV	D	27/04/2016	10:23
MBPREV	C	23/04/2016	11:40
MERCAPREV	D	26/04/2016	22:10
METRUS	C	23/04/2016	11:46
MSD PREV	D	26/04/2016	22:34
NUCLEOS	B	25/04/2016	10:40
OABPREVNORDESTE	E	30/04/2016	09:15
OABPREV-PR	D	27/04/2016	10:37
OABPREV-RS	E	30/04/2016	09:18
OABPREV-SC	E	30/04/2016	09:24
OABPREV-SP	D	27/04/2016	11:04
PFIZER PREV	D	27/04/2016	11:10
PORTOPREV	D	27/04/2016	11:15
POSTALIS	B	25/04/2016	10:47
POUPREV	D	27/04/2016	11:20
PRECE	B	25/04/2016	10:51
PREV PEPSICO	D	27/04/2016	11:28
PREVBEP	D	27/04/2016	11:46
PREVCHEVRON	E	30/04/2016	10:14
PREVCUMMINS	D	27/04/2016	11:48
PREVDOW	C	23/04/2016	12:35

EFPC	Grupo	Data de coleta dos dados	Horário
PREVI – SIEMENS	C	23/04/2016	12:56
PREVI NOVARTIS	C	23/04/2016	13:00
PREVICEL	D	27/04/2016	12:22
PREVICOKE	D	27/04/2016	13:25
PREVIDÊNCIA USIMINAS	B	25/04/2016	10:58
PREVI-ERICSSON	C	23/04/2016	13:51
PREVIG	C	23/04/2016	13:53
PREVIM	D	27/04/2016	13:32
PREVINORTE	B	25/04/2016	11:33
PREVIP	D	27/04/2016	14:08
PREVIRB	C	23/04/2016	14:13
PREVISC	C	23/04/2016	14:30
PREVUNISUL	E	30/04/2016	10:35
PRHOSPER	C	23/04/2016	15:00
PROMON	C	23/04/2016	15:05
PSS	B	25/04/2016	11:41
RANDONPREV	D	27/04/2016	14:47
RBS PREV	D	27/04/2016	14:50
REAL GRANDEZA	B	25/04/2016	11:50
RECKITTPREV	E	30/04/2016	10:43
REFER	B	25/04/2016	11:59
REGIUS	C	23/04/2016	15:31
SABESPREV	C	24/04/2016	15:21
SANTANDERPREVI	B	25/04/2016	12:05
SÃO BERNARDO	C	24/04/2016	15:30
SÃO FRANCISCO	C	24/04/2016	15:36
SBOTPREV	E	30/04/2016	10:53
SEBRAE PREVIDENCIA	D	27/04/2016	15:02
SERGUS	C	24/04/2016	16:00
SERPROS	B	25/04/2016	12:10
SIAS	D	27/04/2016	15:13
SISTEL	B	25/04/2016	12:15
TECHNOS	E	30/04/2016	11:14
TELOS	B	25/04/2016	12:20
TEXPREV	D	27/04/2016	16:17
ULTRAPREV	D	27/04/2016	16:20
UNILEVERPREV	B	25/04/2016	12:24
UNISYS-PREVI	D	27/04/2016	16:21
VALIA	A	25/04/2016	17:01
VIKINGPREV	D	27/04/2016	16:30

APÊNDICE C

Análise descritiva por indicador do Índice de Governança de 2011 e 2012

(Continua)

Cód.	Indicadores	Média 2011	Desvio Padrão	Soma 2011	Obs. 2011	Média 2012	Desvio Padrão	Soma 2012	Obs. 2012
1	A entidade possui manual de governança?	0,05	0,22	7	141	0,07	0,26	10	141
2	A entidade possui Organograma divulgado em seu Relatório Anual?	0,13	0,33	18	141	0,14	0,35	20	141
3	A entidade possui comitê de ética ligado ao conselho deliberativo?	0,05	0,22	7	141	0,06	0,24	9	141
4	O estatuto da entidade apresenta critérios mínimos de competência técnica e gerencial para os membros dos conselhos e direção?	0,73	0,44	103	141	0,73	0,44	103	141
5	A entidade possui política de capacitação de seus conselheiros, diretores e empregados para mantê-los permanentemente atualizados em matérias pertinentes as suas responsabilidades?	0,84	0,36	119	141	0,85	0,36	120	141
6	A entidade tem CEO em tempo integral?	0,04	0,18	5	141	0,04	0,18	5	141
7	O estatuto da entidade prevê detalhadamente as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
8	Os membros dos órgãos estatutários mantêm independência de atuação (não ocupam cargos em mais de um órgão estatutário na mesma entidade)?	0,80	0,40	113	141	0,84	0,37	118	141
9	Os órgãos estatutários possuem regimentos internos?	0,67	0,47	94	141	0,67	0,47	94	141
10	O número de membros do conselho deliberativo é igual ou inferior a 6?	0,74	0,44	104	141	0,73	0,44	103	141
11	O número de membros do conselho fiscal é igual ou inferior a 6?	0,89	0,31	126	141	0,91	0,28	129	141
12	O estatuto ou regimento interno da entidade prevê que o conselho deliberativo e o conselho fiscal contratem eventualmente serviços especializados de terceiros?	0,89	0,31	126	141	0,89	0,31	126	141
13	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham qualificação adequada as incumbências?	0,02	0,14	3	141	0,02	0,14	3	141
14	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham experiência adequada as incumbências?	0,01	0,12	2	141	0,01	0,12	2	141
15	A entidade tem algum procedimento que assegure que não haja conflito de interesses na contratação das empresas e profissionais que prestarem serviços especializados?	0,03	0,17	4	141	0,03	0,17	4	141

Cód.	Indicadores	Média 2011	Desvio Padrão	Soma 2011	Obs. 2011	Média 2012	Desvio Padrão	Soma 2012	Obs. 2012
16	A entidade possui instâncias de assessoramento, como comitês consultivos de investimentos, de riscos, entre outros?	0,44	0,50	62	141	0,55	0,50	77	141
17	O conselho deliberativo instituiu auditoria interna que se reporte a ele?	0,10	0,30	14	141	0,10	0,30	14	141
18	Há previsão de reuniões regulares dos órgãos estatutários (no mínimo seis por ano)?	0,26	0,44	37	141	0,26	0,44	37	141
19	A entidade identifica, avalia, controla e monitora continuamente seus riscos?	0,77	0,42	109	141	0,80	0,40	113	141
20	O retorno efetivo do investimento é maior ou igual ao retorno mínimo esperado (meta atuarial)?	0,27	0,44	38	141	0,80	0,40	113	141
21	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração?	0,16	0,37	23	141	0,18	0,38	25	141
22	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração variável ligada ao desempenho?	0,00	0,00	0	141	0,01	0,08	1	141
23	O conselho deliberativo da entidade que contrata a auditoria externa?	0,50	0,50	71	141	0,50	0,50	71	141
24	A entidade possui código de ética e conduta e os divulga as partes relacionadas?	0,20	0,40	28	141	0,23	0,42	32	141
25	A entidade realiza seus investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento?	0,95	0,22	134	141	0,96	0,18	136	141
26	A entidade realiza seus investimentos próximos aos limites legais dos tipos de investimentos?	0,06	0,24	9	141	0,09	0,28	12	141
27	A entidade divulga seu estatuto em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
28	A entidade divulga o relatório anual de informações em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
29	A entidade divulga as políticas de investimento em seu Relatório Anual?	0,94	0,23	133	141	0,94	0,23	133	141
30	A entidade divulga as premissas e hipóteses atuariais em seu Relatório Anual?	0,87	0,33	123	141	0,89	0,31	126	141
31	É divulgado o responsável pelas aplicações dos recursos da entidade (AETQ)?	0,73	0,44	103	141	0,74	0,44	104	141
32	A entidade divulga a qualificação dos conselheiros e diretores em seu Relatório Anual?	0,01	0,08	1	141	0,01	0,12	2	141

(Conclusão)

Cód.	Indicadores	Média 2011	Desvio Padrão	Soma 2011	Obs. 2011	Média 2012	Desvio Padrão	Soma 2012	Obs. 2012
33	A entidade divulga seu processo eleitoral para os conselhos deliberativo e fiscal em seu Relatório Anual?	0,18	0,39	26	141	0,26	0,44	37	141

APÊNDICE D

Análise descritiva por indicador do Índice de Governança de 2013 e 2014

(Continua)

Cód.	Indicadores	Média 2013	Desvio Padrão	Soma 2013	Obs. 2013	Média 2014	Desvio Padrão	Soma 2014	Obs. 2014
1	A entidade possui manual de governança?	0,10	0,30	14	141	0,13	0,33	18	141
2	A entidade possui Organograma divulgado em seu Relatório Anual?	0,13	0,34	19	141	0,16	0,36	22	141
3	A entidade possui comitê de ética ligado ao conselho deliberativo?	0,09	0,28	12	141	0,09	0,28	12	141
4	O estatuto da entidade apresenta critérios mínimos de competência técnica e gerencial para os membros dos conselhos e direção?	0,73	0,44	103	141	0,73	0,44	103	141
5	A entidade possui política de capacitação de seus conselheiros, diretores e empregados para mantê-los permanentemente atualizados em matérias pertinentes as suas responsabilidades?	0,85	0,36	120	141	0,91	0,28	129	141
6	A entidade tem CEO em tempo integral?	0,04	0,18	5	141	0,04	0,18	5	141
7	O estatuto da entidade prevê detalhadamente as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
8	Os membros dos órgãos estatutários mantêm independência de atuação (não ocupam cargos em mais de um órgão estatutário na mesma entidade)?	0,87	0,33	123	141	0,91	0,29	128	141
9	Os órgãos estatutários possuem regimentos internos?	0,67	0,47	94	141	0,67	0,47	94	141
10	O número de membros do conselho deliberativo é igual ou inferior a 6?	0,74	0,44	104	141	0,77	0,42	109	141
11	O número de membros do conselho fiscal é igual ou inferior a 6?	0,91	0,28	129	141	0,94	0,23	133	141
12	O estatuto ou regimento interno da entidade prevê que o conselho deliberativo e o conselho fiscal contratem eventualmente serviços especializados de terceiros?	0,89	0,31	126	141	0,90	0,31	126	141
13	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham qualificação adequada as incumbências?	0,02	0,14	3	141	0,02	0,14	3	141
14	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham experiência adequada as incumbências?	0,01	0,12	2	141	0,01	0,12	2	141
15	A entidade tem algum procedimento que assegure que não haja conflito de interesses na contratação das empresas e profissionais que prestarem serviços especializados?	0,04	0,18	5	141	0,03	0,18	5	141

(Continuação)

Cód.	Indicadores	Média 2013	Desvio Padrão	Soma 2013	Obs. 2013	Média 2014	Desvio Padrão	Soma 2014	Obs. 2014
16	A entidade possui instâncias de assessoramento, como comitês consultivos de investimentos, de riscos, entre outros?	0,57	0,49	81	141	0,62	0,49	86	141
17	O conselho deliberativo instituiu auditoria interna que se reporte a ele?	0,10	0,30	14	141	0,10	0,30	14	141
18	Há previsão de reuniões regulares dos órgãos estatutários (no mínimo seis por ano)?	0,26	0,44	37	141	0,26	0,44	37	141
19	A entidade identifica, avalia, controla e monitora continuamente seus riscos?	0,78	0,41	110	141	0,81	0,39	114	141
20	O retorno efetivo do investimento é maior ou igual ao retorno mínimo esperado (meta atuarial)?	0,09	0,29	13	141	0,34	0,47	48	141
21	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração?	0,20	0,40	28	141	0,20	0,40	28	141
22	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração variável ligada ao desempenho?	0,02	0,14	3	141	0,01	0,08	1	141
23	O conselho deliberativo da entidade que contrata a auditoria externa?	0,50	0,50	71	141	0,50	0,50	71	141
24	A entidade possui código de ética e conduta e os divulga as partes relacionadas?	0,25	0,43	35	141	0,30	0,46	43	141
25	A entidade realiza seus investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento?	0,92	0,27	130	141	0,94	0,23	133	141
26	A entidade realiza seus investimentos próximos aos limites legais dos tipos de investimentos?	0,08	0,27	11	141	0,09	0,29	13	141
27	A entidade divulga seu estatuto em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
28	A entidade divulga o relatório anual de informações em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	141	141	1,00	0,00	141	141
29	A entidade divulga as políticas de investimento em seu Relatório Anual?	0,93	0,26	131	141	0,96	0,20	135	141
30	A entidade divulga as premissas e hipóteses atuariais em seu Relatório Anual?	0,91	0,29	128	141	0,92	0,27	130	141
31	É divulgado o responsável pelas aplicações dos recursos da entidade (AETQ)?	0,74	0,44	104	141	0,77	0,42	108	141
32	A entidade divulga a qualificação dos conselheiros e diretores em seu Relatório Anual?	0,01	0,12	2	141	0,01	0,08	1	141

(Conclusão)

Cód.	Indicadores	Média 2013	Desvio Padrão	Soma 2013	Obs. 2013	Média 2014	Desvio Padrão	Soma 2014	Obs. 2014
33	A entidade divulga seu processo eleitoral para os conselhos deliberativo e fiscal em seu Relatório Anual?	0,26	0,44	36	141	0,21	0,40	29	141

APÊNDICE E

Análise descritiva por indicador do Índice de Governança de 2011 a 2014

(Continua)

Cód.	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Obs.
1	A entidade possui manual de governança?	0,09	0,28	49	564
2	A entidade possui Organograma divulgado em seu Relatório Anual?	0,14	0,35	79	564
3	A entidade possui comitê de ética ligado ao conselho deliberativo?	0,07	0,26	40	564
4	O estatuto da entidade apresenta critérios mínimos de competência técnica e gerencial para os membros dos conselhos e direção?	0,73	0,44	412	564
5	A entidade possui política de capacitação de seus conselheiros, diretores e empregados para mantê-los permanentemente atualizados em matérias pertinentes as suas responsabilidades?	0,87	0,34	488	564
6	A entidade tem CEO em tempo integral?	0,04	0,18	20	564
7	O estatuto da entidade prevê detalhadamente as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	1,00	0,00	564	564
8	Os membros dos órgãos estatutários mantêm independência de atuação (não ocupam cargos em mais de um órgão estatutário na mesma entidade)?	0,85	0,35	482	564
9	Os órgãos estatutários possuem regimentos internos?	0,67	0,47	376	564
10	O número de membros do conselho deliberativo é igual ou inferior a 6?	0,74	0,44	420	564
11	O número de membros do conselho fiscal é igual ou inferior a 6?	0,92	0,28	517	564
12	O estatuto ou regimento interno da entidade prevê que o conselho deliberativo e o conselho fiscal contratem eventualmente serviços especializados de terceiros?	0,89	0,31	504	564
13	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham qualificação adequada as incumbências?	0,02	0,14	12	564
14	A entidade tem algum procedimento que assegure que as empresas e profissionais contratados para prestarem serviços especializados tenham experiência adequada as incumbências?	0,01	0,12	8	564
15	A entidade tem algum procedimento que assegure que não haja conflito de interesses na contratação das empresas e profissionais que prestarem serviços especializados?	0,03	0,18	18	564
16	A entidade possui instâncias de assessoramento, como comitês consultivos de investimentos, de riscos, entre outros?	0,54	0,50	306	564
17	O conselho deliberativo instituiu auditoria interna que se reporte a ele?	0,10	0,30	56	564

Cód.	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Obs.
18	Há previsão de reuniões regulares dos órgãos estatutários (no mínimo seis por ano)?	0,26	0,44	148	564
19	A entidade identifica, avalia, controla e monitora continuamente seus riscos?	0,79	0,41	446	564
20	O retorno efetivo do investimento é maior ou igual ao retorno mínimo esperado (meta atuarial)?	0,38	0,48	212	564
21	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração?	0,18	0,39	104	564
22	Os membros do conselho deliberativo possuem remuneração variável ligada ao desempenho?	0,01	0,09	5	564
23	O conselho deliberativo da entidade que contrata a auditoria externa?	0,50	0,50	284	564
24	A entidade possui código de ética e conduta e os divulga as partes relacionadas?	0,24	0,43	138	564
25	A entidade realiza seus investimentos dentro dos limites legais por tipo de investimento?	0,95	0,23	533	564
26	A entidade realiza seus investimentos próximos aos limites legais dos tipos de investimentos?	0,08	0,27	45	564
27	A entidade divulga seu estatuto em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	564	564
28	A entidade divulga o relatório anual de informações em sua página eletrônica na Internet?	1,00	0,00	564	564
29	A entidade divulga as políticas de investimento em seu Relatório Anual?	0,94	0,23	532	564
30	A entidade divulga as premissas e hipóteses atuariais em seu Relatório Anual?	0,90	0,30	507	564
31	É divulgado o responsável pelas aplicações dos recursos da entidade (AETQ)?	0,74	0,44	419	564
32	A entidade divulga a qualificação dos conselheiros e diretores em seu Relatório Anual?	0,01	0,10	6	564
33	A entidade divulga seu processo eleitoral para os conselhos deliberativo e fiscal em seu Relatório Anual?	0,23	0,42	128	564

APÊNDICE F

Classificação das EFPC conforme o Índice de Governança de 2011

(Continua)

Posição 2011	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG	
1	POSTALIS	11	6	7	24	0,7273	
	CAPEF	11	7	6	24	0,7273	
	NUCLEOS	12	6	6	24	0,7273	
2	ELETROS	11	6	6	23	0,6970	
3	BANRISUL FBSS	11	6	5	22	0,6667	
	SABESPREV	11	5	6	22	0,6667	
4	REAL GRANDEZA	11	5	5	21	0,6364	
	CERES	9	6	6	21	0,6364	
	SIAS	10	5	6	21	0,6364	
5	CENTRUS	11	4	5	20	0,6061	
	SERPROS	11	4	5	20	0,6061	
	FUSESC	10	5	5	20	0,6061	
6	ECONOMUS	10	4	5	19	0,5758	
	INFRAPREV	12	4	3	19	0,5758	
	INSTITUTO AMBEV	11	2	6	19	0,5758	
	PREVI-ERICSSON	11	3	5	19	0,5758	
	SEBRAE PREV	7	6	6	19	0,5758	
	CABEC	10	4	5	19	0,5758	
7	PREVINORTE	9	4	5	18	0,5455	
	REFER	10	4	4	18	0,5455	
	ELOS	9	5	4	18	0,5455	
	PRECE	8	4	6	18	0,5455	
	PREVIRB	10	3	5	18	0,5455	
	METRUS	8	5	5	18	0,5455	
	BANESES	9	4	5	18	0,5455	
	FACEB	9	4	5	18	0,5455	
	COMPESAPREV	8	4	6	18	0,5455	
	DERMINAS	8	5	5	18	0,5455	
	CAPOF	9	4	5	18	0,5455	
	JUSPREV	10	3	5	18	0,5455	
	8	FORLUZ	10	3	4	17	0,5152
		BANESPREV	9	2	6	17	0,5152
		FATL	7	5	5	17	0,5152
FACHESF		9	4	4	17	0,5152	
FAELBA		9	3	5	17	0,5152	
ENERPREV		9	3	5	17	0,5152	
FUNDAÇÃO CORSAN		10	4	3	17	0,5152	
FIPECQ		9	4	4	17	0,5152	
DESBAN		8	4	5	17	0,5152	

Posição 2011	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	ISBRE	9	4	4	17	0,5152
	CARGILLPREV	9	3	5	17	0,5152
	SERGUS	9	3	5	17	0,5152
	FASCEMAR	8	4	5	17	0,5152
	PREV PEPSICO	8	4	5	17	0,5152
	RBS PREV	8	4	5	17	0,5152
	TEXPREV	9	3	5	17	0,5152
	OABPREV-RS	9	2	6	17	0,5152
9	ELETROCEEE	8	4	4	16	0,4848
	REGIUS	9	2	5	16	0,4848
	PREVDOW	9	2	5	16	0,4848
	PRHOSPER	8	4	4	16	0,4848
	SÃO BERNARDO	8	4	4	16	0,4848
	PREVISC	9	3	4	16	0,4848
	GEBSA-PREV	9	2	5	16	0,4848
	CYAMPREV	9	2	5	16	0,4848
	MAIS VIDA PREV	9	2	5	16	0,4848
	PORTOPREV	7	4	5	16	0,4848
	FAPA	10	2	4	16	0,4848
	RANDONPREV	7	4	5	16	0,4848
	EATONPREV	8	3	5	16	0,4848
	AVONPREV	8	4	4	16	0,4848
	PREVICEL	8	3	5	16	0,4848
	FUMPRES	8	3	5	16	0,4848
	CARFEPE	8	3	5	16	0,4848
10	FUNCESP	7	3	5	15	0,4545
	SISTEL	7	4	4	15	0,4545
	TELOS	6	4	5	15	0,4545
	FUNBEP	8	2	5	15	0,4545
	UNILEVERPREV	9	2	4	15	0,4545
	BANDEPREV	7	3	5	15	0,4545
	HP PREV	8	2	5	15	0,4545
	ACEPREV	8	2	5	15	0,4545
	CELPOS	8	2	5	15	0,4545
	MBPREV	7	3	5	15	0,4545
	PREVIM	8	2	5	15	0,4545
	BUNGEPREV	8	2	5	15	0,4545
	FUTURA PREV	8	2	5	15	0,4545
	OABPREV-SP	9	2	4	15	0,4545
	FAECES	9	2	4	15	0,4545
	PREVBEP	8	2	5	15	0,4545
	FUNASA	8	2	5	15	0,4545
	PREVUNISUL	8	2	5	15	0,4545

Posição 2011	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	PREVCHEVRON	7	3	5	15	0,4545
	OABPREVNORDESTE	7	2	6	15	0,4545
	ANABBPREV	8	2	5	15	0,4545
11	PSS	7	2	5	14	0,4242
	EMBRAER PREV	8	2	4	14	0,4242
	BASES	6	3	5	14	0,4242
	FUNDAMBRAS	6	3	5	14	0,4242
	ABRILPREV	7	2	5	14	0,4242
	FACEAL	8	2	4	14	0,4242
	PREVICOKE	7	2	5	14	0,4242
	CP PREV	7	2	5	14	0,4242
	FIOPREV	6	3	5	14	0,4242
	FASERN	7	2	5	14	0,4242
	PREVIP	7	2	5	14	0,4242
	CASANPREV	8	2	4	14	0,4242
	OABPREV-PR	9	1	4	14	0,4242
	FACOPAC	6	3	5	14	0,4242
	CAFBEF	9	1	4	14	0,4242
	OABPREV-SC	8	1	5	14	0,4242
12	VALIA	8	1	4	13	0,3939
	PREV. USIMINAS	7	2	4	13	0,3939
	FUND. COPEL	6	3	4	13	0,3939
	IBM	5	3	5	13	0,3939
	SANTANDERPREVI	6	2	5	13	0,3939
	FUNSSEST	5	2	6	13	0,3939
	ITAUSAINDL	6	2	5	13	0,3939
	PREVIG	5	4	4	13	0,3939
	SÃO FRANCISCO	6	2	5	13	0,3939
	ULTRAPREV	4	4	5	13	0,3939
	VIKINGPREV	6	2	5	13	0,3939
	UNISYS-PREVI	6	2	5	13	0,3939
	FGV-PREVI	6	2	5	13	0,3939
	PFIZER PREV	6	2	5	13	0,3939
	MSD PREV	7	2	4	13	0,3939
	CARBOPREV	6	2	5	13	0,3939
	BOTICARIO PREV	5	2	6	13	0,3939
	RECKITTPREV	5	3	5	13	0,3939
	SBOTPREV	6	2	5	13	0,3939
	APCDPREV	6	2	5	13	0,3939
13	PREVI-SIEMENS	7	1	4	12	0,3636
	BRASILETROS	5	2	5	12	0,3636
	PREVCUMMINS	7	2	3	12	0,3636
	INERGUS	8	1	3	12	0,3636

Posição 2011	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	CAGEPREV	6	2	4	12	0,3636
	CAVA	4	3	5	12	0,3636
	CNBPREV	5	2	5	12	0,3636
14	CBS	5	2	4	11	0,3333
	PROMON	4	2	5	11	0,3333
	AGROS	5	3	3	11	0,3333
	INDUSPREVI	7	1	3	11	0,3333
	ABBPREV	4	2	5	11	0,3333
	POUPREV	6	2	3	11	0,3333
	TECHNOS	5	2	4	11	0,3333
15	PREVI NOVARTIS	4	1	5	10	0,3030
16	FUCAP	4	1	4	9	0,2727
	FUNDO PARANA	4	2	3	9	0,2727
17	IAJA	3	2	3	8	0,2424
	MERCAPREV	4	1	3	8	0,2424
	CIASPREV	4	2	2	8	0,2424

Classificação das EFPC conforme o Índice de Governança de 2012

(Continua)

Posição 2012	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
1	POSTALIS	11	6	7	24	0,7273
	NUCLEOS	12	6	6	24	0,7273
	ELETROS	11	7	6	24	0,7273
2	CAPEF	10	7	6	23	0,6970
	REAL GRANDEZA	11	7	5	23	0,6970
3	BANRISUL FBSS	11	6	5	22	0,6667
	FIPECQ	11	5	6	22	0,6667
4	SABESPREV	11	5	5	21	0,6364
	SIAS	10	5	6	21	0,6364
	SERPROS	11	5	5	21	0,6364
	ECONOMUS	10	6	5	21	0,6364
	INFRAPREV	13	5	3	21	0,6364
	SEBRAE PREV	9	6	6	21	0,6364
	ELOS	10	6	5	21	0,6364
	REGIUS	12	5	4	21	0,6364
5	CERES	9	5	6	20	0,6061
	CENTRUS	11	5	4	20	0,6061
	FUSESC	10	5	5	20	0,6061
	CABEC	11	4	5	20	0,6061
	FUNDAÇÃO CORSAN	10	6	4	20	0,6061
6	FACEB	9	4	6	19	0,5758
	DERMINAS	8	6	5	19	0,5758

Posição 2012	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	FORLUZ	10	4	5	19	0,5758
	FACHESF	9	5	5	19	0,5758
	FASCEMAR	9	4	6	19	0,5758
	PREVISC	9	5	5	19	0,5758
	UNILEVERPREV	10	3	6	19	0,5758
7	PREVI-ERICSSON	10	4	4	18	0,5455
	PREVINORTE	9	4	5	18	0,5455
	PRECE	8	5	5	18	0,5455
	BANESES	9	4	5	18	0,5455
	COMPESAPREV	8	5	5	18	0,5455
	CAPOF	9	4	5	18	0,5455
	BANESPREV	9	3	6	18	0,5455
	FATL	8	5	5	18	0,5455
	ENERPREV	8	4	6	18	0,5455
	DESBAN	8	5	5	18	0,5455
	ISBRE	9	4	5	18	0,5455
	SERGUS	9	3	6	18	0,5455
	PREVCUMMINS	10	2	6	18	0,5455
8	REFER	10	4	3	17	0,5152
	PREVIRB	10	3	4	17	0,5152
	JUSPREV	9	3	5	17	0,5152
	FAELBA	9	4	4	17	0,5152
	CARGILLPREV	9	2	6	17	0,5152
	RBS PREV	8	4	5	17	0,5152
	TEXPREV	9	3	5	17	0,5152
	OABPREV-RS	10	2	5	17	0,5152
	PREVDOW	9	3	5	17	0,5152
	CYAMPREV	9	3	5	17	0,5152
	MAIS VIDA PREV	9	3	5	17	0,5152
	RANDONPREV	7	5	5	17	0,5152
	EATONPREV	8	4	5	17	0,5152
	CELPOS	9	3	5	17	0,5152
	OABPREV-SP	9	3	5	17	0,5152
	PREVBEP	8	4	5	17	0,5152
	FUNASA	9	3	5	17	0,5152
	RECKITTPREV	8	4	5	17	0,5152
	CBS	9	3	5	17	0,5152
	POUPREV	7	4	6	17	0,5152
9	INSTITUTO AMBEV	10	2	4	16	0,4848
	PREV PEPSICO	7	4	5	16	0,4848
	ELETROCEEE	7	5	4	16	0,4848
	PRHOSPER	8	4	4	16	0,4848
	SÃO BERNARDO	8	4	4	16	0,4848

Posição 2012	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	GEBSA-PREV	8	3	5	16	0,4848
	FAPA	9	3	4	16	0,4848
	AVONPREV	8	4	4	16	0,4848
	FUMPRES	8	3	5	16	0,4848
	CARFEPE	8	3	5	16	0,4848
	SISTEL	7	4	5	16	0,4848
	FUNBEP	8	3	5	16	0,4848
	BANDEPREV	7	4	5	16	0,4848
	HP PREV	8	3	5	16	0,4848
	MBPREV	7	4	5	16	0,4848
	PREVIM	8	3	5	16	0,4848
	BUNGEPREV	8	3	5	16	0,4848
	FUTURA PREV	8	2	6	16	0,4848
	FAECES	9	3	4	16	0,4848
	PREVUNISUL	8	2	6	16	0,4848
	PREVCHEVRON	7	4	5	16	0,4848
	EMBRAER PREV	8	2	6	16	0,4848
	FACEAL	8	3	5	16	0,4848
	PREVICOKE	8	3	5	16	0,4848
	OABPREV-PR	9	2	5	16	0,4848
	FUNSSST	7	3	6	16	0,4848
	PREVI NOVARTIS	8	3	5	16	0,4848
10	PREVICEL	6	4	5	15	0,4545
	FUNCESP	7	3	5	15	0,4545
	OABPREVNORDESTE	7	2	6	15	0,4545
	ANABBPREV	8	2	5	15	0,4545
	PSS	7	3	5	15	0,4545
	ABRILPREV	7	3	5	15	0,4545
	FIOPREV	6	4	5	15	0,4545
	FASERN	7	3	5	15	0,4545
	PREVIP	7	3	5	15	0,4545
	CASANPREV	8	3	4	15	0,4545
	FACOPAC	6	4	5	15	0,4545
	VALIA	8	4	3	15	0,4545
	ITAUSAINDL	7	3	5	15	0,4545
	SÃO FRANCISCO	6	4	5	15	0,4545
	PFIZER PREV	7	3	5	15	0,4545
	MSD PREV	8	3	4	15	0,4545
	MERCAPREV	8	3	4	15	0,4545
11	PORTOPREV	6	3	5	14	0,4242
	TELOS	6	4	4	14	0,4242
	ACEPREV	8	1	5	14	0,4242
	BASES	7	2	5	14	0,4242

Posição 2012	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	FUNDAMBRAS	6	3	5	14	0,4242
	CP PREV	6	3	5	14	0,4242
	CAFBEF	9	1	4	14	0,4242
	OABPREV-SC	7	2	5	14	0,4242
	IBM	6	3	5	14	0,4242
	VIKINGPREV	6	3	5	14	0,4242
	UNISYS-PREVI	7	2	5	14	0,4242
	CARBOPREV	6	3	5	14	0,4242
	BOTICARIO PREV	5	4	5	14	0,4242
	SBOTPREV	6	3	5	14	0,4242
	BRASILETROS	5	4	5	14	0,4242
	IAJA	5	4	5	14	0,4242
12	PREV. USIMINAS	7	2	4	13	0,3939
	FUND. COPEL	6	3	4	13	0,3939
	SANTANDERPREVI	6	2	5	13	0,3939
	PREVIG	5	4	4	13	0,3939
	ULTRAPREV	5	3	5	13	0,3939
	FGV-PREVI	5	3	5	13	0,3939
	APCDPREV	6	2	5	13	0,3939
	PREVI-SIEMENS	7	2	4	13	0,3939
	CAGEPREV	5	3	5	13	0,3939
	CNBPREV	5	3	5	13	0,3939
	INDUSPREVI	8	2	3	13	0,3939
	ABBPREV	4	3	6	13	0,3939
13	METRUS	4	5	3	12	0,3636
	INERGUS	8	2	2	12	0,3636
	CAVA	4	3	5	12	0,3636
	AGROS	5	4	3	12	0,3636
14	PROMON	5	2	4	11	0,3333
	TECHNOS	5	2	4	11	0,3333
15	FUCAP	4	2	4	10	0,3030
	FUNDO PARANA	5	2	3	10	0,3030
16	CIASPREV	4	2	2	8	0,2424

Classificação das EFPC conforme o Índice de Governança de 2013

(Continua)

Posição 2013	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
1	POSTALIS	12	6	7	25	0,7576
2	NUCLEOS	12	5	6	23	0,6970
	ELETROS	11	6	6	23	0,6970
	INFRAPREV	14	5	4	23	0,6970
	CENTRUS	13	5	5	23	0,6970
3	CAPEF	11	5	6	22	0,6667
	REAL GRANDEZA	10	6	6	22	0,6667
	CBS	10	5	7	22	0,6667
4	BANRISUL FBSS	11	5	5	21	0,6364
	SERPROS	11	4	6	21	0,6364
5	SABESPREV	11	4	5	20	0,6061
	SIAS	10	4	6	20	0,6061
	ECONOMUS	10	5	5	20	0,6061
	ELOS	10	5	5	20	0,6061
	REGIUS	12	4	4	20	0,6061
	FUSESC	10	5	5	20	0,6061
	PREVI-ERICSSON	10	4	6	20	0,6061
6	FIPECQ	11	4	4	19	0,5758
	CERES	9	5	5	19	0,5758
	CABEC	11	3	5	19	0,5758
	FATL	8	6	5	19	0,5758
7	FUNDAÇÃO CORSAN	7	6	5	18	0,5455
	DERMINAS	8	5	5	18	0,5455
	FORLUZ	11	3	4	18	0,5455
	UNILEVERPREV	10	2	6	18	0,5455
	PREVINORTE	9	4	5	18	0,5455
	BANESES	9	4	5	18	0,5455
	CAPOF	9	4	5	18	0,5455
	REFER	10	3	5	18	0,5455
	PREVDOW	10	2	6	18	0,5455
	EATONPREV	9	3	6	18	0,5455
8	SEBRAE PREV	9	4	4	17	0,5152
	FACEB	9	3	5	17	0,5152
	FACHESF	9	4	4	17	0,5152
	FASCEMAR	9	3	5	17	0,5152
	PREVISC	9	3	5	17	0,5152
	COMPESAPREV	8	4	5	17	0,5152
	BANESPREV	9	2	6	17	0,5152
	DESBAN	8	4	5	17	0,5152
	ISBRE	9	3	5	17	0,5152
	SERGUS	9	2	6	17	0,5152

Posição 2013	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	PREVIRB	10	3	4	17	0,5152
	FAELBA	9	3	5	17	0,5152
	TEXPREV	9	3	5	17	0,5152
	OABPREV-RS	10	2	5	17	0,5152
	CYAMPREV	9	2	6	17	0,5152
	INSTITUTO AMBEV	11	2	4	17	0,5152
	CARFEPE	9	3	5	17	0,5152
	FUNBEP	9	2	6	17	0,5152
	EMBRAER PREV	8	3	6	17	0,5152
	ABBPREV	8	3	6	17	0,5152
9	PRECE	8	3	5	16	0,4848
	PREVCUMMINS	9	2	5	16	0,4848
	JUSPREV	9	2	5	16	0,4848
	RBS PREV	8	3	5	16	0,4848
	MAIS VIDA PREV	8	3	5	16	0,4848
	PREVBEP	8	3	5	16	0,4848
	RECKITTPREV	8	3	5	16	0,4848
	ELETROCEEE	7	4	5	16	0,4848
	FAPA	9	2	5	16	0,4848
	AVONPREV	8	4	4	16	0,4848
	FUMPRESC	8	3	5	16	0,4848
	SISTEL	7	3	6	16	0,4848
	BUNGEPREV	9	2	5	16	0,4848
	FACEAL	9	2	5	16	0,4848
	OABPREVNORDESTE	8	2	6	16	0,4848
	PSS	9	2	5	16	0,4848
	ABRILPREV	8	2	6	16	0,4848
	VALIA	9	4	3	16	0,4848
	ACEPREV	9	2	5	16	0,4848
	ULTRAPREV	8	3	5	16	0,4848
10	CARGILLPREV	8	2	5	15	0,4545
	OABPREV-SP	8	2	5	15	0,4545
	FUNASA	9	1	5	15	0,4545
	POUPREV	7	3	5	15	0,4545
	PREV PEPSICO	7	3	5	15	0,4545
	SÃO BERNARDO	8	3	4	15	0,4545
	GEBSA-PREV	8	2	5	15	0,4545
	BANDEPREV	7	3	5	15	0,4545
	HP PREV	8	2	5	15	0,4545
	MBPREV	7	3	5	15	0,4545
	PREVIM	8	2	5	15	0,4545
	FUTURA PREV	8	2	5	15	0,4545
	PREVUNISUL	8	2	5	15	0,4545

Posição 2013	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	PREVCHEVRON	7	3	5	15	0,4545
	PREVICOKE	8	2	5	15	0,4545
	OABPREV-PR	9	1	5	15	0,4545
	FUNSSEST	7	2	6	15	0,4545
	PREVI NOVARTIS	8	2	5	15	0,4545
	PREVICEL	6	3	6	15	0,4545
	ANABBPREV	8	2	5	15	0,4545
	CASANPREV	8	2	5	15	0,4545
	METRUS	7	4	4	15	0,4545
11	ENERPREV	8	2	4	14	0,4242
	CELPOS	7	2	5	14	0,4242
	PRHOSPER	7	3	4	14	0,4242
	FAECES	9	2	3	14	0,4242
	FUNCESP	7	2	5	14	0,4242
	FIOPREV	6	3	5	14	0,4242
	FASERN	7	2	5	14	0,4242
	ITAUSAINDL	7	2	5	14	0,4242
	PFIZER PREV	7	2	5	14	0,4242
	MSD PREV	7	2	5	14	0,4242
	PORTOPREV	6	3	5	14	0,4242
	TELOS	6	4	4	14	0,4242
	BASES	7	2	5	14	0,4242
	CAFBEF	9	1	4	14	0,4242
	OABPREV-SC	8	1	5	14	0,4242
	PREV. USIMINAS	7	2	5	14	0,4242
12	RANDONPREV	6	3	4	13	0,3939
	MERCAPREV	7	2	4	13	0,3939
	FUNDAMBRAS	6	2	5	13	0,3939
	CP PREV	6	2	5	13	0,3939
	VIKINGPREV	6	2	5	13	0,3939
	UNISYS-PREVI	6	2	5	13	0,3939
	CARBOPREV	6	2	5	13	0,3939
	BOTICARIO PREV	5	3	5	13	0,3939
	SBOTPREV	6	2	5	13	0,3939
	BRASILETROS	7	1	5	13	0,3939
	IAJA	5	3	5	13	0,3939
	SANTANDERPREVI	6	2	5	13	0,3939
	APCDPREV	6	2	5	13	0,3939
	PREVI-SIEMENS	7	1	5	13	0,3939
	CAGEPREV	6	2	5	13	0,3939
13	PREVIP	6	2	4	12	0,3636
	FUND. COPEL	7	2	3	12	0,3636
	PREVIG	5	3	4	12	0,3636

Posição 2013	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	FGV-PREVI	5	2	5	12	0,3636
	CNBPREV	5	2	5	12	0,3636
	INDUSPREVI	8	1	3	12	0,3636
	CAVA	5	2	5	12	0,3636
	AGROS	6	3	3	12	0,3636
14	FACOPAC	6	2	3	11	0,3333
	SÃO FRANCISCO	5	3	3	11	0,3333
	INERGUS	8	1	2	11	0,3333
	PROMON	6	0	5	11	0,3333
15	TECHNOS	5	2	3	10	0,3030
	FUCAP	3	3	4	10	0,3030
16	FUNDO PARANA	5	2	2	9	0,2727
	CIASPREV	4	3	2	9	0,2727
17	IBM	3	2	3	8	0,2424

Classificação das EFPC conforme o Índice de Governança de 2014

(Continua)

Posição 2014	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
1	POSTALIS	11	6	7	24	0,7273
2	INFRAPREV	14	5	4	23	0,6970
3	NUCLEOS	12	6	4	22	0,6667
	ELETROS	11	6	5	22	0,6667
	CENTRUS	13	5	4	22	0,6667
	CAPEF	11	5	6	22	0,6667
	REAL GRANDEZA	11	6	5	22	0,6667
4	BANRISUL FBSS	11	5	5	21	0,6364
	SERPROS	11	5	5	21	0,6364
	ECONOMUS	11	5	5	21	0,6364
	FUSESC	10	5	6	21	0,6364
	FIPECQ	11	4	6	21	0,6364
	FUNDACAO CORSAN	10	7	4	21	0,6364
	PREVINORTE	10	5	6	21	0,6364
	FASERN	10	5	6	21	0,6364
5	SABESPREV	11	4	5	20	0,6061
	SIAS	10	4	6	20	0,6061
	ELOS	10	5	5	20	0,6061
	REGIUS	12	4	4	20	0,6061
	CABEC	11	3	6	20	0,6061
	FORLUZ	11	3	6	20	0,6061
	INSTITUTO AMBEV	11	4	5	20	0,6061
6	PREVI-ERICSSON	10	4	5	19	0,5758
	CERES	9	5	5	19	0,5758

Posição 2014	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	REFER	10	4	5	19	0,5758
	FACEB	9	4	6	19	0,5758
7	DERMINAS	8	5	5	18	0,5455
	UNILEVERPREV	10	3	5	18	0,5455
	BANESES	9	4	5	18	0,5455
	CAPOF	9	4	5	18	0,5455
	SEBRAE PREV	9	4	5	18	0,5455
	FACHESF	9	5	4	18	0,5455
	COMPESAPREV	8	5	5	18	0,5455
	BANESPREV	9	3	6	18	0,5455
	ISBRE	9	4	5	18	0,5455
	OABPREV-RS	10	2	6	18	0,5455
	FUNBEP	9	4	5	18	0,5455
	RBS PREV	8	4	6	18	0,5455
	PREVICEL	9	3	6	18	0,5455
	ENERPREV	9	4	5	18	0,5455
8	CBS	9	3	5	17	0,5152
	FATL	8	4	5	17	0,5152
	PREVDOW	10	2	5	17	0,5152
	EATONPREV	9	3	5	17	0,5152
	FASCEMAR	9	3	5	17	0,5152
	DESBAN	8	4	5	17	0,5152
	SERGUS	9	3	5	17	0,5152
	PREVIRB	10	3	4	17	0,5152
	TEXPREV	9	3	5	17	0,5152
	CARFEPE	9	3	5	17	0,5152
	JUSPREV	9	2	6	17	0,5152
	MAIS VIDA PREV	9	3	5	17	0,5152
	PREVBEP	8	4	5	17	0,5152
	RECKITTPREV	8	3	6	17	0,5152
	ELETROCEEE	8	4	5	17	0,5152
	FAPA	10	2	5	17	0,5152
	AVONPREV	8	5	4	17	0,5152
	BUNGEPREV	9	3	5	17	0,5152
	PSS	9	3	5	17	0,5152
	FUNASA	9	3	5	17	0,5152
9	PREVISC	9	3	4	16	0,4848
	FAELBA	9	3	4	16	0,4848
	CYAMPREV	9	2	5	16	0,4848
	EMBRAER PREV	8	3	5	16	0,4848
	PREVCUMMINS	9	2	5	16	0,4848
	FUMPRESA	8	3	5	16	0,4848
	OABPREVNORDESTE	8	2	6	16	0,4848

Posição 2014	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	ABRILPREV	8	3	5	16	0,4848
	VALIA	9	4	3	16	0,4848
	ACEPREV	9	2	5	16	0,4848
	ULTRAPREV	8	3	5	16	0,4848
	CARGILLPREV	9	2	5	16	0,4848
	POUPREV	7	4	5	16	0,4848
	PREV PEPSICO	8	3	5	16	0,4848
	SÃO BERNARDO	8	4	4	16	0,4848
	BANDEPREV	8	3	5	16	0,4848
	MBPREV	7	4	5	16	0,4848
	FUTURA PREV	8	2	6	16	0,4848
	PREVUNISUL	9	2	5	16	0,4848
	FUNSEST	7	3	6	16	0,4848
	PREVI NOVARTIS	8	3	5	16	0,4848
	FUNCESP	8	3	5	16	0,4848
	MSD PREV	8	4	4	16	0,4848
	PORTOPREV	7	4	5	16	0,4848
	CAFBEP	9	3	4	16	0,4848
	RANDONPREV	7	4	5	16	0,4848
	APCDPREV	9	2	5	16	0,4848
10	ABBPREV	8	2	5	15	0,4545
	PRECE	8	3	4	15	0,4545
	SISTEL	7	4	4	15	0,4545
	FACEAL	8	2	5	15	0,4545
	OABPREV-SP	8	2	5	15	0,4545
	GEBSA-PREV	8	2	5	15	0,4545
	HP PREV	8	2	5	15	0,4545
	PREVIM	8	2	5	15	0,4545
	PREVCHEVRON	7	3	5	15	0,4545
	PREVICOKE	8	2	5	15	0,4545
	PRHOSPER	8	3	4	15	0,4545
	FAECES	9	3	3	15	0,4545
	ITAUSAINDL	7	3	5	15	0,4545
	TELOS	6	4	5	15	0,4545
	BASES	7	3	5	15	0,4545
	OABPREV-SC	8	1	6	15	0,4545
	PREV. USIMINAS	8	3	4	15	0,4545
	CP PREV	7	3	5	15	0,4545
	BRASILETROS	7	2	6	15	0,4545
	INDUSPREVI	9	1	5	15	0,4545
	IBM	7	3	5	15	0,4545
11	OABPREV-PR	9	1	4	14	0,4242
	ANABBPREV	8	1	5	14	0,4242

Posição 2014	EFPC	Cat. 1	Cat. 2	Cat. 3	Pontuação total	IG
	CELPOS	7	2	5	14	0,4242
	FIOPREV	6	3	5	14	0,4242
	PFIZER PREV	7	2	5	14	0,4242
	VIKINGPREV	6	3	5	14	0,4242
	UNISYS-PREVI	7	2	5	14	0,4242
	SANTANDERPREVI	6	3	5	14	0,4242
	FGV-PREVI	6	3	5	14	0,4242
	CNBPREV	7	2	5	14	0,4242
	FACOPAC	6	3	5	14	0,4242
	FUNDO PARANA	5	3	6	14	0,4242
12	CASANPREV	8	2	3	13	0,3939
	METRUS	5	4	4	13	0,3939
	MERCAPREV	7	2	4	13	0,3939
	FUNDAMBRAS	6	2	5	13	0,3939
	CARBOPREV	6	2	5	13	0,3939
	BOTICARIO PREV	5	3	5	13	0,3939
	SBOTPREV	6	2	5	13	0,3939
	IAJA	5	3	5	13	0,3939
	PREVI-SIEMENS	7	2	4	13	0,3939
	CAGEPREV	6	2	5	13	0,3939
	FUND. COPEL	7	2	4	13	0,3939
	PREVIG	6	3	4	13	0,3939
13	PREVIP	6	2	4	12	0,3636
	CAVA	5	2	5	12	0,3636
	AGROS	6	3	3	12	0,3636
	PROMON	6	2	4	12	0,3636
14	INERGUS	8	1	2	11	0,3333
	TECHNOS	5	2	4	11	0,3333
15	SÃO FRANCISCO	5	2	3	10	0,3030
	FUCAP	3	3	4	10	0,3030
16	CIASPREV	4	3	2	9	0,2727

APÊNDICE G

Dados das variáveis das EFPC estudadas

(Continua)

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
FUNCESP	2011	A	0,1261	0,4545	23,73	11	0,1905	1	25,89	0,4885
FUNCESP	2012	A	0,2419	0,4545	23,89	11	0,1779	1	20,91	4,6805
FUNCESP	2013	A	0,0155	0,4242	23,85	11	0,1871	1	18,78	-2,2310
FUNCESP	2014	A	0,0895	0,4848	23,88	11	0,2071	1	15,99	-1,3000
VALIA	2011	B	0,1032	0,3939	23,41	11	0,3319	1	24,63	-0,7935
VALIA	2012	A	0,1878	0,4545	23,56	12	0,3356	1	22,47	4,0506
VALIA	2013	A	0,0312	0,4848	23,57	12	0,3709	1	17,19	-2,5128
VALIA	2014	A	0,1008	0,4848	23,63	12	0,3943	1	12,43	-0,7340
SISTEL	2011	B	0,1718	0,4545	23,28	10	0,2923	1	16,23	2,2253
SISTEL	2012	A	0,2360	0,4848	23,45	10	0,2269	1	12,74	17,9176
SISTEL	2013	B	-0,0528	0,4848	23,35	10	0,3233	1	18,01	-8,1098
SISTEL	2014	B	0,1234	0,4545	23,41	10	0,3332	1	13,41	0,8870
FORLUZ	2011	B	0,1037	0,5152	23,07	10	0,2144	0	9,90	-1,0926
FORLUZ	2012	B	0,2593	0,5758	23,26	10	0,1919	0	9,46	4,4682
FORLUZ	2013	B	0,0123	0,5455	23,24	10	0,1992	0	10,55	-4,8849
FORLUZ	2014	B	0,1193	0,6061	23,32	10	0,2003	0	8,60	1,0265
BANESPREV	2011	B	0,1274	0,5152	23,08	10	0,1505	1	7,54	1,3371
BANESPREV	2012	B	0,1646	0,5455	23,36	10	0,1174	1	7,79	9,8659
BANESPREV	2013	B	0,1458	0,5152	23,40	10	0,1249	1	6,56	5,2903
BANESPREV	2014	B	0,1313	0,5455	23,24	10	0,1492	1	3,97	3,1467
REAL GRANDEZA	2011	B	0,1311	0,6364	23,03	9	0,3302	0	17,70	0,7800
REAL GRANDEZA	2012	B	0,2262	0,6970	23,22	9	0,3109	0	19,72	10,1786
REAL GRANDEZA	2013	B	-0,0419	0,6667	23,14	9	0,3467	0	21,39	-4,8071
REAL GRANDEZA	2014	B	0,1339	0,6667	23,23	9	0,3313	0	19,79	1,5976
FATL	2011	B	0,1289	0,5152	22,86	10	0,4872	1	13,27	3,2683
FATL	2012	B	0,1712	0,5455	22,99	10	0,4452	1	10,70	9,9432
FATL	2013	B	-0,0506	0,5758	22,91	10	0,4975	1	7,82	-7,8795
FATL	2014	B	0,0568	0,5152	22,92	10	0,4897	1	5,22	-6,6974
POSTALIS	2011	B	0,0571	0,7273	22,65	12	0,7562	0	1,30	-12,1667
POSTALIS	2012	B	0,0480	0,7273	22,78	12	0,7574	0	1,15	-3,7979
POSTALIS	2013	B	0,0240	0,7576	22,87	12	0,7538	0	2,60	-13,7073
POSTALIS	2014	B	-0,0807	0,7273	22,81	12	1,4273	0	13,33	-7,8500
CXUSIMINAS	2011	B	0,0709	0,3939	22,34	11	0,2271	1	21,61	-0,7483
PREV. USIMINAS	2012	B	0,1955	0,3939	22,73	11	0,2335	1	9,55	1,6110
PREVIDÊNCI A USIMINAS	2013	B	0,0732	0,4242	22,75	11	0,2619	1	8,49	-0,3977
PREVIDÊNCI A USIMINAS	2014	B	0,1111	0,4545	22,80	11	0,2437	1	7,60	0,2099
FUNDAÇÃO COPEL	2011	B	0,1179	0,3939	22,50	10	0,2239	0	8,15	0,2697
FUND. COPEL	2012	B	0,1450	0,3939	22,62	10	0,1906	0	9,45	7,2976
FUNDAÇÃO COPEL	2013	B	0,0591	0,3636	22,65	10	0,1837	0	9,72	-2,4535
FUNDAÇÃO COPEL	2014	B	0,1178	0,3939	22,74	10	0,2421	0	7,77	1,4225
CENTRUS	2011	B	0,0472	0,6061	22,82	7	0,3839	0	30,87	-2,2919
CENTRUS	2012	B	0,1872	0,6061	22,89	7	0,3482	0	29,64	3,2547

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
CENTRUS	2013	B	0,0629	0,6970	22,83	7	0,4865	0	26,60	-0,9153
CENTRUS	2014	B	0,0527	0,6667	22,64	8	0,5099	0	15,13	-3,0387
TELOS	2011	B	0,1205	0,4545	22,32	10	0,2630	1	6,63	1,0204
TELOS	2012	B	0,1739	0,4242	22,43	10	0,2536	1	10,37	6,2639
TELOS	2013	B	0,1008	0,4242	22,49	9	0,2516	1	7,92	3,7455
TELOS	2014	B	0,0927	0,4545	22,53	9	0,2568	1	6,64	-3,3333
FACHESF	2011	B	0,0932	0,5152	22,34	9	0,2594	0	15,18	-1,9735
FACHESF	2012	B	0,2550	0,5758	22,50	9	0,3476	0	14,47	15,2946
FACHESF	2013	B	-0,0935	0,5152	22,37	10	0,4526	0	15,20	-7,1481
FACHESF	2014	B	0,0932	0,5455	22,42	10	0,4889	0	12,19	-1,2832
ELETROCEE E	2011	B	0,0902	0,4848	22,29	10	0,4163	0	23,46	-1,4134
ELETROCEE E	2012	B	0,2461	0,4848	22,47	10	0,3980	0	22,06	5,7794
ELETROCEE E	2013	B	-0,0570	0,4848	22,36	10	0,4136	0	22,73	-6,0441
ELETROCEE E	2014	B	0,0951	0,5152	22,40	10	0,4449	0	21,98	-0,8571
ECONOMUS	2011	B	0,1095	0,5758	22,18	10	0,4771	0	13,37	-0,4800
ECONOMUS	2012	B	0,1718	0,6364	22,29	10	0,3946	0	14,55	10,0114
ECONOMUS	2013	B	0,0785	0,6061	22,34	10	0,3972	0	15,38	-0,1339
ECONOMUS	2014	B	0,1025	0,6364	22,38	10	0,4304	0	12,40	-0,9286
SERPROS	2011	B	0,1025	0,6061	21,95	9	0,5021	0	8,22	-2,3214
SERPROS	2012	B	0,1326	0,6364	22,06	9	0,7547	0	6,01	4,6571
SERPROS	2013	B	0,1089	0,6364	22,16	10	0,7211	0	6,05	2,2778
SERPROS	2014	B	0,1220	0,6364	22,27	10	0,5576	0	4,84	4,3333
CERES	2011	B	0,1963	0,6364	21,95	10	0,3824	0	13,74	1,9517
CERES	2012	B	0,1003	0,6061	22,05	10	0,3605	0	15,69	0,3138
CERES	2013	B	0,0615	0,5758	22,11	10	0,3951	0	16,80	-1,3453
CERES	2014	B	0,0929	0,5758	22,22	10	0,3920	0	14,44	-1,5417
CBS	2011	B	0,0791	0,3333	22,19	10	0,3179	1	5,56	-3,8316
CBS	2012	B	0,1881	0,5152	22,18	10	0,3294	1	4,52	2,5778
CBS	2013	B	0,0011	0,6667	22,13	10	0,3762	1	5,47	-4,1198
CBS	2014	B	0,0978	0,5152	22,17	10	0,3503	1	2,24	-0,7557
IBM	2011	B	0,0826	0,3939	22,15	10	0,3028	1	9,98	-4,2727
IBM	2012	B	0,0997	0,4242	22,12	10	0,2409	1	11,32	1,4414
IBM	2013	B	0,0537	0,2424	22,06	10	0,2654	1	9,39	-2,5728
IBM	2014	B	0,0896	0,4545	22,05	10	0,2299	1	7,86	-4,2093
FUNBEP	2011	B	0,0902	0,4545	21,95	9	0,2976	1	10,33	-3,9531
FUNBEP	2012	B	0,3255	0,4848	22,18	9	0,2313	1	2,82	3,3771
FUNBEP	2013	B	-0,0904	0,5152	22,03	9	0,3348	1	3,25	-6,2036
FUNBEP	2014	B	0,0973	0,5455	22,05	9	0,3020	1	2,70	-1,1429
BANRISUL/FB SS	2011	B	0,2041	0,6667	21,87	10	0,5114	0	17,37	1,4199
BANRISUL/FB SS	2012	B	0,2353	0,6667	22,02	10	0,5147	0	9,06	10,7518
BANRISUL/FB SS	2013	B	-0,0908	0,6364	21,89	10	0,5788	0	9,06	-7,5330
BANRISUL/FB SS	2014	B	0,1315	0,6364	22,04	10	0,7227	0	7,01	1,2020
ELETROS	2011	B	0,1165	0,6970	21,83	9	0,8340	0	16,39	0,0474
ELETROS	2012	B	0,1576	0,7273	21,95	9	0,7536	0	17,45	5,2411
ELETROS	2013	B	0,0056	0,6970	21,93	9	0,7439	0	18,44	-4,0543
ELETROS	2014	B	0,0903	0,6667	21,97	9	0,7297	0	15,77	-1,8710
CAPEF	2011	B	0,1243	0,7273	21,68	9	0,3637	0	5,57	1,7600
CAPEF	2012	B	0,1309	0,6970	21,76	9	0,3605	0	5,26	4,1043

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
CAPEF	2013	B	0,1310	0,6667	21,85	9	0,3368	0	4,75	7,8154
CAPEF	2014	B	0,1404	0,6667	21,95	9	0,3311	0	4,00	5,1905
INFRAPREV	2011	C	0,0902	0,5758	21,39	10	0,8123	0	18,98	-1,0720
INFRAPREV	2012	B	0,1468	0,6364	21,55	10	0,7696	0	13,91	3,1709
INFRAPREV	2013	B	0,0425	0,6970	21,61	10	0,8546	0	10,90	-2,2988
INFRAPREV	2014	B	0,1063	0,6970	21,72	10	0,7776	0	12,12	-0,3182
PSS	2011	B	0,1210	0,4242	21,60	9	0,2132	1	9,78	0,3873
PSS	2012	B	0,2521	0,4545	21,78	9	0,1919	1	8,73	19,5814
PSS	2013	B	-0,1150	0,4848	21,60	9	0,2204	1	9,27	-9,2952
PSS	2014	B	0,1335	0,5152	21,66	9	0,2298	1	8,71	1,6863
PREVINORTE	2011	C	0,1391	0,5455	21,31	9	0,7907	0	2,37	2,3137
PREVINORTE	2012	B	0,2208	0,5455	21,53	9	0,6561	0	7,04	52,7308
PREVINORTE	2013	B	0,0051	0,5455	21,56	9	0,7137	0	9,84	-6,1057
PREVINORTE	2014	B	0,1126	0,6364	21,66	9	0,6986	0	5,47	0,4153
REFER	2011	B	0,1308	0,5455	21,85	10	2,0319	0	14,09	0,3984
REFER	2012	B	0,1364	0,5152	21,87	10	1,1572	0	15,24	3,2331
REFER	2013	B	0,0243	0,5455	21,71	10	1,9313	0	15,71	-2,9734
REFER	2014	B	0,0717	0,5758	21,65	10	2,0544	0	13,77	-2,7273
ELOS	2011	B	0,1189	0,5455	21,44	8	0,3622	0	9,82	0,3400
ELOS	2012	B	0,2782	0,6364	21,66	8	0,3354	0	10,06	7,5388
ELOS	2013	B	-0,0604	0,6061	21,57	8	0,3414	0	12,97	-7,3613
ELOS	2014	B	0,1017	0,6061	21,62	8	0,3473	0	11,17	-0,5505
PRECE	2011	B	0,0173	0,5455	21,51	9	0,8539	0	23,94	-3,1677
PRECE	2012	B	0,1230	0,5455	21,57	9	0,8180	0	23,56	3,5727
PRECE	2013	B	0,0267	0,4848	21,57	9	0,7336	0	25,05	-2,3991
PRECE	2014	B	0,0838	0,4545	21,60	9	0,7573	0	18,20	-4,1207
UNILEVERPR EV	2011	C	0,0959	0,4545	21,36	9	0,2326	1	11,41	-2,3614
UNILEVERPR EV	2012	B	0,1608	0,5758	21,47	10	0,1992	1	12,59	6,1680
UNILEVERPR EV	2013	B	0,0318	0,5455	21,47	10	0,1905	1	11,50	-3,8110
UNILEVERPR EV	2014	B	0,1032	0,5455	21,55	10	0,1841	1	9,85	-0,4500
SANTANDER PREVI	2011	C	0,0857	0,3939	21,23	11	0,0870	1	10,64	-3,3483
SANTANDER- PREVI	2012	C	0,0919	0,3939	21,37	11	0,0927	1	12,50	0,8200
SANTANDER PREVI	2013	B	0,0133	0,3939	21,42	11	0,1004	1	9,12	-4,9191
SANTANDER PREVI	2014	B	0,0987	0,4242	21,54	11	0,0843	1	8,45	-2,2500
NUCLEOS	2011	C	0,1083	0,7273	21,19	8	0,6233	0	10,92	-1,3846
NUCLEOS	2012	C	0,2664	0,7273	21,41	8	0,5750	0	13,58	22,8375
NUCLEOS	2013	C	-0,0917	0,6970	21,36	8	0,6444	0	16,05	-6,7412
NUCLEOS	2014	B	0,1960	0,6667	21,53	8	0,6080	0	12,53	4,5282
FUNSSSEST	2011	C	0,1136	0,3939	21,21	9	0,1063	1	7,81	-0,2754
FUNSSSEST	2012	C	0,1727	0,4848	21,33	9	0,0991	1	6,52	4,0090
FUNSSSEST	2013	C	0,1032	0,4545	21,40	9	0,0910	1	6,18	10,9524
FUNSSSEST	2014	B	0,1247	0,4848	21,49	9	0,0897	1	4,71	3,8636
ITAUSAINDL	2011	C	0,0802	0,3939	21,33	9	0,1768	1	8,04	-4,9028
ITAUSAINDL	2012	B	0,1338	0,4545	21,43	9	0,1687	1	10,20	4,3565
ITAUSAINDL	2013	C	0,0135	0,4242	21,41	9	0,2334	1	9,90	-4,9776
ITAUSAINDL	2014	B	0,1094	0,4545	21,48	9	0,2301	1	1,78	0,2931
FUSESC	2011	C	0,1206	0,6061	21,26	9	0,5424	0	1,65	1,5938
FUSESC	2012	C	0,1355	0,6061	21,32	9	0,5491	0	10,25	5,5699

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
FUSESC	2013	C	0,0636	0,6061	21,32	9	0,5366	0	15,16	-0,8218
FUSESC	2014	C	0,1121	0,6364	21,37	9	0,5222	0	4,03	0,7586
SABESPREV	2011	C	0,1191	0,6667	21,09	10	0,3473	0	16,77	0,1494
SABESPREV	2012	C	0,1638	0,6364	21,21	10	0,4239	0	16,42	9,0000
SABESPREV	2013	C	0,0578	0,6061	21,25	10	0,4492	0	18,18	-2,8000
SABESPREV	2014	C	0,0947	0,6061	21,33	10	0,4747	0	14,49	-1,3830
PREVIRB	2011	C	0,1394	0,5455	21,09	8	0,4131	0	6,21	1,6370
PREVIRB	2012	C	0,1124	0,5152	21,15	8	0,4430	0	6,31	5,0351
PREVIRB	2013	C	0,1212	0,5152	21,23	8	0,4440	1	6,52	3,5345
PREVIRB	2014	C	0,1107	0,5152	21,28	8	0,3947	1	3,93	1,0714
METRUS	2011	C	0,1153	0,5455	20,91	9	0,8074	0	17,10	-0,0074
METRUS	2012	C	0,1767	0,3636	21,10	9	0,7024	0	16,55	2,5272
METRUS	2013	C	0,0014	0,4545	21,15	9	0,5917	0	16,31	-3,6313
METRUS	2014	C	0,0718	0,3939	21,24	9	0,7001	0	15,20	-3,0684
INSTITUTO AMBEV	2011	C	0,0735	0,5758	21,14	9	0,2231	1	16,65	-4,1584
INSTITUTO AMBEV	2012	C	0,1720	0,4848	21,27	9	0,1926	1	7,31	4,3930
INSTITUTO AMBEV	2013	C	-0,0604	0,5152	21,19	9	0,2246	1	8,10	-9,6301
INSTITUTO AMBEV	2014	C	0,1349	0,6061	21,23	9	0,2131	1	5,73	1,7436
REGIUS	2011	C	0,0754	0,4848	20,88	8	0,7303	0	14,81	-2,4907
REGIUS	2012	C	0,1561	0,6364	21,03	8	0,6646	0	15,81	6,6422
REGIUS	2013	C	0,0665	0,6061	21,10	8	0,6180	0	15,21	-0,9195
REGIUS	2014	C	0,1037	0,6061	21,21	8	0,5728	0	8,01	-0,4545
BANDEPREV	2011	C	0,0834	0,4545	21,04	8	0,3187	1	6,80	-5,1774
BANDEPREV	2012	C	0,1122	0,4848	21,09	8	0,3298	1	7,82	3,8000
BANDEPREV	2013	C	0,0831	0,4545	21,12	8	0,3953	1	6,84	0,2762
BANDEPREV	2014	C	0,1029	0,4848	21,15	8	0,4190	1	6,32	-0,7059
FAELBA	2011	C	0,0852	0,5152	20,99	8	0,3675	1	12,46	-3,4432
FAELBA	2012	C	0,1453	0,5152	21,08	8	0,4000	1	11,63	6,6237
FAELBA	2013	C	0,0504	0,5152	21,08	8	0,4435	1	11,28	-2,8113
FAELBA	2014	C	0,0970	0,4848	21,13	9	0,4837	1	9,59	-1,9455
EMBRAER PREV	2011	C	0,0576	0,4242	20,73	9	0,2857	1	16,02	-3,8600
EMBRAER PREV	2012	C	0,1036	0,4848	20,91	10	0,3252	1	13,32	1,0529
EMBRAER PREV	2013	C	-0,0277	0,5152	20,96	10	0,3415	1	10,85	-5,5619
EMBRAER PREV	2014	C	0,1072	0,4848	21,12	10	0,3202	1	7,63	-0,0980
PREVDOW	2011	C	0,0877	0,4848	20,73	8	0,3413	1	24,63	-1,1488
PREVDOW	2012	C	0,2160	0,5152	20,98	8	0,2835	1	25,48	7,2692
PREVDOW	2013	C	-0,0214	0,5455	20,96	8	0,4048	1	25,55	-5,2371
PREVDOW	2014	C	0,0919	0,5152	21,04	8	0,3331	1	14,90	-0,8927
BANESES	2011	C	0,0992	0,5455	20,89	8	0,3834	0	22,92	-0,8670
BANESES	2012	C	0,1324	0,5455	20,96	8	0,3970	0	23,09	3,5809
BANESES	2013	C	0,0706	0,5455	20,98	8	0,4469	0	21,08	-0,9600
BANESES	2014	C	0,0910	0,5455	21,01	8	0,4867	0	18,51	-2,1688
ENERPREV	2011		0,1426	0,5152	20,79	8	0,4783	1	10,33	2,1508
ENERPREV	2012	C	0,2037	0,5455	20,95	9	0,4695	1	9,21	12,7660
ENERPREV	2013	C	-0,0193	0,4242	20,90	8	0,5920	1	9,10	-5,3209
ENERPREV	2014	C	0,1048	0,5455	20,97	8	0,7087	1	8,18	-0,2843
PROMON	2011	C	0,0791	0,3333	20,66	8	0,4527	1	13,24	-2,9836
PROMON	2012	C	0,2028	0,3333	20,83	8	0,4435	1	9,76	3,5766

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
PROMON	2013	C	0,0829	0,3333	20,89	8	0,4763	1	10,71	0,1250
PROMON	2014	C	0,1009	0,3636	20,96	8	0,5004	1	10,09	-1,0149
PREVI - SIEMENS	2011	C	0,1130	0,3636	20,74	9	0,2817	1	11,46	-0,1838
PREVI - SIEMENS	2012	C	0,1799	0,3939	20,91	9	0,2380	1	8,31	10,6889
PREVI - SIEMENS	2013	C	-0,0409	0,3939	20,86	9	0,2936	1	8,60	-7,2083
PREVI - SIEMENS	2014	C	0,1139	0,3939	20,95	9	0,2708	1	7,47	0,4460
FUNDACAO CORSAN	2011	C	0,1033	0,5152	20,55	9	0,7988	0	10,33	-0,9683
FUNDACAO CORSAN	2012	C	0,1178	0,6061	20,65	9	0,7976	0	10,93	3,2170
FUNDACAO CORSAN	2013	C	0,0978	0,5455	20,74	9	0,8229	0	9,22	4,7568
FUNDACAO CORSAN	2014	C	0,1258	0,6364	20,87	9	1,1540	0	7,86	2,5493
FACEB	2011	C	0,1153	0,5455	20,56	8	0,7840	0	10,76	-0,0120
FACEB	2012	C	0,1135	0,5758	20,66	8	0,6864	0	11,59	4,4478
FACEB	2013	C	0,0811	0,5152	20,78	8	0,6974	0	6,00	0,1324
FACEB	2014	C	0,1261	0,5758	20,86	8	0,6584	0	1,40	2,5915
PRHOSPER	2011	C	0,1322	0,4848	20,66	8	0,3274	1	9,52	0,8564
PRHOSPER	2012	C	0,1777	0,4848	20,80	8	0,2898	1	10,87	12,7027
PRHOSPER	2013	C	0,0052	0,4242	20,76	8	0,3140	1	8,71	-5,3571
PRHOSPER	2014	C	0,1095	0,4545	20,83	8	0,3169	1	8,41	0,2143
FIPECQ	2011	C	0,0491	0,5152	20,60	8	1,0488	0	27,79	-2,6560
FIPECQ	2012	C	0,1237	0,6667	20,70	8	0,9461	0	28,86	1,3889
FIPECQ	2013	C	-0,0193	0,5758	20,68	8	1,0644	0	24,33	-4,5642
FIPECQ	2014	C	0,0576	0,6364	20,73	8	0,9957	0	15,06	-4,9604
HP PREV	2011	C	0,0590	0,4545	20,35	8	0,4991	1	25,17	-3,2471
HP PREV	2012	C	0,1649	0,4848	20,60	9	0,2925	1	18,93	4,7209
HP PREV	2013	C	-0,0372	0,4545	20,59	9	0,3047	1	16,84	-5,2411
HP PREV	2014	C	0,0966	0,4545	20,71	9	0,2703	1	14,14	-0,6768
PREVI- ERICSSON	2011	C	0,0738	0,5758	20,47	8	0,2971	1	14,79	-3,7232
PREVI- ERICSSON	2012	C	0,1634	0,5455	20,60	8	0,2840	1	15,64	19,9250
PREVI- ERICSSON	2013	C	0,0710	0,6061	20,64	9	0,3490	1	15,22	-0,7603
PREVI- ERICSSON	2014	C	0,0995	0,5758	20,71	9	0,3336	1	13,40	-0,8723
BRASILETRO S	2011	C	0,1036	0,3636	20,77	8	0,5298	1	16,60	-0,4118
BRASILETRO S	2012	C	0,2305	0,4242	20,91	8	0,5072	1	16,82	6,0913
BRASILETRO S	2013	C	-0,0340	0,3939	20,66	8	0,6024	1	21,72	-2,8622
BRASILETRO S	2014	C	0,0946	0,4545	20,71	8	0,6916	1	20,44	-0,6823
PREVIG	2011	C	0,1242	0,3939	20,34	8	0,8095	1	8,66	2,9000
PREVIG	2012	C	0,1530	0,3939	20,49	8	0,7649	1	9,45	9,3649
PREVIG	2013	C	0,0761	0,3636	20,57	8	0,7647	1	8,64	-1,2059
PREVIG	2014	C	0,1104	0,3939	20,68	8	0,7178	1	5,05	0,4355
SAO BERNARDO	2011	C	0,1065	0,4848	20,47	10	0,3970	1	0,00	-8,1818

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
SAO BERNARDO	2012	C	0,1392	0,4848	20,54	10	0,3481	1	5,20	9,5690
SAO BERNARDO	2013	C	0,0134	0,4545	20,55	10	0,3301	1	5,48	-6,5490
SAO BERNARDO	2014	C	0,0971	0,4848	20,63	10	0,3799	1	4,26	-6,6250
ACEPREV	2011	C	0,1099	0,4545	20,37	8	0,5235	1	4,24	-1,8667
ACEPREV	2012	C	0,1121	0,4242	20,43	8	0,5304	1	5,26	6,4545
ACEPREV	2013	C	0,1083	0,4848	20,51	8	0,5192	1	4,91	4,5323
ACEPREV	2014	C	0,1139	0,4848	20,59	8	0,5327	1	3,18	1,5500
BASES	2011	C	0,1085	0,4242	20,46	8	0,3565	1	0,01	-1,3208
BASES	2012	C	0,0659	0,4242	20,50	8	0,3689	1	0,01	-1,4590
BASES	2013		0,0769	0,4242	20,52	8	0,3673	1	0,00	-1,1786
BASES	2014	C	0,1091	0,4545	20,57	8	0,4281	1	0,00	0,4828
PREVISC	2011	C	0,0599	0,4848	20,28	9	1,0063	1	18,51	-3,7823
PREVISC	2012	C	0,1638	0,5758	20,45	9	0,9203	1	24,77	4,2381
PREVISC	2013	C	-0,0195	0,5152	20,45	9	0,9899	1	25,43	-5,6328
PREVISC	2014	C	0,0844	0,4848	20,54	9	0,8759	1	15,13	-1,3391
PREVI NOVARTIS	2011	C	0,0792	0,3030	20,31	8	0,4105	1	21,21	-2,8583
PREVI NOVARTIS	2012	C	0,1718	0,4848	20,45	8	0,3637	1	22,34	5,7582
PREVI NOVARTIS	2013	C	-0,0205	0,4545	20,42	8	0,4645	1	17,19	-5,2723
PREVI NOVARTIS	2014	C	0,1407	0,4848	20,54	8	0,3179	1	2,57	2,3741
CELPOS	2011	C	0,0927	0,4545	20,38	9	0,4470	1	18,90	-2,5055
CELPOS	2012	C	0,1364	0,5152	20,45	9	0,5026	1	18,05	3,6853
CELPOS	2013	C	0,0810	0,4242	20,47	8	0,5007	1	15,87	0,0667
CELPOS	2014	C	0,1041	0,4242	20,51	9	0,5688	1	13,08	-0,7500
DESBAN	2011	C	0,0932	0,5152	20,36	7	0,6526	0	14,58	-1,3195
DESBAN	2012	C	0,2673	0,5455	20,55	7	0,5433	0	17,67	3,3321
DESBAN	2013	C	-0,0744	0,5152	20,42	7	0,6539	0	22,65	-6,7217
DESBAN	2014	C	0,1028	0,5152	20,47	7	0,6945	0	15,62	-0,2917
GEBSA-PREV	2011	D	0,0777	0,4848	19,94	9	0,7173	1	21,62	-2,5369
GEBSA-PREV	2012	C	0,1581	0,4848	20,18	9	0,6247	1	20,28	4,2514
GEBSA-PREV	2013	C	0,0071	0,4545	20,27	9	0,6022	1	20,01	-4,0387
GEBSA-PREV	2014	C	0,0903	0,4545	20,46	9	0,4790	1	11,40	-1,6111
ISBRE	2011	C	0,1295	0,5152	20,20	7	0,6942	0	3,62	1,1570
ISBRE	2012	C	0,1970	0,5455	20,35	7	0,6560	0	3,81	29,0513
ISBRE	2013	C	0,0097	0,5152	20,33	7	0,6813	0	5,57	-12,1552
ISBRE	2014	C	0,1380	0,5455	20,43	7	0,6680	0	4,74	2,2117
FUNDAMBRA S	2011	C	0,1576	0,4242	20,09	9	0,6614	1	3,74	4,2100
FUNDAMBRA S	2012	C	0,1556	0,4242	20,24	9	0,7193	1	3,53	10,5735
FUNDAMBRA S	2013	C	0,0446	0,3939	20,29	9	0,6738	1	2,43	-8,2791
FUNDAMBRA S	2014	C	0,1192	0,3939	20,41	10	0,7262	1	2,73	2,9487
AGROS	2011	C	0,0280	0,3333	20,23	9	1,6241	0	24,04	-4,0888
AGROS	2012	C	0,0978	0,3636	20,29	9	1,5594	0	26,03	1,0144
AGROS	2013	C	0,0457	0,3636	20,33	9	1,4402	0	26,21	-1,9061
AGROS	2014	C	0,0711	0,3636	20,38	9	0,9650	0	24,43	-2,5775
ABRILPREV	2011	C	0,0944	0,4242	20,08	9	0,4698	1	12,64	-2,1313
ABRILPREV	2012	C	0,1278	0,4545	20,21	9	0,4277	1	15,46	3,8348

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	(Continuação)
ABRILPREV	2013	C	0,0693	0,4848	20,29	9	0,5908	1	14,45	-0,9820
ABRILPREV	2014	C	0,1134	0,4848	20,38	9	0,6206	1	12,22	0,5534
CARGILLPRE V	2011	C	0,1203	0,5152	20,20	9	0,5237	1	6,75	0,3967
CARGILLPRE V	2012	C	0,0843	0,5152	20,16	9	0,4886	1	6,92	0,0800
CARGILLPRE V	2013	C	0,0833	0,4545	20,25	9	0,4593	1	6,29	0,4627
CARGILLPRE V	2014	C	0,0976	0,4848	20,38	9	0,4311	1	4,51	-2,1042
CYAMPREV	2011	C	0,0824	0,4848	20,07	10	0,5358	1	16,75	-3,0648
CYAMPREV	2012	C	0,1812	0,5152	20,22	10	0,4601	1	7,91	12,8289
CYAMPREV	2013	C	-0,0522	0,5152	20,15	10	0,5262	1	7,42	-8,1227
CYAMPREV	2014	C	0,1101	0,4848	20,23	10	0,4776	1	5,57	0,2087
MBPREV	2011	D	0,1046	0,4545	19,83	10	0,4656	1	8,13	-2,1373
MBPREV	2012	D	0,1204	0,4848	20,01	10	0,4631	1	10,07	4,2184
MBPREV	2013	C	0,0136	0,4545	20,08	10	0,4182	1	8,28	-5,1231
MBPREV	2014	C	0,1044	0,4848	20,21	9	0,5158	1	9,21	-0,3474
COMPREV	2011	D	0,0931	0,5455	19,95	9	0,8345	0	33,61	-1,4545
COMPESAPR EV	2012	C	0,1252	0,5455	20,05	9	0,5599	0	34,80	3,4874
COMPESAPR EV	2013	C	0,0979	0,5152	20,13	9	0,5374	0	12,15	2,4583
COMPESAPR EV	2014	C	0,1171	0,5455	20,21	8	0,5558	0	10,85	1,9184
IAJA	2011	D	0,0687	0,2424	19,81	9	0,0634	1	19,45	-3,4925
IAJA	2012	D	0,1476	0,4242	19,97	9	0,0649	1	21,71	4,1226
IAJA	2013	C	-0,0080	0,3939	20,05	9	0,0507	1	15,86	-4,6421
IAJA	2014	C	0,0967	0,3939	20,20	9	0,0728	1	11,83	-0,7857
SERGUS	2011	D	0,1521	0,5152	19,85	7	0,4798	0	11,85	1,9572
SERGUS	2012	D	0,1341	0,5455	19,97	7	0,5224	0	13,97	4,7103
SERGUS	2013	C	0,0793	0,5152	20,04	7	0,5410	0	13,09	-0,1406
SERGUS	2014	C	0,1182	0,5152	20,14	7	0,4852	0	9,77	1,0500
SAO FRANCISCO	2011	D	0,0432	0,3939	19,79	7	0,9317	0	20,68	-3,5097
SAO FRANCISCO	2012	D	0,1694	0,4545	19,93	7	0,9277	0	23,56	11,5811
SAO FRANCISCO	2013	D	0,0587	0,3333	19,99	8	0,9695	0	20,03	-1,4931
SAO FRANCISCO	2014	C	0,0803	0,3030	20,06	8	1,0581	0	16,36	-2,7677
FACEAL	2011	D	0,0670	0,4242	19,83	7	0,8920	0	17,82	-3,8800
FACEAL	2012	D	0,1299	0,4848	19,95	8	0,8070	0	13,36	1,8934
FACEAL	2013	D	0,0487	0,4848	19,98	7	0,7756	0	12,74	-3,4239
FACEAL	2014	D	0,0917	0,4545	20,02	7	0,8938	0	2,15	-2,5000
SEBRAE PREVIDENCI A	2011	D	0,0757	0,5758	19,53	9	1,6421	1	17,70	-3,1587
SEBRAE PREVIDENCI A	2012	D	0,1478	0,6364	19,73	9	1,0848	1	19,01	5,1280
SEBRAE PREVIDENCI A	2013	D	-0,0024	0,5152	19,80	9	1,1237	1	14,31	-5,9000
SEBRAE PREVIDENCI A	2014	D	0,1065	0,5455	19,99	9	1,0457	1	12,39	-0,1026

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	(Continuação)
ULTRAPREV	2011	D	0,1137	0,3939	19,50	9	0,2328	1	5,44	-0,7200
ULTRAPREV	2012	D	0,0936	0,3939	19,65	9	0,2106	1	5,38	1,9800
ULTRAPREV	2013	D	0,0810	0,4848	19,80	9	0,2211	1	3,87	0,1951
ULTRAPREV	2014	D	0,1113	0,4848	19,96	9	0,2130	1	2,13	1,8947
FASCEMAR	2011	D	0,1191	0,5152	18,94	8	1,4576	1	6,65	0,4138
FASCEMAR	2012	D	0,1275	0,5758	19,02	8	1,2571	1	8,00	4,5625
FASCEMAR	2013	D	0,0900	0,5152	19,04	8	1,3609	1	8,36	1,4627
FASCEMAR	2014	D	0,1825	0,5152	19,86	8	0,8613	1	2,75	9,2346
PREVICOKE	2011	D	0,1117	0,4242	19,55	7	0,4480	1	5,63	-1,2258
PREVICOKE	2012	D	0,1203	0,4848	19,67	7	0,4577	1	7,29	7,3200
PREVICOKE	2013	D	0,0639	0,4545	19,74	7	0,4790	1	18,06	-1,9878
PREVICOKE	2014	D	0,0988	0,4545	19,85	7	0,4032	1	16,65	-1,0595
VIKINGPREV	2011	D	0,0732	0,3939	19,42	8	0,8007	1	18,36	-3,1567
VIKINGPREV	2012	D	0,1439	0,4242	19,61	8	0,6693	1	18,34	4,1233
VIKINGPREV	2013	D	0,0238	0,3939	19,67	9	0,7473	1	15,26	-3,7600
VIKINGPREV	2014	D	0,0844	0,4242	19,79	9	0,7437	1	13,55	-1,9256
MAIS VIDA PREV	2011	D	0,0483	0,4848	19,52	7	0,8878	1	26,70	-3,4819
MAIS VIDA PREV	2012	D	0,1613	0,5152	19,68	7	0,6009	1	28,72	3,6777
MAIS VIDA PREV	2013	D	-0,0238	0,4848	19,65	7	0,5967	1	17,31	-4,9761
MAIS VIDA PREV	2014	D	0,1257	0,5152	19,78	7	0,6091	1	4,06	1,4876
INDUSPREVI	2011	D	0,1044	0,3333	19,57	8	0,6409	1	5,96	-1,6087
INDUSPREVI	2012	D	0,1429	0,3939	19,69	8	0,6247	1	10,88	12,3333
INDUSPREVI	2013	D	0,0164	0,3636	19,69	8	0,6456	1	11,24	-4,0126
INDUSPREVI	2014	D	0,1014	0,4545	19,78	8	0,6490	1	0,00	-1,5000
UNISYS- PREVI	2011	D	0,0614	0,3939	19,61	7	0,5305	1	17,86	-3,7055
UNISYS- PREVI	2012	D	0,1020	0,4242	19,69	7	0,4496	1	18,61	1,2200
UNISYS- PREVI	2013	D	0,0386	0,3939	19,70	7	0,6091	1	16,65	-2,8493
UNISYS- PREVI	2014	D	0,0773	0,4242	19,77	7	0,5009	1	16,28	-3,0707
PREVIM	2011	D	0,1009	0,4545	19,46	8	0,5875	1	11,54	-1,7590
PREVIM	2012	D	0,1349	0,4848	19,62	8	0,5707	1	19,77	5,7528
PREVIM	2013	D	0,0144	0,4545	19,66	8	0,5553	1	18,32	-3,6154
PREVIM	2014	D	0,0781	0,4545	19,76	9	0,6596	1	17,18	-2,1449
DERMINAS	2011	D	0,0879	0,5455	19,57	9	1,0062	0	16,91	-1,6527
DERMINAS	2012	D	0,1572	0,5758	19,68	9	0,8309	0	14,43	5,0000
DERMINAS	2013	D	0,0703	0,5455	19,71	9	0,8146	0	14,10	-1,1000
DERMINAS	2014	D	0,0898	0,5455	19,76	9	0,7937	0	9,69	-2,9344
BUNGEPREV	2011	D	0,0726	0,4545	19,45	9	0,6097	1	7,07	-3,7965
BUNGEPREV	2012	D	0,1457	0,4848	19,62	9	0,5746	1	5,86	7,3810
BUNGEPREV	2013	D	0,0044	0,4848	19,66	9	0,6051	1	4,57	-6,0640
BUNGEPREV	2014	D	0,1118	0,5152	19,69	9	0,6337	1	4,86	0,5062
FGV-PREVI	2011	D	0,1005	0,3939	19,37	8	0,3207	1	15,85	-1,0714
FGV-PREVI	2012	D	0,2015	0,3939	19,58	8	0,2749	1	14,92	12,1443
FGV-PREVI	2013	D	-0,0323	0,3636	19,58	8	0,3241	1	14,15	-7,6531
FGV-PREVI	2014	D	0,1019	0,4242	19,69	8	0,3273	1	13,29	-0,5088
FUTURA PREV	2011	D	0,0448	0,4545	19,86	7	0,5620	1	22,62	-3,8634
FUTURA PREV	2012	D	0,0819	0,4848	19,86	7	0,6483	1	29,69	-0,0984

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
FUTURA PREV	2013	D	-0,0569	0,4545	19,74	6	0,9092	1	11,44	-11,4250
FUTURA PREV	2014	D	0,1343	0,4848	19,69	6	0,7305	1	9,38	1,4378
OABPREV-SP	2011	D	0,1021	0,4545	18,91	10	1,5284	1	14,43	-1,3814
OABPREV-SP	2012	D	0,1500	0,5152	19,25	10	1,4604	1	15,18	4,3333
OABPREV-SP	2013	D	-0,0447	0,4545	19,41	10	1,5716	1	15,21	-7,3905
OABPREV-SP	2014	D	0,0921	0,4545	19,66	10	1,4103	1	9,91	-1,5918
PORTOPREV	2011	D	0,1178	0,4848	19,19	9	0,5198	1	1,06	0,5610
PORTOPREV	2012	D	0,0967	0,4242	19,37	9	0,3918	1	8,29	1,9697
PORTOPREV	2013	D	0,0054	0,4242	19,45	9	0,2038	1	9,01	-5,3429
PORTOPREV	2014	D	0,1084	0,4848	19,62	9	0,1098	1	10,13	0,0714
CABEC	2011	D	0,1251	0,5758	19,56	7	0,5325	1	7,83	0,7385
CABEC	2012	D	0,1540	0,6061	19,65	7	0,5213	1	7,93	9,7639
CABEC	2013	D	0,0099	0,5758	19,59	7	0,5765	1	11,11	-8,4699
CABEC	2014	D	0,0972	0,6061	19,60	7	0,5898	1	5,97	-1,1290
FAPA	2011	D	0,0814	0,4848	19,27	7	0,5511	0	14,49	-3,0177
FAPA	2012	D	0,2015	0,4848	19,44	7	0,4985	0	10,20	14,3659
FAPA	2013	D	0,0157	0,4848	19,48	7	0,4944	0	8,85	-3,7500
FAPA	2014	D	0,1031	0,5152	19,58	7	0,5110	0	4,65	-0,9583
ABBPREV	2011	D	0,0877	0,3333	19,28	9	0,3932	1	15,19	-2,4386
ABBPREV	2012	D	0,1617	0,3939	19,40	8	0,4229	1	0,00	86,6667
ABBPREV	2013	D	-0,0015	0,5152	19,45	8	0,3869	1	5,57	-9,2841
ABBPREV	2014	D	0,1107	0,4545	19,58	8	0,3033	1	5,50	0,2308
PREVCUMMI NS	2011	D	0,0726	0,3636	19,27	8	0,5436	1	13,97	-4,5158
PREVCUMMI NS	2012	D	0,1530	0,5455	19,35	8	0,6193	1	11,45	4,3043
PREVCUMMI NS	2013	D	0,0414	0,4848	19,38	8	0,5309	1	7,45	-4,2637
PREVCUMMI NS	2014	D	0,0933	0,4848	19,48	8	0,5596	1	4,81	-2,4828
CP PREV	2011	D	0,0700	0,4242	19,15	8	0,6685	1	20,42	-3,1379
CP PREV	2012	D	0,1423	0,4242	19,30	8	0,6557	1	20,58	3,5301
CP PREV	2013	D	0,0170	0,3939	19,33	8	0,7940	1	16,15	-3,8072
CP PREV	2014	D	0,0961	0,4545	19,43	8	0,7397	1	12,37	-1,0642
PFIZER PREV	2011	D	0,0776	0,3939	19,08	8	0,6801	1	18,40	-2,9154
PFIZER PREV	2012	D	0,1906	0,4545	19,43	8	0,7300	1	18,19	8,6210
PFIZER PREV	2013	D	-0,0222	0,4242	19,45	8	0,8862	1	18,19	-4,9951
PFIZER PREV	2014	D	0,0835	0,4242	19,41	8	0,9557	1	15,34	-1,5714
RANDONPRE V	2011	D	0,0693	0,4848	19,06	9	0,8581	1	24,95	-4,1250
RANDONPRE V	2012	D	0,1873	0,5152	19,28	9	0,6949	1	29,61	6,1302
RANDONPRE V	2013	D	-0,0285	0,3939	19,27	9	0,7600	1	24,78	-5,3284
RANDONPRE V	2014	D	0,0738	0,4848	19,36	9	0,8528	1	22,78	-2,1056
MSD PREV	2011	D	0,0660	0,3939	19,03	7	0,5564	1	23,98	-2,8286
MSD PREV	2012	D	0,1516	0,4545	19,21	7	0,5464	1	24,04	3,4821
MSD PREV	2013	D	-0,0265	0,4242	19,21	7	0,5676	1	20,39	-4,7004
MSD PREV	2014	D	0,1327	0,4848	19,36	7	0,5219	1	4,15	2,1739
FIOPREV	2011	D	0,0310	0,4242	19,21	8	1,1989	0	8,22	-2,6000
FIOPREV	2012	D	0,1208	0,4545	19,34	8	1,1398	0	9,87	3,0917
FIOPREV	2013	D	-0,0111	0,4242	19,31	8	1,3240	0	15,17	-6,3403
FIOPREV	2014	D	0,0530	0,4242	19,35	8	1,3966	0	13,42	-3,0221

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	IS
PREV PEPSICO	2011	D	0,0523	0,5152	18,97	10	0,4508	1	27,77	-3,5307
PREV PEPSICO	2012	D	0,1867	0,4848	19,18	9	0,5053	1	14,47	6,7320
PREV PEPSICO	2013	D	0,0117	0,4545	19,20	9	0,3886	1	14,08	-4,4481
PREV PEPSICO	2014	D	0,0933	0,4848	19,33	10	0,6044	1	12,16	-1,3714
FASERN	2011	D	0,0953	0,4242	19,13	7	0,5938	1	13,02	-2,0000
FASERN	2012	D	0,1635	0,4545	19,26	7	0,6833	1	13,51	7,9010
FASERN	2013	D	0,0210	0,4242	19,25	7	0,6613	1	13,33	-4,6984
FASERN	2014	D	0,1109	0,6364	19,32	7	0,7543	1	12,67	0,3810
FAECES	2011	D	0,0932	0,4545	19,10	7	0,9551	0	20,47	-1,8583
FAECES	2012	D	0,1640	0,4848	19,25	8	0,9253	0	17,70	6,1769
FAECES	2013	D	-0,0262	0,4242	19,23	8	1,0462	0	32,39	-5,1401
FAECES	2014	D	0,0744	0,4545	19,30	8	1,0991	0	21,96	-1,9940
RBS PREV	2011	D	0,1195	0,5152	19,04	9	0,6648	1	5,34	0,4762
RBS PREV	2012	D	0,1687	0,5152	19,20	9	0,6289	1	5,29	23,6111
RBS PREV	2013	D	-0,0218	0,4848	19,17	9	0,6761	1	5,30	-6,9388
RBS PREV	2014	D	0,1114	0,5455	19,28	9	0,7577	1	4,71	0,4205
PREVIP	2011	D	0,1192	0,4242	18,92	8	0,5632	1	6,18	0,6852
PREVIP	2012	D	0,1628	0,4545	19,09	8	0,5889	1	5,75	20,8158
PREVIP	2013	D	0,0237	0,3636	19,13	8	0,6268	1	4,51	-5,3302
PREVIP	2014	D	0,1144	0,3636	19,26	8	0,5880	1	3,53	1,2407
EATONPREV	2011	D	0,0575	0,4848	19,06	9	0,8000	1	25,79	-3,4320
EATONPREV	2012	D	0,1630	0,5152	19,19	8	0,6710	1	25,02	4,5575
EATONPREV	2013	D	-0,0221	0,5455	19,15	9	0,7871	1	15,16	-5,2732
EATONPREV	2014	D	0,0934	0,5152	19,22	9	0,7016	1	13,55	-0,9108
CAPOF	2011	D	0,1293	0,5455	19,06	6	0,9563	1	8,99	1,8649
CAPOF	2012	D	0,2002	0,5455	19,18	6	0,9311	1	9,97	17,6515
CAPOF	2013	D	-0,0410	0,5455	19,06	6	1,2260	1	12,46	-9,0448
CAPOF	2014	D	0,1063	0,5455	19,09	6	1,2838	1	11,54	-0,0875
POUPREV	2011	D	0,1068	0,3333	18,57	7	0,4048	1	9,66	-1,2254
POUPREV	2012	D	0,1622	0,5152	18,76	7	0,5261	1	8,92	7,4057
POUPREV	2013	D	0,0481	0,4545	18,90	7	0,5800	1	13,47	-2,8919
POUPREV	2014	D	0,1218	0,4848	19,08	7	0,4741	1	11,20	1,3689
CASANPREV	2011	E	0,0691	0,4242	17,49	7	2,7641	0	17,86	-4,1062
CASANPREV	2012	E	0,2080	0,4545	18,13	7	2,6310	0	22,89	4,9325
CASANPREV	2013	D	-0,0787	0,4545	18,57	7	1,4307	0	20,72	-6,9693
CASANPREV	2014	D	0,0991	0,3939	19,07	8	0,8706	0	11,01	-0,4057
AVONPREV	2011	D	0,1374	0,4848	18,73	9	0,8037	1	4,00	2,6071
AVONPREV	2012	D	0,1811	0,4848	18,91	9	0,7972	1	2,99	108,222 2
AVONPREV	2013	D	-0,0183	0,4848	18,91	9	0,8967	1	3,72	-7,5769
AVONPREV	2014	D	0,1145	0,5152	19,02	9	0,9173	1	4,12	0,5965
FUCAP	2011	D	0,1154	0,2727	18,61	8	2,1316	1	0,00	-0,0323
FUCAP	2012	D	0,1149	0,3030	18,70	7	1,5887	1	0,00	19,5000
FUCAP	2013	D	0,0727	0,3030	18,81	7	1,4775	1	0,00	-1,0274
FUCAP	2014	D	0,1139	0,3030	18,98	8	1,2646	1	0,00	1,6316
PREVICEL	2011	D	0,0983	0,4848	18,63	7	0,4310	0	9,36	-4,1951
PREVICEL	2012	D	0,1273	0,4545	18,75	7	0,5304	0	6,50	5,7368
PREVICEL	2013	D	0,0761	0,4545	18,85	7	0,4974	0	7,69	-0,8542
PREVICEL	2014	D	0,1049	0,5455	18,97	7	0,5080	0	3,39	-0,6364
CARBOPREV	2011	D	0,0648	0,3939	18,76	7	0,9061	1	22,10	-3,3355
CARBOPREV	2012	D	0,1460	0,4242	18,90	7	0,8287	1	21,70	3,6221
CARBOPREV	2013	D	-0,0027	0,3939	18,89	7	0,8915	1	17,13	-4,3862

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV	Continuacao)
CARBOPREV	2014	D	0,0973	0,3939	18,96	7	0,6069	1	5,43	-1,0612
TEXPREV	2011	D	0,0384	0,5152	18,69	7	0,7129	1	19,40	-6,2177
TEXPREV	2012	D	0,0969	0,5152	18,79	7	0,6426	1	23,02	0,7765
TEXPREV	2013	D	0,0214	0,5152	18,83	7	0,6695	1	16,59	-3,6522
TEXPREV	2014	D	0,0901	0,5152	18,94	7	0,7753	1	12,64	-1,7087
MERCAPREV	2011	D	0,0657	0,2424	18,68	7	0,4455	1	12,29	-5,1340
MERCAPREV	2012	D	0,1341	0,4545	18,74	7	0,7144	1	19,78	5,9294
MERCAPREV	2013	D	0,0015	0,3939	18,72	7	0,5563	1	15,37	-5,1776
MERCAPREV	2014	D	0,0892	0,3939	18,84	7	0,5486	1	11,55	-1,7619
OABPREV-PR	2011	E	0,0966	0,4242	17,97	9	1,2371	1	11,96	-2,5541
OABPREV-PR	2012	E	0,1457	0,4848	18,29	9	0,9938	1	16,92	7,1264
OABPREV-PR	2013	D	0,0590	0,4545	18,55	9	1,0159	1	16,51	-3,0286
OABPREV-PR	2014	D	0,0888	0,4242	18,81	9	0,7693	1	12,67	-2,3625
SIAS	2011	D	0,1118	0,6364	18,57	9	2,8411	0	8,82	-0,0345
SIAS	2012	D	0,1922	0,6364	18,67	9	2,8052	0	8,82	3,5927
SIAS	2013	D	0,0295	0,6061	18,65	9	3,1669	0	17,40	-3,1296
SIAS	2014	D	0,1055	0,6061	18,68	9	2,9516	0	5,31	-0,3793
FACOPAC	2011	E	0,0976	0,4242	18,38	8	1,2734	1	14,24	-2,2658
FACOPAC	2012	D	0,1300	0,4545	18,56	8	1,2198	1	15,76	4,4951
FACOPAC	2013	D	0,0084	0,3333	18,56	8	1,3160	1	8,95	-5,7903
FACOPAC	2014	D	0,0961	0,4242	18,67	8	1,1384	1	13,70	-1,0265
FUMPRESC	2011	E	0,1375	0,4848	18,01	7	1,6338	0	0,00	6,1111
FUMPRESC	2012	E	0,1196	0,4848	18,15	7	1,2868	0	0,00	14,3600
FUMPRESC	2013	E	0,1187	0,4848	18,30	7	1,1735	0	3,61	7,1296
FUMPRESC	2014	D	0,1173	0,4848	18,61	7	1,0008	0	3,11	2,0426
BOTICARIO PREV	2011	E	0,0830	0,3939	17,89	8	1,1044	1	14,64	-2,2569
BOTICARIO PREV	2012	E	0,1462	0,4242	18,17	8	1,0343	1	19,18	6,3131
BOTICARIO PREV	2013	E	0,0323	0,3939	18,33	8	0,9815	1	23,34	-3,3732
BOTICARIO PREV	2014	D	0,0771	0,3939	18,56	9	0,7635	1	17,48	-2,0000
INERGUS	2011	D	0,0578	0,3636	18,58	7	1,3889	1	5,46	-4,4729
INERGUS	2012	D	0,1569	0,3636	18,67	7	1,2718	1	8,19	13,3091
INERGUS	2013	D	0,0077	0,3333	18,57	7	1,4825	1	4,58	-3,7371
INERGUS	2014	D	0,0931	0,3333	18,54	7	1,7082	1	1,89	-2,1471
CAGEPREV	2011	E	0,1078	0,3636	18,09	7	0,9744	0	6,21	-1,3509
CAGEPREV	2012	E	0,1662	0,3939	18,32	7	0,9768	0	5,67	6,3462
CAGEPREV	2013	E	0,0153	0,3939	18,42	7	1,0413	0	6,57	-4,2697
CAGEPREV	2014	D	0,1081	0,3939	18,54	7	1,0419	0	3,69	0,0851
PREVBEP	2011	E	0,0505	0,4545	18,32	5	1,3971	0	0,00	-4,7794
PREVBEP	2012	D	0,1336	0,5152	18,44	5	0,8499	0	0,00	3,6423
PREVBEP	2013	D	0,0094	0,4848	18,43	5	0,8724	0	0,00	-4,7517
PREVBEP	2014	D	0,0799	0,5152	18,49	5	1,1834	0	0,00	-2,6731
FUNASA	2011	E	0,1510	0,4545	18,35	7	1,6520	1	0,00	3,1696
FUNASA	2012	D	0,1984	0,5152	18,47	7	1,5317	1	0,00	44,1154
FUNASA	2013	E	-0,0330	0,4545	18,37	7	1,7486	1	0,00	-4,4219
FUNASA	2014	E	0,1008	0,5152	18,40	7	1,7550	1	8,67	-1,0952
CAFBEV	2011	E	0,1095	0,4242	18,02	7	2,4547	0	5,43	-1,0714
CAFBEV	2012	E	0,1031	0,4242	18,10	7	2,6296	0	5,60	2,3951
CAFBEV	2013	E	0,0971	0,4242	18,24	7	2,3857	0	2,30	3,1296
CAFBEV	2014	E	0,1025	0,4848	18,32	7	2,2383	0	2,09	-5,7778
RECKITPRE V	2011	E	0,0357	0,3939	18,21	7	0,9433	1	22,22	-3,9900

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV (Continuação)	IS
RECKITTPRE V	2012	E	0,1120	0,5152	18,29	7	0,9447	1	23,91	1,0679
RECKITTPRE V	2013	E	0,0017	0,4848	18,25	7	1,1427	1	21,74	-3,7381
RECKITTPRE V	2014	E	0,0987	0,5152	18,32	7	0,8665	1	11,29	-0,8738
OABPREV-SC	2011	E	0,0908	0,4242	17,77	8	1,2311	1	6,94	-3,4789
OABPREV-SC	2012	E	0,1408	0,4242	18,02	9	1,0459	1	13,73	2,6435
OABPREV-SC	2013	E	-0,0077	0,4242	18,10	9	1,1020	1	12,59	-5,7451
OABPREV-SC	2014	E	0,0932	0,4545	18,28	9	1,1184	1	1,94	-1,9863
JUSPREV	2011	E	0,1142	0,5455	17,39	8	2,1190	1	4,03	-0,3824
JUSPREV	2012	E	0,0872	0,5152	17,77	8	1,8895	1	8,18	0,6250
JUSPREV	2013	E	-0,0317	0,4848	17,98	8	1,9204	1	10,10	-5,4058
JUSPREV	2014	E	0,1069	0,5152	18,26	8	1,7994	1	5,43	-0,1379
PREVUNISUL	2011	E	0,0932	0,4545	17,67	7	2,3711	1	3,28	-9,2917
PREVUNISUL	2012	E	0,1058	0,4848	17,68	7	2,5439	1	3,44	5,1395
PREVUNISUL	2013	E	0,0548	0,4545	17,89	7	2,1646	1	7,19	-5,1837
PREVUNISUL	2014	E	0,0802	0,4848	17,97	7	2,1235	1	4,74	-5,6122
CARFEPE	2011	E	0,0771	0,4848	17,65	8	1,6481	1	14,74	-2,1333
CARFEPE	2012	E	0,0710	0,4848	17,76	7	2,9770	1	14,44	-0,9203
CARFEPE	2013	E	-0,0092	0,5152	17,82	7	3,2177	1	20,53	-4,0270
CARFEPE	2014	E	0,0623	0,5152	17,89	7	3,0470	1	22,08	-4,0177
PREVCHEVR ON	2011	E	0,0676	0,4545	17,60	5	2,3345	1	14,72	-3,7422
PREVCHEVR ON	2012	E	0,1746	0,4848	17,76	5	1,4383	1	14,63	9,5684
PREVCHEVR ON	2013	E	-0,0226	0,4545	17,73	5	1,7654	1	14,16	-5,1658
PREVCHEVR ON	2014	E	0,0996	0,4545	17,83	5	1,7224	1	13,31	-0,6750
FUNDO PARANA	2011	E	0,1259	0,2727	17,00	7	4,1659	1	44,98	0,2921
FUNDO PARANA	2012	E	0,0454	0,3030	17,32	8	3,5086	1	47,78	-0,9457
FUNDO PARANA	2013	E	0,0110	0,2727	17,53	8	3,9562	1	50,01	-2,5630
FUNDO PARANA	2014	E	0,0147	0,4242	17,73	8	4,4230	1	46,15	-4,2857
OABPREV-RS	2011	E	0,1211	0,5152	16,87	8	3,0719	1	0,00	3,2941
OABPREV-RS	2012	E	0,1228	0,5152	17,18	8	2,2002	1	22,33	4,2967
OABPREV-RS	2013	E	-0,0048	0,5152	17,33	8	2,7029	1	15,20	-3,8288
OABPREV-RS	2014	E	0,1052	0,5455	17,55	9	2,4181	1	0,00	-0,4717
CAVA	2011	E	0,0805	0,3636	17,58	8	4,1728	1	9,27	-7,1429
CAVA	2012	E	0,0652	0,3636	17,59	8	4,1155	1	10,49	-1,9474
CAVA	2013	E	0,0545	0,3636	17,54	8	5,0902	1	19,94	-2,2155
CAVA	2014	E	-0,0283	0,3636	17,45	8	5,6061	1	18,39	-15,6322
TECHNOS	2011	E	0,1057	0,3333	17,51	6	1,7492	1	0,00	-3,3793
TECHNOS	2012	E	0,0743	0,3333	17,52	6	1,1660	1	0,00	-3,4815
TECHNOS	2013	E	0,0608	0,3030	17,40	6	1,1080	1	0,00	-5,3889
TECHNOS	2014	E	0,0865	0,3333	17,18	6	3,9148	1	0,00	-1,8276
OABPREVNO RDESTE	2011	E	0,0995	0,4545	16,92	6	2,9758	1	0,00	-2,0779
OABPREV- NORDESTE	2012	E	0,0984	0,4545	16,97	6	2,2592	1	0,00	5,2500
OABPREVNO RDESTE	2013	E	-0,0373	0,4848	17,10	6	1,9340	1	0,00	-12,1134

EFPC	ANO	Grupo	RI	IG	Ln AT	Ln PART	ADCO	PATRO	RV (Conclusão)	IS
OABPREVNO RDESTE	2014	E	0,1107	0,4848	17,03	6	2,9388	1	0,00	0,7895
SBOTPREV	2011	E	0,2721	0,3939	15,50	7	2,7090	1	9,11	14,2364
SBOTPREV	2012	E	0,1528	0,4242	16,14	7	2,1626	1	10,08	7,3511
SBOTPREV	2013	E	-0,0103	0,3939	16,48	7	2,2075	1	11,35	-6,3732
SBOTPREV	2014	E	0,1014	0,3939	16,79	7	1,9193	1	0,00	-0,7326
CNBPREV	2011	E	0,1021	0,3636	15,53	7	3,2378	1	9,12	-2,0615
CNBPREV	2012	E	0,1159	0,3939	15,96	7	3,2367	1	10,08	3,6591
CNBPREV	2013	E	-0,0222	0,3636	16,28	7	3,9223	1	11,82	-7,3669
CNBPREV	2014	E	0,0865	0,4242	16,59	7	6,8771	1	10,86	-2,1856
APCDPREV	2011	E	0,0772	0,3939	16,00	7	3,9815	1	9,12	-5,3194
APCDPREV	2012	E	0,1083	0,3939	16,25	7	2,5570	1	10,08	2,5361
APCDPREV	2013	E	-0,0178	0,3939	16,30	7	2,6271	1	11,82	-7,3684
APCDPREV	2014	E	0,0849	0,4848	16,49	7	2,0624	1	10,86	-2,3750
ANABBPREV	2011	E	0,1110	0,4545	15,72	7	12,4328	1	0,00	-2,1429
ANABBPREV	2012	E	0,0809	0,4545	15,88	7	20,1424	1	0,00	-0,6222
ANABBPREV	2013	E	-0,0262	0,4545	16,01	7	15,5837	1	0,00	-3,9118
ANABBPREV	2014	E	0,1017	0,4242	16,21	7	11,5489	1	0,00	-4,0000
CIASPREV	2011	E	0,1159	0,2424	14,03	8	5,5673	1	0,00	0,1053
CIASPREV	2012	E	0,0860	0,2424	14,17	8	2,4635	1	0,00	0,5227
CIASPREV	2013	E	0,0836	0,2727	14,30	8	0,3188	1	0,00	1,3600
CIASPREV	2014	E	0,1082	0,2727	14,41	8	1,3193	1	0,00	0,3846

APÊNDICE H

Regressão mínimos quadrados com variáveis *dummies* para efeitos fixos

(Continua)

Variável dependente: RI				
Método: Mínimos Quadrados Ordinários				
Amostra: 2012 2014				
Períodos: 3				
Corte transversal: 141				
Observações: 423				
Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
RI(-1)	-0.453944	0.043365	-10.46786	0.0000
IG	0.285522	0.095467	2.990799	0.0030
AT	0.003983	0.032286	0.123355	0.9019
PART	-0.010584	0.013899	-0.761518	0.4470
ADCO	-0.006890	0.006985	-0.986409	0.3248
PATRO	0.007751	0.064124	0.120877	0.9039
RV	0.002141	0.000873	2.450996	0.0149
IS	0.004655	0.000314	14.83986	0.0000
DU02	-0.008038	0.046337	-0.173478	0.8624
DU03	-0.038102	0.047179	-0.807612	0.4200
DU04	-0.001454	0.081287	-0.017881	0.9857
DU05	0.007910	0.050225	0.157497	0.8750
DU06	-0.105863	0.085404	-1.239555	0.2162
DU07	-0.075885	0.055845	-1.358833	0.1753
DU08	-0.141165	0.091005	-1.551173	0.1220
DU09	0.038803	0.057922	0.669925	0.5035
DU10	0.017176	0.087173	0.197032	0.8439
DU11	-0.118729	0.096717	-1.227589	0.2207
DU12	0.016069	0.066113	0.243059	0.8081
DU13	-0.074176	0.090360	-0.820898	0.4124
DU14	-0.048033	0.088971	-0.539879	0.5897
DU15	-0.048469	0.091957	-0.527077	0.5986
DU16	-0.036604	0.096964	-0.377503	0.7061
DU17	-0.054629	0.094858	-0.575901	0.5652
DU18	-0.035444	0.074137	-0.478093	0.6330
DU19	-0.007518	0.074975	-0.100273	0.9202
DU20	-0.002918	0.078226	-0.037301	0.9703
DU21	-0.059460	0.099441	-0.597938	0.5504
DU22	-0.112321	0.101198	-1.109905	0.2680
DU23	-0.043953	0.104959	-0.418764	0.6757
DU24	-0.071688	0.106278	-0.674530	0.5005
DU25	-0.061464	0.086665	-0.709209	0.4788
DU26	-0.088521	0.107835	-0.820895	0.4124
DU27	-0.048489	0.101503	-0.477707	0.6332
DU28	-0.058669	0.110739	-0.529796	0.5967
DU29	-0.083984	0.106075	-0.791739	0.4292
DU30	-0.047052	0.089547	-0.525443	0.5997
DU31	-0.023480	0.092335	-0.254290	0.7995
DU32	-0.108486	0.114589	-0.946737	0.3446
DU33	0.000905	0.094285	0.009598	0.9923
DU34	-0.035716	0.093766	-0.380902	0.7036
DU35	-0.056696	0.113556	-0.499274	0.6180
DU36	-0.054490	0.112682	-0.483578	0.6291

Variável dependente: RI

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 2012 2014

Períodos: 3

Corte transversal: 141

Observações: 423

Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
DU37	-0.022163	0.104066	-0.212969	0.8315
DU38	-0.017210	0.115922	-0.148461	0.8821
DU39	-0.065233	0.099819	-0.653511	0.5140
DU40	-0.070545	0.120589	-0.585000	0.5590
DU41	-0.036017	0.105227	-0.342278	0.7324
DU42	-0.048034	0.103595	-0.463667	0.6433
DU43	-0.076175	0.104223	-0.730889	0.4655
DU44	-0.082210	0.105483	-0.779367	0.4364
DU45	-0.070579	0.121848	-0.579243	0.5629
DU46	-0.044510	0.107934	-0.412378	0.6804
DU47	0.039729	0.110924	0.358160	0.7205
DU48	-0.024727	0.108352	-0.228212	0.8197
DU49	-0.042744	0.126588	-0.337659	0.7359
DU50	-0.040153	0.129391	-0.310321	0.7566
DU51	-0.037403	0.113246	-0.330286	0.7414
DU52	-0.145835	0.128678	-1.133330	0.2581
DU53	-0.073356	0.114251	-0.642066	0.5214
DU54	-0.079766	0.114218	-0.698367	0.4855
DU55	-0.043621	0.112014	-0.389423	0.6973
DU56	0.010028	0.119392	0.083996	0.9331
DU57	-0.016868	0.117498	-0.143560	0.8860
DU58	-0.018636	0.122056	-0.152683	0.8788
DU59	-0.018128	0.123525	-0.146758	0.8834
DU60	-0.090165	0.116962	-0.770885	0.4414
DU61	-0.057062	0.121522	-0.469562	0.6390
DU62	-0.025135	0.118744	-0.211673	0.8325
DU63	-0.062749	0.137475	-0.456437	0.6484
DU64	-0.052170	0.123167	-0.423573	0.6722
DU65	-0.046541	0.142482	-0.326646	0.7442
DU66	0.028633	0.125423	0.228292	0.8196
DU67	-0.049562	0.134997	-0.367133	0.7138
DU68	-0.030114	0.123843	-0.243165	0.8081
DU69	-0.024004	0.126883	-0.189181	0.8501
DU70	-0.051344	0.128077	-0.400883	0.6888
DU71	-0.037257	0.130544	-0.285397	0.7756
DU72	-0.047001	0.140940	-0.333485	0.7390
DU73	-0.047583	0.131164	-0.362775	0.7171
DU74	-0.038640	0.148736	-0.259788	0.7952
DU75	-0.023082	0.147058	-0.156957	0.8754
DU76	-0.035747	0.150181	-0.238026	0.8120
DU77	-0.076680	0.136973	-0.559817	0.5761
DU78	-0.012451	0.141364	-0.088079	0.9299
DU79	-0.015184	0.155653	-0.097548	0.9224
DU80	-0.056688	0.144813	-0.391455	0.6958
DU81	-0.035735	0.142210	-0.251285	0.8018
DU82	-0.089667	0.145981	-0.614233	0.5396
DU83	-0.029412	0.144443	-0.203621	0.8388
DU84	-0.070424	0.145817	-0.482961	0.6295

Variável dependente: RI

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 2012 2014

Períodos: 3

Corte transversal: 141

Observações: 423

Variáveis explanatórias	Coeficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
DU85	-0.069536	0.142383	-0.488371	0.6257
DU86	-0.028867	0.152660	-0.189096	0.8502
DU87	-0.037958	0.145232	-0.261358	0.7940
DU88	-0.034061	0.146368	-0.232704	0.8162
DU89	-0.123728	0.147583	-0.838362	0.4026
DU90	-0.046323	0.148832	-0.311245	0.7559
DU91	-0.043637	0.150161	-0.290604	0.7716
DU92	-0.082696	0.150239	-0.550430	0.5825
DU93	-0.038668	0.163976	-0.235814	0.8138
DU94	-0.145680	0.151901	-0.959050	0.3384
DU95	-0.034741	0.153546	-0.226255	0.8212
DU96	-0.046657	0.153292	-0.304367	0.7611
DU97	-0.054746	0.150522	-0.363709	0.7164
DU98	-0.075016	0.151429	-0.495386	0.6207
DU99	-0.074965	0.158937	-0.471666	0.6375
DU100	-0.066937	0.165070	-0.405508	0.6854
DU101	-0.030259	0.155757	-0.194269	0.8461
DU102	-0.060048	0.158370	-0.379160	0.7049
DU103	-0.076276	0.164688	-0.463158	0.6436
DU104	-0.059699	0.158071	-0.377672	0.7060
DU105	-0.014235	0.161496	-0.088144	0.9298
DU106	-0.082442	0.156863	-0.525566	0.5996
DU107	-0.090796	0.166650	-0.544829	0.5863
DU108	-0.035490	0.169435	-0.209463	0.8342
DU109	-0.055411	0.185332	-0.298984	0.7652
DU110	-0.167527	0.165482	-1.012353	0.3123
DU111	0.016171	0.173891	0.092996	0.9260
DU112	-0.023916	0.181803	-0.131547	0.8954
DU113	-0.053355	0.169207	-0.315321	0.7528
DU114	-0.105334	0.170525	-0.617703	0.5373
DU115	-0.066109	0.173602	-0.380807	0.7036
DU116	-0.019209	0.175942	-0.109180	0.9131
DU117	-0.014914	0.181039	-0.082382	0.9344
DU118	-0.031269	0.176362	-0.177302	0.8594
DU119	-0.012678	0.195452	-0.064866	0.9483
DU120	-0.038402	0.181992	-0.211011	0.8330
DU121	-0.015229	0.180564	-0.084339	0.9328
DU122	0.003564	0.193742	0.018394	0.9853
DU123	-0.065944	0.201218	-0.327725	0.7434
DU124	-0.083514	0.184657	-0.452263	0.6514
DU125	0.015038	0.198591	0.075725	0.9397
DU126	-0.102926	0.186743	-0.551162	0.5820
DU127	-0.021457	0.190535	-0.112616	0.9104
DU128	-0.072865	0.195008	-0.373651	0.7090
DU129	-0.025392	0.201462	-0.126038	0.8998
DU130	-0.109328	0.198992	-0.549408	0.5832
DU131	-0.082971	0.208167	-0.398579	0.6905
DU132	-0.117359	0.202524	-0.579481	0.5627

Variável dependente: RI

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 2012 2014

Períodos: 3

Corte transversal: 141

Observações: 423

Variáveis explanatórias	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
DU133	-0.055314	0.212779	-0.259957	0.7951
DU134	-0.023324	0.206773	-0.112799	0.9103
DU135	0.018139	0.220734	0.082175	0.9346
DU136	-0.057535	0.229906	-0.250254	0.8026
DU137	0.010914	0.242560	0.044995	0.9641
DU138	-0.020540	0.247072	-0.083135	0.9338
DU139	-0.048877	0.246393	-0.198371	0.8429
DU140	0.057336	0.263501	0.217593	0.8279
DU141	0.069434	0.313871	0.221219	0.8251
C	0.017285	0.775451	0.022290	0.9822
R-quadrado	0.649521	R-quadrado ajustado		0.460211
Estatística F	3,430992	Prob. (Estatística F)		0.000000
Estatística Durbin-Watson	2.468375			

Teste de Wald

(Continua)

Wald Test:			
Test Statistic	Value	df	Prob.
F-statistic	0.807661	(140, 274)	0.9220
Chi-square	113.0726	140	0.9540

Null Hypothesis:

$C(9)=C(10)=C(11)=C(12)=C(13)=C(14)=C(15)=C(16)=C(17)=C(18)=C(19)=C(20)=C(21)=$
 $C(22)=C(23)=C(24)=C(25)=C(26)=C(27)=C(28)=C(29)=C(30)=C(31)=C(32)=C(33)=C(34)=$
 $C(35)=C(36)=C(37)=C(38)=C(39)=C(40)=C(41)=C(42)=C(43)=C(44)=C(45)=C(46)=C(47)=$
 $C(48)=C(49)=C(50)=C(51)=C(52)=C(53)=C(54)=C(55)=C(56)=C(57)=C(58)=C(59)=C(60)=$
 $C(61)=C(62)=C(63)=C(64)=C(65)=C(66)=C(67)=C(68)=C(69)=C(70)=C(71)=C(72)=C(73)=$
 $C(74)=C(75)=C(76)=C(77)=C(78)=C(79)=C(80)=C(81)=C(82)=C(83)=C(84)=C(85)=C(86)=$
 $C(87)=C(88)=C(89)=C(90)=C(91)=C(92)=C(93)=C(94)=C(95)=C(96)=C(97)=C(98)=C(99)=$
 $C(100)=C(101)=C(102)=C(103)=C(104)=C(105)=C(106)=C(107)=C(108)=C(109)=C(110)=$
 $C(111)=C(112)=C(113)=C(114)=C(115)=C(116)=C(117)=C(118)=C(119)=C(120)=C(121)=$
 $C(122)=C(123)=C(124)=C(125)=C(126)=C(127)=C(128)=C(129)=C(130)=C(131)=C(132)=$
 $C(133)=C(134)=C(135)=C(136)=C(137)=C(138)=C(139)=C(140)=C(141)=C(142)=C(143)=$
 $C(144)=C(145)=C(146)=C(147)=C(148)=0$

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(9)	-0.008038	0.046337
C(10)	-0.038102	0.047179
C(11)	-0.001454	0.081287
C(12)	0.007910	0.050225
C(13)	-0.105863	0.085404
C(14)	-0.075885	0.055845
C(15)	-0.141165	0.091005
C(16)	0.038803	0.057922
C(17)	0.017176	0.087173
C(18)	-0.118729	0.096717
C(19)	0.016069	0.066113
C(20)	-0.074176	0.090360
C(21)	-0.048033	0.088971
C(22)	-0.048469	0.091957
C(23)	-0.036604	0.096964
C(24)	-0.054629	0.094858
C(25)	-0.035444	0.074137
C(26)	-0.007518	0.074975
C(27)	-0.002918	0.078226
C(28)	-0.059460	0.099441
C(29)	-0.112321	0.101198
C(30)	-0.043953	0.104959
C(31)	-0.071688	0.106278
C(32)	-0.061464	0.086665
C(33)	-0.088521	0.107835
C(34)	-0.048489	0.101503
C(35)	-0.058669	0.110739
C(36)	-0.083984	0.106075
C(37)	-0.047052	0.089547
C(38)	-0.023480	0.092335
C(39)	-0.108486	0.114589
C(40)	0.000905	0.094285
C(41)	-0.035716	0.093766
C(42)	-0.056696	0.113556

Wald Test:

Test Statistic	Value	df	Prob.
F-statistic	0.807661	(140, 274)	0.9220
Chi-square	113.0726	140	0.9540

Null Hypothesis:

$C(9)=C(10)=C(11)=C(12)=C(13)=C(14)=C(15)=C(16)=C(17)=C(18)=C(19)=C(20)=C(21)=$
 $C(22)=C(23)=C(24)=C(25)=C(26)=C(27)=C(28)=C(29)=C(30)=C(31)=C(32)=C(33)=C(34)=$
 $C(35)=C(36)=C(37)=C(38)=C(39)=C(40)=C(41)=C(42)=C(43)=C(44)=C(45)=C(46)=C(47)=$
 $C(48)=C(49)=C(50)=C(51)=C(52)=C(53)=C(54)=C(55)=C(56)=C(57)=C(58)=C(59)=C(60)=$
 $C(61)=C(62)=C(63)=C(64)=C(65)=C(66)=C(67)=C(68)=C(69)=C(70)=C(71)=C(72)=C(73)=$
 $C(74)=C(75)=C(76)=C(77)=C(78)=C(79)=C(80)=C(81)=C(82)=C(83)=C(84)=C(85)=C(86)=$
 $C(87)=C(88)=C(89)=C(90)=C(91)=C(92)=C(93)=C(94)=C(95)=C(96)=C(97)=C(98)=C(99)=$
 $C(100)=C(101)=C(102)=C(103)=C(104)=C(105)=C(106)=C(107)=C(108)=C(109)=C(110)=$
 $C(111)=C(112)=C(113)=C(114)=C(115)=C(116)=C(117)=C(118)=C(119)=C(120)=C(121)=$
 $C(122)=C(123)=C(124)=C(125)=C(126)=C(127)=C(128)=C(129)=C(130)=C(131)=C(132)=$
 $C(133)=C(134)=C(135)=C(136)=C(137)=C(138)=C(139)=C(140)=C(141)=C(142)=C(143)=$
 $C(144)=C(145)=C(146)=C(147)=C(148)=0$

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(43)	-0.054490	0.112682
C(44)	-0.022163	0.104066
C(45)	-0.017210	0.115922
C(46)	-0.065233	0.099819
C(47)	-0.070545	0.120589
C(48)	-0.036017	0.105227
C(49)	-0.048034	0.103595
C(50)	-0.076175	0.104223
C(51)	-0.082210	0.105483
C(52)	-0.070579	0.121848
C(53)	-0.044510	0.107934
C(54)	0.039729	0.110924
C(55)	-0.024727	0.108352
C(56)	-0.042744	0.126588
C(57)	-0.040153	0.129391
C(58)	-0.037403	0.113246
C(59)	-0.145835	0.128678
C(60)	-0.073356	0.114251
C(61)	-0.079766	0.114218
C(62)	-0.043621	0.112014
C(63)	0.010028	0.119392
C(64)	-0.016868	0.117498
C(65)	-0.018636	0.122056
C(66)	-0.018128	0.123525
C(67)	-0.090165	0.116962
C(68)	-0.057062	0.121522
C(69)	-0.025135	0.118744
C(70)	-0.062749	0.137475
C(71)	-0.052170	0.123167
C(72)	-0.046541	0.142482
C(73)	0.028633	0.125423
C(74)	-0.049562	0.134997
C(75)	-0.030114	0.123843
C(76)	-0.024004	0.126883
C(77)	-0.051344	0.128077
C(78)	-0.037257	0.130544

Wald Test:

Test Statistic	Value	df	Prob.
F-statistic	0.807661	(140, 274)	0.9220
Chi-square	113.0726	140	0.9540

Null Hypothesis:

$C(9)=C(10)=C(11)=C(12)=C(13)=C(14)=C(15)=C(16)=C(17)=C(18)=C(19)=C(20)=C(21)=$
 $C(22)=C(23)=C(24)=C(25)=C(26)=C(27)=C(28)=C(29)=C(30)=C(31)=C(32)=C(33)=C(34)=$
 $C(35)=C(36)=C(37)=C(38)=C(39)=C(40)=C(41)=C(42)=C(43)=C(44)=C(45)=C(46)=C(47)=$
 $C(48)=C(49)=C(50)=C(51)=C(52)=C(53)=C(54)=C(55)=C(56)=C(57)=C(58)=C(59)=C(60)=$
 $C(61)=C(62)=C(63)=C(64)=C(65)=C(66)=C(67)=C(68)=C(69)=C(70)=C(71)=C(72)=C(73)=$
 $C(74)=C(75)=C(76)=C(77)=C(78)=C(79)=C(80)=C(81)=C(82)=C(83)=C(84)=C(85)=C(86)=$
 $C(87)=C(88)=C(89)=C(90)=C(91)=C(92)=C(93)=C(94)=C(95)=C(96)=C(97)=C(98)=C(99)=$
 $C(100)=C(101)=C(102)=C(103)=C(104)=C(105)=C(106)=C(107)=C(108)=C(109)=C(110)=$
 $C(111)=C(112)=C(113)=C(114)=C(115)=C(116)=C(117)=C(118)=C(119)=C(120)=C(121)=$
 $C(122)=C(123)=C(124)=C(125)=C(126)=C(127)=C(128)=C(129)=C(130)=C(131)=C(132)=$
 $C(133)=C(134)=C(135)=C(136)=C(137)=C(138)=C(139)=C(140)=C(141)=C(142)=C(143)=$
 $C(144)=C(145)=C(146)=C(147)=C(148)=0$

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(79)	-0.047001	0.140940
C(80)	-0.047583	0.131164
C(81)	-0.038640	0.148736
C(82)	-0.023082	0.147058
C(83)	-0.035747	0.150181
C(84)	-0.076680	0.136973
C(85)	-0.012451	0.141364
C(86)	-0.015184	0.155653
C(87)	-0.056688	0.144813
C(88)	-0.035735	0.142210
C(89)	-0.089667	0.145981
C(90)	-0.029412	0.144443
C(91)	-0.070424	0.145817
C(92)	-0.069536	0.142383
C(93)	-0.028867	0.152660
C(94)	-0.037958	0.145232
C(95)	-0.034061	0.146368
C(96)	-0.123728	0.147583
C(97)	-0.046323	0.148832
C(98)	-0.043637	0.150161
C(99)	-0.082696	0.150239
C(100)	-0.038668	0.163976
C(101)	-0.145680	0.151901
C(102)	-0.034741	0.153546
C(103)	-0.046657	0.153292
C(104)	-0.054746	0.150522
C(105)	-0.075016	0.151429
C(106)	-0.074965	0.158937
C(107)	-0.066937	0.165070
C(108)	-0.030259	0.155757
C(109)	-0.060048	0.158370
C(110)	-0.076276	0.164688
C(111)	-0.059699	0.158071
C(112)	-0.014235	0.161496
C(113)	-0.082442	0.156863
C(114)	-0.090796	0.166650

Wald Test:

Test Statistic	Value	df	Prob.
F-statistic	0.807661	(140, 274)	0.9220
Chi-square	113.0726	140	0.9540

Null Hypothesis:

$C(9)=C(10)=C(11)=C(12)=C(13)=C(14)=C(15)=C(16)=C(17)=C(18)=C(19)=C(20)=C(21)=$
 $C(22)=C(23)=C(24)=C(25)=C(26)=C(27)=C(28)=C(29)=C(30)=C(31)=C(32)=C(33)=C(34)=$
 $C(35)=C(36)=C(37)=C(38)=C(39)=C(40)=C(41)=C(42)=C(43)=C(44)=C(45)=C(46)=C(47)=$
 $C(48)=C(49)=C(50)=C(51)=C(52)=C(53)=C(54)=C(55)=C(56)=C(57)=C(58)=C(59)=C(60)=$
 $C(61)=C(62)=C(63)=C(64)=C(65)=C(66)=C(67)=C(68)=C(69)=C(70)=C(71)=C(72)=C(73)=$
 $C(74)=C(75)=C(76)=C(77)=C(78)=C(79)=C(80)=C(81)=C(82)=C(83)=C(84)=C(85)=C(86)=$
 $C(87)=C(88)=C(89)=C(90)=C(91)=C(92)=C(93)=C(94)=C(95)=C(96)=C(97)=C(98)=C(99)=$
 $C(100)=C(101)=C(102)=C(103)=C(104)=C(105)=C(106)=C(107)=C(108)=C(109)=C(110)=$
 $C(111)=C(112)=C(113)=C(114)=C(115)=C(116)=C(117)=C(118)=C(119)=C(120)=C(121)=$
 $C(122)=C(123)=C(124)=C(125)=C(126)=C(127)=C(128)=C(129)=C(130)=C(131)=C(132)=$
 $C(133)=C(134)=C(135)=C(136)=C(137)=C(138)=C(139)=C(140)=C(141)=C(142)=C(143)=$
 $C(144)=C(145)=C(146)=C(147)=C(148)=0$

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(115)	-0.035490	0.169435
C(116)	-0.055411	0.185332
C(117)	-0.167527	0.165482
C(118)	0.016171	0.173891
C(119)	-0.023916	0.181803
C(120)	-0.053355	0.169207
C(121)	-0.105334	0.170525
C(122)	-0.066109	0.173602
C(123)	-0.019209	0.175942
C(124)	-0.014914	0.181039
C(125)	-0.031269	0.176362
C(126)	-0.012678	0.195452
C(127)	-0.038402	0.181992
C(128)	-0.015229	0.180564
C(129)	0.003564	0.193742
C(130)	-0.065944	0.201218
C(131)	-0.083514	0.184657
C(132)	0.015038	0.198591
C(133)	-0.102926	0.186743
C(134)	-0.021457	0.190535
C(135)	-0.072865	0.195008
C(136)	-0.025392	0.201462
C(137)	-0.109328	0.198992
C(138)	-0.082971	0.208167
C(139)	-0.117359	0.202524
C(140)	-0.055314	0.212779
C(141)	-0.023324	0.206773
C(142)	0.018139	0.220734
C(143)	-0.057535	0.229906
C(144)	0.010914	0.242560
C(145)	-0.020540	0.247072
C(146)	-0.048877	0.246393
C(147)	0.057336	0.263501
C(148)	0.069434	0.313871

Restrictions are linear in coefficients.