

# Economic Analysis of Law Review

## Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

*Agency problems in the normative background of pension plan investment funds*

Joaquim Chacur Biasotto Mano<sup>1</sup>  
*Fundação Getúlio Vargas (FGV)*

Antônio José Maristrello Porto<sup>2</sup>  
*Fundação Getúlio Vargas (FGV)*

### RESUMO

Este estudo analisa o arcabouço legal relacionado à governança de entidades fechadas de previdência complementar, para identificar se as normas vigentes impõem a adoção de estruturas de governança eficientes, sob a ótica da teoria da agência. A governança ineficiente propicia problemas de agência que podem resultar desde má performance de investimentos, quando em níveis mais brandos, até graves danos aos investidores em razão de má conduta da administração, quando em níveis extremos. Portanto, este estudo propõe a análise da legislação, à luz da teoria da agência.

**Palavras-chave:** Regulação. EFPC. Governança. Teoria da Agência. Problemas de Agência.

**JEL:** K23.

### ABSTRACT

This paper analyzes Brazilian law concerning the governance of pension plan investment funds to assess whether it imposes an efficient governance structure to such funds, according to the agency theory. Inefficient governance rules result in agency problems which, at their most benign level, may result in poor investment decisions, but, at higher levels, can lead to serious loss to investors, as a result of misconducts carried out by the fund's management. Therefore, this study proposes to scrutinize Brazilian law under the Agency Theory microscope.

**Keywords:** Regulation. Pension Plans Funds. Governance. Agency Theory. Agency Problems.

**R:** 30/08/21 **A:** 13/01/22 **P:** 30/04/22

<sup>1</sup> E-mail: joaquim.mano@fgv.edu.br

<sup>2</sup> E-mail: antonio.maristrello@fgv.br

## 1. Introdução

A Constituição Federal estabelece a previdência social como um dos direitos sociais fundamentais dos cidadãos, distinguindo-a em dois regimes: o geral, de caráter contributivo e filiação obrigatória; e o privado, de caráter complementar e facultativo, autônomo em relação ao regime geral.<sup>3,4</sup>

Dentre as personagens que compõem o sistema de previdência privado, destaca-se, neste estudo, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão. Além de representarem um dos maiores instrumentos de concentração da poupança privada e investimentos no País<sup>5</sup>, os fundos de pensão vêm ganhando destaque no cenário socioeconômico nacional como uma ferramenta importante para permitir a manutenção do nível de renda e padrão de vida dos trabalhadores após a aposentadoria, sobretudo a partir da aprovação da Emenda Constitucional nº 103/2019 (Reforma da Previdência). Portanto, verifica-se cada vez mais importante que as EFPC realizem resultados positivos para fazer frente aos benefícios de seus participantes, o que pode ser especialmente desafiador no panorama macroeconômico atual, com taxas de juros em patamares mínimos históricos.<sup>6</sup>

Nesse contexto, em busca de rentabilidade compatível com as metas atuariais, as EFPC se vêm obrigadas a diversificar seus investimentos, historicamente concentrados em ativos de renda fixa.<sup>7</sup> Naturalmente, essa diversificação exige maior monitoramento e controle dos ativos investidos e, por consequência, das atividades da própria EFPC.

Logo, é importante que a legislação imponha, aos fundos de pensão, a adoção de estruturas de governança<sup>8</sup> que sejam, simultaneamente, sofisticadas, para alinhar interesses de gestores e investidores, e eficientes, para assegurar o controle e monitoramento da gestão. Isso porque, sabe-se que deficiências na estrutura de governança podem ocasionar desde a má performance dos investimentos, até possibilitar graves e ilegais desvios na condução das atividades (BAKER; LOGUE; RADER, 2005). Não custa lembrar, por exemplo, dos investimentos realizados por EFPC para aquisição de participações em fundos de *private equity*, que foram alvos de acentuadas críticas no mercado e culminaram na notória Operação *Greenfield*, ou, ainda, das discussões havidas no âmbito da Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015 (CPI dos fundos de pensão), instalada para investigar indícios de desvios na gestão das EFPC, que concluiu que o modelo de governança previsto na legislação deveria ser aperfeiçoado para prover mais controle e prevenção.<sup>9</sup>

Portanto, parece claro que as regras de governança das EFPC permanecem objeto de discussões no País, sobretudo no âmbito da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e do Conselho Monetário Nacional (CMN) que, nos últimos anos, editaram

<sup>3</sup> Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, art. 6, art. 201 e art. 202.

<sup>4</sup> Além desses dois regimes, há, ainda, o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) instituído pela Lei nº 9.717/1998. Trata-se de regime de filiação obrigatória e caráter contributivo.

<sup>5</sup> Entre 2010 e 2020, o valor de ativos geridos por EFPC cresceu 88%, passando de R\$ 558 bilhões a R\$ 1,049 trilhão, o que representa 14,1% do PIB. (Consolidado Estatístico ABRAPP 2020. Disponível em <[https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico\\_12\\_2020.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico_12_2020.pdf)>. Acesso em 15 mai. 2021).

<sup>6</sup> Nessa linha: “O patamar historicamente baixo das curvas de juros, assim como a consequente necessidade de reposicionar carteiras de investimento em busca de rentabilidade compatível com as metas atuariais dos planos de benefícios sinalizam um segundo semestre de mudanças expressivas no desenho das políticas de investimento das entidades Fechadas de Previdência Complementar. Maior risco e mais atenção a um modelo de investimento voltado para opções de longo prazo, como os projetos de infraestrutura devem entrar no radar das EFPC de maneira mais consistente”. (CORAZZA 2019, p. 15).

<sup>7</sup> Entre 2015 e 2020, a concentração de investimentos de EFPC em renda fixa concentrou entre 70,7% e 72,6% do total de ativos sob gestão. (Consolidado Estatístico ABRAPP 2020. Disponível em <[https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico\\_12\\_2020.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico_12_2020.pdf)>. Acesso em 15 mai. 2021).

<sup>8</sup> Existem vários conceitos de “Governança Corporativa”. Para maiores informações, v. ANDRADE; ROSSETTI, 2006.

<sup>9</sup> Relatório Final aprovado pela Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015 em 12.04.2016 (Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2081889>>. Acesso em: 15 set. 2020).

normas buscando aprimorar a regulamentação do setor. Nesse quadrante, as previsões da teoria da agência – que propõe uma análise econômica das estruturas de governança de entidades jurídicas, para explicar como estas podem impactar no atingimento dos seus objetivos – muito contribuí aos debates. Segundo a teoria, estruturas eficientes propiciam a maximização dos objetivos, ao passo que estruturas ineficientes acarretam má-gestão e conflitos de interesses (FAMA; JENSEN, 1985).

Diante disso, este estudo propõe o escrutínio do arcabouço normativo da previdência complementar privada nacional, com especial enfoque na Resolução CMN nº 4.661/2018 e na Instrução Previc nº 12/2019, a fim de, em última análise, responder à seguinte pergunta: *as regras atuais impõem adoção de estruturas de governança eficientes às EFPC, sob a ótica da teoria da agência?* Como será demonstrado adiante, não. Muito embora seja possível constatar evoluções regulatórias, o sistema de previdência privado nacional ainda carece de aperfeiçoamento.

Para tanto, este estudo está dividido em 6 seções, incluindo a presente. Na Seção 2, será brevemente descrita a teoria da agência e as situações em que surgem problemas de agência. Na Seção 3, os fundos de pensão e as modalidades de planos disponíveis serão detalhados, buscando identificar, sob a ótica da teoria, quais seriam as estruturas de governança mais eficientes. Em seguida, na Seção 4, avaliar-se-á as normas sobre governança das EFPC, a fim de responder à pergunta que norteia o estudo. Na Seção 5, algumas normas editadas pelas entidades regulatórias serão avaliadas para avaliar se representam uma evolução positiva no arcabouço normativo. Serão feitas considerações conclusivas na Seção 6.

## **2. Teoria da Agência**

A relação de agência é definida como um contrato no qual um indivíduo (principal) contrata outro (agente) para realizar determinada atividade em seu benefício, delegando-lhe, em maior ou menor nível, capacidade e autonomia para tomada de decisões (BEDICKS, 2009). A partir da premissa de que indivíduos são maximizadores de sua utilidade (COOTER; ULEN, 2011), agente e principal estarão em potencial conflito de interesses, havendo razões para crer que o primeiro nem sempre atuará conforme os interesses do segundo, resultando em “problemas de agência” (JENSEN; MECKLING, 1976).

De forma geral, problemas de agência tendem a surgir sempre que o benefício (*welfare*) de uma parte do contrato (principal) depende da conduta da outra parte (agente). O cerne da questão está em assegurar que o agente irá agir segundo os interesses do principal, em vez procurar realizar interesses pessoais. Com efeito, de acordo com a doutrina, uma das principais causas de problema de agência decorre do regime de assimetria informacional entre as partes.<sup>10</sup> Na medida em que o principal não conhece todas as atividades desenvolvidas pelo agente, não pode assegurar que a sua atuação do último seja sempre conforme os seus interesses (ARMOUR; HANSSMANN; KRAAKMAN, 2009).

Desse modo, se contratos fossem perfeitamente redigidos, estabeleceriam a conduta desejável do agente para todas as situações, bem como regras com incentivos ideais, garantindo que as atividades do agente fossem realizadas no interesse do principal. Entretanto, contratos perfeitos não existem e, ainda que existissem, a elaboração e exequibilidade (*enforcement*) seria sobremaneira custosa (FAMA; JENSEN, 1983). Consequentemente, quanto maior a complexidade

<sup>10</sup> Para maiores informações, v. BARNEA; HAUGEN; SENBET, 1985.

## Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

da atividade desenvolvida pelo agente, mais difícil e custoso será, para o principal, monitorar e controlar a sua conduta. Maiores, portanto, serão os assim chamados “custos de agência”.

No contexto empresarial – ou dos fundos de pensão, como propõe o presente estudo –, as entidades são compreendidas pela teoria da agência como uma “rede de contratos” entre investidores e administradores, na qual estes figuram como agentes e aqueles como principais (HESS; IMPAVIDO, 2003). Logo, se agentes e principais estão em potencial conflito de interesses, observa-se que, quando o administrador da entidade for, também, o seu principal investidor, titular da totalidade ou grande parte do seu patrimônio – ou seja, quanto maior o “*skin in the game* do administrador” - menor a probabilidade de problemas de agência ocorrerem, na medida em que o agente sempre buscará tomar decisões eficientes.

Por outro lado, ao passo que a participação do agente na entidade é reduzida, este terá cada vez mais incentivos para conduzir atividades em vista de seus interesses privados em detrimento aos interesses do principal (dado que os riscos dessa atividade serão internalizados pelo principal), bem como, cada vez menos incentivos para desenvolver atividades lucrativas para a entidade (pois os benefícios decorrentes serão, na mesma medida, internalizados pelo principal). Em resumo, quanto menor a titularidade (participação) do agente na entidade, maior o seu incentivo para conduzir as atividades em vista de interesses particulares, além de menor o incentivo para buscar investimentos lucrativos aos principais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Trata-se de problema comumente observado em entidades de investimento, como os fundos de pensão, nas quais há maior separação entre propriedade e controle. Em geral, os responsáveis pelas decisões de investimento não arcam com as consequências de suas decisões (ou arcam com uma fração), de modo que são criados mecanismos para permitir, ao principal, monitoramento e controle dos agentes afim de evitar condutas que discrepem dos objetivos da entidade. Caso contrário, na medida em que os titulares de direitos residuais de propriedade sobre os investimentos (*residual claimants*) não possuem poderes para monitorar e controlar as decisões do agente, maior será a probabilidade de problemas de agência ocorrerem (FAMA; JENSEN, 1983).

Para reduzir problemas de agência como o acima indicado, principais contam com alguns mecanismos. O primeiro, já citado, é a criação de estruturas de governança que permitam o monitoramento e controle do agente. Além desse, podem estabelecer regras contratuais visando, em alguma medida, incentivar agentes a agir no interesse do principal (como remuneração atrelada à performance ou penalidades por desvios). Por fim, a lei impõe um dever fiduciário ao agente.

Diante disso, conclui-se pela importância que entidades tenham estruturas de controle e monitoramento dos agentes pelos principais, em vista das seguintes premissas da teoria da agência: (i) quanto maior o poder de controle e de monitoramento do principal em relação ao agente, mais eficiente será a estrutura de governança da entidade; e (ii) quanto menor o poder de controle e de monitoramento sobre o agente, menos eficiente será a estrutura, pois, nestes casos, o agente terá mais incentivos para conduzir as suas atividades de acordo com o seu interesse particular.

### 3. Fundos de Pensão, Planos de Benefícios e o *residual claimant*

O regime de previdência privado é regido pela Lei Complementar (LC) nº 109/2001, cujas disposições se aplicam a todas as entidades de previdência complementar privadas; pela Lei

Complementar nº 108/2001, no que refere à relação entre entidades públicas e suas respectivas EFPC<sup>11</sup>; além de vasta regulamentação.

Para disciplinar o regime das EFPC, a legislação classificou-as em entidades abertas e entidades fechadas. As entidades fechadas, objeto deste estudo, são criadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, com o objetivo de instituir planos de concessão de benefícios complementares aos colaboradores de empresa, grupo de empresas ou entes públicos (denominadas patrocinadoras), ou, ainda, aos associados de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial.<sup>12</sup>

O objeto primordial das EFPC é, portanto, gerir planos de benefícios constituídos com recursos aportados por patrocinadores e participantes para pagar benefícios previdenciários aos participantes e assistidos no período de inatividade laborativa.<sup>13</sup> Esses planos são constituídos de acordo com três modalidades: contribuição definida, benefício definido e contribuição variável.<sup>14</sup>

Na modalidade contribuição definida (CD), os benefícios programados têm seu valor permanentemente ajustado ao saldo de conta mantida pela EFPC em favor dos participantes e assistidos, considerando os valores aportados, o resultado líquido de suas aplicações e os benefícios já pagos. Ao aderir ao plano, é preestabelecido o montante da contribuição dos participantes e patrocinadores, sendo o valor do respectivo benefício apurado no momento da aposentadoria, com base no montante disponível na conta mantida pelo participante junto à EFPC. Note que o montante do benefício do participante dependerá não só dos aportes, mas também do resultado líquido dos investimentos. Assim, se investimentos forem bem sucedidos, os benefícios dos participantes serão maiores, caso contrário, o valor do benefício é reduzido. Logo, no plano CD, participantes e assistidos são *residual claimants*, pois internalizam o risco dos investimentos das EFPC.

Na modalidade Benefício Definido (BD), os benefícios têm seu valor ou nível estabelecidos no momento da adesão do participante, sendo o custeio determinado atuarialmente, de forma a assegurar sua concessão e manutenção. Portanto, na modalidade BD, o resultado das aplicações da EFPC não impacta no montante a ser percebido pelos participantes e assistidos. Se os investimentos performarem bem, gerando recursos acima do benefício programado, as contribuições ao plano serão reduzidas, mas, se performarem mal, resultando em déficit do plano, o equacionamento caberá aos patrocinadores e participantes, na proporção existente entre as suas contribuições.

Nos termos da lei<sup>15</sup>, os déficits deverão ser equacionados mediante aumento do valor das contribuições, instituição de contribuições adicionais ou, ainda, redução do valor dos benefícios a conceder – isto é, benefícios que sejam expectativas de direito, mas não direitos adquiridos.<sup>16</sup> Não obstante, convém apontar que planos de equacionamento que instituem ou aumentem a contribuição de participantes, ou a modificação de seus direitos, esbarram em certas dificuldades como a natural limitação da capacidade contributiva dos participantes, ou insegurança jurídica

<sup>11</sup> Para simplificação, neste trabalho, as EFPC patrocinadas por entidades privadas e regidas exclusivamente pela LC nº 109/2001 serão referidas como simplesmente como “EFPC privadas” e as EFPC patrocinadas por entidades públicas, de acordo com as regras da LC nº 108/2001, serão referidas como “EFPC públicas”.

<sup>12</sup> LC nº 109/2001, art. 36.

<sup>13</sup> Nos termos da LC nº 109/2001, o “patrocinador” é a empresa, grupo de empresas ou ente federado (União, Estados, Distrito Federal e Municípios) instituidor do fundo de pensão a fim de oferecer planos de benefícios aos seus empregados e servidores. Nesse contexto, “participante” é a pessoa física que aderir aos planos de benefícios e “assistido”, o participante ou seu beneficiário em gozo de benefício de prestação continuada.

<sup>14</sup> Previstos respectivamente, na Resolução CGPC nº 16, de 22 de novembro de 2005, art. 3º, art 2º e Instrução SPC nº 9 de 17, de janeiro de 2006, art. 1º.

<sup>15</sup> LC nº 109/2001, art. 20 e 21.

<sup>16</sup> V. tese fixada no julgamento do Superior Tribunal de Justiça, em recurso repetitivo, do REsp nº 1435837/RS (2014/0031379-3).



## Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

ocasionada por ações judiciais. Assim, em planos BD, o patrocinador figura como *residual claimant* em conjunto com os participantes, na medida em que suas contribuições variarão conforme resultados dos investimentos.

Por fim, a modalidade Contribuição Variável (CV) conta com características de ambas as modalidades acima mencionadas. Trata-se de uma mistura entre planos contribuição definida e benefício definido. O mais comum é aquele em que os benefícios programados, na fase da atividade, tenham características de contas individuais (como planos CD) e, na fase de inatividade, tenham características de rendas vitalícias (como planos BD).<sup>17</sup>

Verifica-se, portanto, que a principal diferença entre as modalidades de planos está na identificação de quem é o *residual claimant* dos investimentos das EFPC. Nos planos CD, os riscos são incorridos inteiramente por participantes, enquanto nos planos BD e CV patrocinadores compartilham desse risco. Segundo as previsões da teoria da agência, tais características indicariam que: (i) nos planos CD, participantes e assistidos são os *residual claimants* e, assim, quanto maior o seu controle e monitoramento sobre os agentes, mais eficiente a estrutura de governança; e (ii) nos planos BD e CV, patrocinadores e participantes compartilham a posição de *residual claimant*, o que justificaria que uma parcela do controle e monitoramento dos agentes recaísse sobre patrocinadores.

No entanto, a constatação de que, nos planos BD e CV, patrocinadores deveriam ter parcela de poder de controle e monitoramento sobre os agentes, merece três ressalvas.

*Primeira ressalva:* mesmo nesses planos, participantes e assistidos internalizam um risco bastante relevante acerca dos investimentos realizados pela EFPC. De acordo com a legislação federal<sup>18</sup>, se a EFPC estiver em situação deficitária, a Previc decretará a sua intervenção e nomeará um administrador especial, com o objetivo de sanear os planos, recompor a sua robustez financeira e preservar a liquidez e a solvência da entidade. Outrossim, caso o administrador especial reconheça a inviabilidade na recuperação, será decretada a sua liquidação extrajudicial. Nessa hipótese, embora participantes possuam prioridade no recebimento de créditos, não há garantias de que estes sejam efetivamente liquidados. Logo, o risco de “quebra” é incorrido por participantes e assistidos, especialmente se o patrocinador tiver débitos perante a EFPC e também passar por dificuldades.

*Segunda Ressalva:* atualmente, planos BD se encontram em extinção não só no Brasil, mas em todo o mundo.<sup>19</sup> Nos últimos anos, patrocinadores optaram por fechar planos BD para novas adesões, disponibilizando aos empregados e colaboradores apenas adesões aos planos CD ou planos CV, havendo uma nítida tendência de migração para planos que aloquem a maior parte dos riscos dos investimentos a participantes e assistidos (VALENÇA, 2013).

*Terceira e última ressalva:* as normas brasileiras preveem ou permitem a criação, pelos patrocinadores, de desincentivos e barreiras ao resgate, pelos participantes, dos valores geridos pelas EFPC em seu benefício, como regras que condicionam o resgate ao seu desligamento da empresa; que proíbam o resgate caso o participante esteja em gozo dos benefícios; ou que desincentivem o resgate estabelecendo que o participante renunciará às contribuições do patrocinador.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Resolução CGPC n° 16, de 22 de novembro de 2005, art. 4°.

<sup>18</sup> LC n° 109/2001, art. 42 e seguintes.

<sup>19</sup> GLOBAL retirement benefits in a post-defined benefits world. *PWC survey of global multinationals*, fev. 2014. Disponível em: <<https://www.pwc.com/gx/en/hr-management-services/publications/assets/global-pension-survey.pdf>>. Acesso em: 1° ago. 2020).

<sup>20</sup> Resolução CGPC n° 06, de 30 de outubro de 2003.

Com efeito, segundo a teoria da agência, tais restrições caracterizam redução no poder de controle dos principais sobre agentes, na medida em que a entidade não fica sujeita ao risco de evasão dos valores geridos, por exemplo, em caso de má-performance. Se pudessem resgatar livremente os aportes realizados, participantes teriam uma ferramenta alternativa de controle sobre administradores, bem como limitação de sua exposição ao risco. A entidade estaria sempre sujeita ao risco de retirada simultânea e abrupta dos ativos sob gestão, o que equivaleria a uma dissolução forçada, e incentivaria administradores a priorizarem os interesses dos participantes (FAMA; JENSEN, 1985). Portanto, tais características reforçam a necessidade de estruturas que reforcem o poder de controle dos participantes sobre agentes.

Ante o exposto, conclui-se que: (i) patrocinadores possuem maior interesse no monitoramento e controle de agentes em relação aos planos BD do que CD; (ii) independentemente do plano, participantes são, em última análise, os maiores interessados na saúde financeira das EFPC e suas atividades; e, por fim, (iii) quanto maior o poder de controle e monitoramento dos participantes, mais eficiente será a estrutura de governança da EFPC. Não obstante, se patrocinadores são maximizadores de sua utilidade, é possível prever que estes buscarão estabelecer, nos Estatutos dos Fundos<sup>21</sup>, regras que aumentem o seu poder de controle e monitoramento sobre os administradores (agentes), bem como reduzam o controle e monitoramento dos participantes e assistidos (DIAS, 2006).

Para tanto, patrocinadores podem, por exemplo: limitar o número de administradores indicados por participantes e assistidos ao mínimo previsto em lei, buscando a preponderância do patrocinador nas deliberações; restringir as competências dos órgãos nos quais a lei estabeleça maior presença de participante e assistidos; criar barreiras ao resgate por participantes; ou, ainda, nomear representantes que estejam sob a sua esfera de influência.

Diante disto, conclui-se que é importante que as normas imponham, aos fundos de pensão, regras que permitam um efetivo controle e monitoramento dos administradores (agentes) pelos participantes e assistidos. Caso contrário, patrocinadores tendem a estabelecer regras que propiciem a ocorrência de problemas de agência.

#### **4. Governança dos Fundos de Pensão**

Independentemente dos planos oferecidos, a estrutura básica de governança é a mesma para todas EFPC, sendo composta por três órgãos: Conselho Deliberativo, Diretoria Executiva e Conselho Fiscal.<sup>22</sup> No caso de EFPC classificada como entidade sistemicamente importante (ESI)<sup>23</sup>, são obrigatórios dois órgãos adicionais: um Comitê de Auditoria<sup>24</sup> e um Comitê de Gestão de Riscos<sup>25</sup>.

Ademais, as normas preveem, genericamente, que as EFPC devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes, de modo a assegurar o cumprimento de seus objetivos, mas não estabelecem regras específicas, permitindo, assim, que sejam livremente estabelecidas no Estatuto.<sup>26</sup> Nesse sentido, há

<sup>21</sup> Cabe ao Patrocinador ou Instituidor a elaboração inicial dos Estatutos Sociais das EFPCs, sendo alterações posteriores introduzidas de acordo com as regras previstas no próprio Estatuto.

<sup>22</sup> V. LC nº 108/2001 e nº 109/2001. Em relação à EFPC patrocinadas por entes públicos, vide, ainda, a Resolução CNPC nº 35, de 20 de dezembro de 2019.

<sup>23</sup> Instrução Previc nº 5, de 29 de maio de 2017.

<sup>24</sup> Resolução CNPC nº 27, de 6 de dezembro de 2017 c/c Instrução Previc nº 3, de 24 de agosto de 2018.

<sup>25</sup> Instrução Previc nº 6, de 14 de novembro de 2018.

<sup>26</sup> Resolução CGPC nº 13, de 1º de outubro de 2004, art. 1º e 5º.

uma recomendação de que as EFPC constituam outras instâncias de assessoramento a serem definidas em seu respectivo Estatuto – como comitês consultivos –, mas não há uma obrigação nesse sentido.

Em relação às EFPC públicas, a LC nº 108/2001 detalhou um pouco melhor a composição e competência de cada órgão, enquanto as EFPC privadas têm ampla liberdade para fixar suas regras de governança e funcionamento nos Estatutos. Esse fato, por si, indica que as EFPC privadas poderão estar sujeitas a mais problemas de agência do que as públicas, posto que seus patrocinadores possuem maior liberdade para criar regras que aumentem sua própria influência. Outrossim, a todos órgãos são confiados poderes, individuais ou deliberativos, para condução e fiscalização das atividades visando o que os alemães chamam de gestão de negócios (*Geschäftsführungsbefugnis*) (DINIZ, 2011).

#### **4.1 Conselho Deliberativo**

O Conselho Deliberativo é um órgão de deliberação colegiada, responsável pela gestão das atividades da EFPC, a definição da política geral de administração e de investimento da entidade, bem como de seus planos de benefícios.

Em relação às EFPC públicas, a LC nº 108/2001 atribuiu algumas competências ao Conselho Deliberativo, como, por exemplo, para: (i) alteração de estatuto e regulamentos dos planos de benefícios; (ii) gestão de investimentos e aplicação de recursos; (iii) autorização de investimentos em valores relevantes; (iv) contratação de auditor independente e avaliador de gestão; (v) nomeação e exoneração dos membros da Diretoria Executiva; e (vi) revisão das decisões da Diretoria.<sup>27</sup> Por outro lado, em relação às EFPC privadas, a LC nº 109/2001 não previu qualquer competência específica, conferindo liberdade para que sejam livremente fixadas no Estatuto.

Buscando aprimorar as regras de governança, as normas estabelecem outras competências ao Conselho, aplicáveis a todas EFPC, como: (i) aprovar a política de investimentos da entidade<sup>28</sup>; (ii) aprovar as demonstrações contábeis do Fundo de Pensão<sup>29</sup>; (iii) aprovar estudo de viabilidade econômico-financeira e atuarial<sup>30</sup>; (iv) instituir auditorias internas<sup>31</sup>; (v) comunicar à Previc sobre a inadimplência do patrocinador<sup>32</sup>; (vi) aprovar as regras de funcionamento e os critérios de nomeação, destituição e remuneração de outros órgãos<sup>33</sup>; (vi) aprovar o plano de equacionamento de déficit<sup>34</sup>.

Nota-se que o Conselho possui competências relevantes no contexto das EFPC, sendo por vezes referido como a instância máxima de deliberação. Portanto, segundo a teoria, quanto maior a representatividade de participantes e assistidos no órgão, mais eficiente será a governança da EFPC que, por receber influência e monitoramento de patrocinadores e participantes – mas especialmente dos últimos – terá menor espaço para florescimento de problemas de agência.<sup>35</sup>

<sup>27</sup> LC nº 108/2001, art. 13.

<sup>28</sup> Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, art. 19.

<sup>29</sup> Instrução SPC nº 34, de 24 de setembro de 2009, art. 3º, inciso X.

<sup>30</sup> Instrução Previc nº 7, de 14 de novembro de 2018, art 5º.

<sup>31</sup> Resolução CNPC nº 35, de 20 de dezembro de 2019, art. 6º.

<sup>32</sup> Instrução Previc nº 10, de 27 de setembro de 2017, art. 5º, inciso I.

<sup>33</sup> Resolução CNPC nº 27, de 6 de dezembro de 2017, art. 9.

<sup>34</sup> Resolução CNPC nº 30, de 10 de outubro de 2018, art. 38 inciso II.

<sup>35</sup> *“The results of this Article’s statistical analysis suggest one reform to mitigate political influence on public fund investments: ensuring that fund boards have beneficiary-elected members. [...] The data do not demonstrate that a wholly-elected board is necessary, nor whether some specified proportion of elected members is optimal, because the regressions did not uncover diminishing returns to elected board membership. However, if elected members have less investment*



Nas EFPC públicas, o Conselho Deliberativo deve ser composto por, no máximo, seis membros, observada a paridade entre indicados por participantes e patrocinador, cabendo ao último a indicação do presidente, que terá voto de qualidade.<sup>36</sup> Por seu turno, na EFPC privada não há mínimo ou máximo de membros, sendo assegurado aos participantes, apenas, um terço das vagas.<sup>37</sup>

Diante disso, pode-se verificar que a lei não estabeleceu regras eficientes quanto à composição do Conselho Deliberativo das EFPC. Seja nas EFPC públicas ou nas privadas, há espaço para patrocinadores criarem regras prevendo preponderância de seus indicados nas deliberações, em relação àqueles nomeados por participantes e assistidos.

Segundo a teoria da agência, a preponderância de representantes do patrocinador no Conselho tende a propiciar decisões que subestimem ou desconsiderem os riscos envolvidos, na medida em que estes serão internalizados, em larga medida, por aqueles com representatividade limitada na tomada de decisão. Nessa linha, cabe apontar que a CPI dos fundos de pensão identificou diversas situações em que as decisões de investimento do Conselho se limitavam a referendar a recomendação da Diretoria, sem qualquer análise ou consideração ou reflexão adicional sobre os riscos envolvidos, inclusive a ponto de, em determinados casos, considerar a classificação atribuída por uma terceirizada como substituta à própria análise do Conselho, mesmo havendo disposição legal em contrário.<sup>38</sup>

Em que o pese não ser possível afirmar que tais decisões de investimentos seriam diferentes caso os membros indicados por participantes fossem majoritários no Conselho Deliberativo, deve-se reconhecer que a preponderância de membros indicados pelo patrocinador propicia decisões que minimizem riscos, bem como um nível de monitoramento abaixo do ideal.

Em relação aos requisitos estabelecidos para posse em cargo no Conselho, a legislação exige: (i) comprovada experiência no exercício de atividade na área financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização, atuarial ou de auditoria (porém não define o que seria “comprovada experiência”); (ii) não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado; e (iii) não ter sofrido penalidade administrativa por infração à legislação da seguridade social ou como servidor público.<sup>39</sup>

Com efeito, os requisitos mínimos para investidura no cargo de membro Conselho Deliberativo são bastante singelos, especialmente considerando a importância dos cargos e das respectivas entidades. Frise-se que a legislação sequer exige formação superior, o que permite que patrocinadores apontem membros que estejam sob a sua zona de influência.

---

*experience than ex officio members or political appointees who are chosen by an expertise criterion, then the more politically affiliated members' ability to influence investment decisions may well be greater than that of the members elected by beneficiaries. [...] Although the statistical analysis indicates that boards with beneficiary-elected members perform better than more politicized ones, such boards may still be subject to more political pressure than private funds.” (ROMANO, 1993, p. 840). Tradução livre: “Os resultados da análise estatística deste artigo sugerem uma reforma para mitigar a influência política no fundos de pensão públicos: garantir que os conselhos dos fundos de pensão tenham membros eleitos pelos participantes. [...] os dados não demonstram que um conselho totalmente eleito por participantes seja necessário, e nem se alguma proporção específica de membros eleitos por participantes/patrocinadores é ideal. No entanto, se membros eleitos têm menos experiência de investimento do que membros ex-officio ou nomeações políticas [dos patrocinadores] escolhidos por um critério de expertise, então a capacidade dos membros [indicados por patrocinadores] de influenciar as decisões de investimento do fundo de pensão pode ser maior do que a dos membros indicados pelos participantes. [...] Embora a análise estatística indique que conselhos com membros eleitos por participantes têm melhor desempenho do que os politizados (i.e., mais suscetíveis à influência do patrocinador), tais conselhos ainda estão sujeitos a mais pressão política do que fundos privados”.*

<sup>36</sup> LC nº 108/2001, art. 11 c/c Resolução CNPC nº 35, de 20 de dezembro de 2019.

<sup>37</sup> LC nº 109/2001, art. 35, § 1º.

<sup>38</sup> Vide Relatório Final aprovado pela Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015, em 12 de abril de 2016. p. 828.

<sup>39</sup> LC nº 108/2001, art. 18; e LC 109/2001, art. 35, § 3º.

## **Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)**

Por outro lado, as normas regulamentares estabeleceram que a posse de membros do Conselho ficará sujeita à verificação de dois requisitos adicionais, a serem apurados em processo de habilitação junto à Previc, notadamente, ter reputação ilibada<sup>40</sup> e obter certificado técnico emitido por instituição certificadora aprovada pela Previc.<sup>41</sup> Desse modo, percebe-se que tais normas buscaram aprimorar as regras relacionadas à nomeação de agentes, reduzindo o espaço para indicação de indivíduos mais propensos à influência de patrocinadores. Não obstante, a lei não proibiu a nomeação de empregados do patrocinador ao Conselho da EFPC, nem estabeleceu restrições para que tais indivíduos atuem simultaneamente para as duas entidades (patrocinador e EFPC). Assim, patrocinadores podem, por exemplo, criar regras exigindo que administradores sejam seus empregados, ou que não sejam remunerados pela EFPC, apenas pelo cargo de origem junto ao patrocinador.

Nesse contexto, é razoável dizer que a ausência de norma disciplinando essas situações torna a relação entre patrocinador e administradores palco fértil para conflitos de interesses, por permitir a nomeação de indivíduos que guardam deveres fiduciários perante duas entidades diferentes, cujos objetivos nem sempre estarão alinhados. Mas não só isso. Na medida em que os administradores podem retornar aos cargos de origem após o término do mandato na EFPC, abre-se espaço para influência direta do patrocinador (empregador) no processo decisório do conselheiro (empregado). Afinal, ao deliberar sobre determinada matéria, o administrador da EFPC – que, lembre-se, é um agente maximizador de sua utilidade – pode levar em considerações fatores que não guardam relação com os objetivos do Fundo, mas sim com a sua relação com o patrocinador, como a possibilidade de demissão ou promoção em seu cargo. Importante reconhecer que esse potencial conflito de interesses, bem assim a identificação de uma relação de causalidade entre eventual influência e os resultados da EFPC, não prescindem de avaliação empírica que foge ao escopo deste Estudo – de caráter eminentemente normativo e teórico. Nada obstante, em tese, sob a ótica da teoria da agência, a nomeação de agentes que guardam deveres fiduciários perante entidades diversas propicia, em maior escala, o aparecimento de problemas de agência.

Para ilustração, pode ser feito um paralelo com a avaliação da CPI dos fundos de pensão acerca de indivíduos que ocupavam, simultaneamente, a posição de gestor nos FIP investidos por EFPC e a posição de administrador de companhias investidas por tais FIP. Ao analisar os investimentos realizadas pelas EFPC Petros e Postalis no Grupo Canabrava, por meio do FIP Bioenergia, a CPI concluiu que seria “incompatível o exercício da função de diretor executivo da empresa e a gestão do fundo [pelo mesmo indivíduo], pois num eventual conflito de interesses entre a Companhia Alvo e os cotistas do Fundo, estes seriam inevitavelmente prejudicados”. E arremata concluindo que “certamente haveria o comprometimento em pelo menos um dos papéis do gestor que é o de fiscalizar a administração da Companhia”.

Portanto, se a presença do gestor do FIP na administração da companhia-alvo implicará em prejuízo aos cotistas do FIP por conflitos de interesses, o mesmo se pode afirmar acerca da participação de indivíduos que guardam deveres fiduciários junto ao patrocinador e à EFPC.

### **4.2 Diretoria Executiva**

A Diretoria Executiva é o órgão responsável pela gestão e representação orgânica da EFPC, devendo exercer suas atribuições em conformidade com as políticas e diretrizes traçadas pelo

<sup>40</sup> V. Instrução Previc nº 13, de 28 de junho de 2019.

<sup>41</sup> Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015 c/c Instrução Previc nº 13, de 28 de junho de 2019.

Conselho Deliberativo. Diferentemente do que ocorre em relação ao Conselho, a legislação não estabelece competências específicas à Diretoria, salvo raras exceções.<sup>42</sup> Isso porque, em regra, seria impossível elencar todos os atos que podem ser praticados pela diretoria. Em princípio, compete-lhes praticar tudo que for necessário ao funcionamento e administração da EFPC e consecução de objetivos, observada à necessidade de aprovação do Conselho em relação a certos atos.

Por outro lado, as normas estabelecem responsabilidades específicas para a Diretoria Executiva da EFPC, como, por exemplo, a indicação de um diretor responsável pela: (i) contabilidade da EFPC, para responder, junto à Previc, pelo acompanhamento, supervisão e cumprimento das normas contábeis<sup>43</sup>; (ii) adoção e aplicação de hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras<sup>44</sup>; (iii) tempestividade e exatidão dos documentos e informações submetidos à Previc, bem como pela atualização, confiabilidade e segurança da base de dados cadastrais<sup>45</sup>; (iv) gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos garantidores (denominado AETQ)<sup>46</sup>.

Assim, em vez de regular pela atribuição de competências, regula-se pela atribuição de responsabilidades. Nesse ponto, o Relatório da CPI dos fundos de pensão identificou a prática frequente, no âmbito da Diretoria Executiva, de membros compartilharem a responsabilidade acerca de uma determinada decisão a um colegiado de diretores, como forma de diluir sua responsabilidade individual pelo ato, independentemente da lei estabelecer a responsabilidade específica a um diretor.

Embora essa prática, isoladamente considerada, não seja evidência de problemas de agência, é um indício na medida em que demonstra que os diretores buscam utilizar de estruturas de governança para se proteger de responsabilização. Nunca é demais lembrar da máxima que “comitês diluem a responsabilidade e dissolvem a autoridade”.

Nas EFPC públicas, a Diretoria Executiva é eleita pelo Conselho Deliberativo, composta por até seis membros.<sup>47</sup> A regulamentação infralegal estabelece que a eleição da Diretoria Executiva será realizada mediante processo seletivo, exigida qualificação técnica, com divulgação e transparência, conduzido sob a orientação e supervisão do Conselho Deliberativo.<sup>48</sup> Nas EFPC privadas, não há fixação de regras para eleição e composição dos membros, que ficam restritas ao Estatuto.

Em ambos os casos, portanto, não há previsão em relação à representação de participantes e assistidos na Diretoria Executiva, o que, segundo a teoria da agência, também propicia ocorrência de problemas de agência, como decisões que não levem em consideração os riscos envolvidos aos participantes, ou decisões tomadas em conflito de interesses. Nesse quadrante, vale apontar que a CPI dos fundos de pensão identificou, como prática recorrente nas EFPC, que terceiros interessados em oferecer propostas de investimento à entidade entrassem em contato direto e pessoal com membros da Diretoria para apresentar suas propostas em reuniões que nem sempre eram registradas pela entidade. Apurou-se que, em muitos casos, partir dessas reuniões foram tomadas decisões de investimentos respaldadas unicamente nos materiais e argumentos fornecidos pelo próprio ofertante, sem análise adicional de fatores de risco que, porventura, não tenham sido explorados ou avaliados.<sup>49</sup> Mas, o que é pior: em alguns casos, foram identificadas decisões que

<sup>42</sup> Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, art. 19.

<sup>43</sup> Resolução CNPC nº 27, de 06 de dezembro de 2017, art. 5º.

<sup>44</sup> Resolução CNPC nº 30, de 10 de outubro de 2018, art. 36.

<sup>45</sup> Instrução Previc nº 10, de 27 de setembro de 2017, art. 7º - A.

<sup>46</sup> LC nº 109/2001, art. 35, §§ 5º e 6º, c/c, Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018.

<sup>47</sup> LC nº 108/2001, art. 19, § 1º.

<sup>48</sup> Resolução nº 35, de 20 de dezembro de 2019, art. 5º, § único.

<sup>49</sup> Relatório Final aprovado pela Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015 em 12.04.2016, p. 827.

aprovaram operações com pagamento de comissão à entidades ligadas aos respectivos diretores, que intermediavam operações, com o propósito intencional de inflar o valor dos títulos vendidos à EFPC.<sup>50</sup>

No que se refere aos requisitos para investidura nos cargos de Diretoria Executiva previstos na legislação federal, estes também parecem simplórios diante da relevância do cargo, tal como ocorre no Conselho Deliberativo. Além dos três requisitos já citados em relação aos conselheiros, exige-se diploma de formação de nível superior, de qualquer profissão.<sup>51</sup> Convém apontar que, de fato, as normas infralegais reduziram a liberdade de nomeação, prevendo a necessidade de habilitação dos membros da Diretoria Executiva junto à Previc, com os mesmos requisitos de reputação ilibada e certificação por instituição reconhecida (aos Diretores indicados como AETQ é necessária, ainda, experiência mínima de três anos na área de investimentos).<sup>52, 53</sup>

Não obstante, tais requisitos se revelam insuficientes, sobretudo porque é reservada considerável margem de liberdade de atuação aos diretores executivos, malgrado a existência de certas instâncias de controle, como a necessidade de aprovação do Conselho para certos atos. Por exemplo, mesmo que uma EFPC adote um limite relativamente baixo em termos percentuais para que a decisão de alocação de recursos seja tomada pela Diretoria sem prévia aprovação de outros órgãos, será possível movimentar quantias vultosas quando o patrimônio da EFPC for elevado.

Nesse sentido, a CPI sugeriu a alteração da LC nº 108/2001 para estabelecer que membros da diretoria sejam participantes ou assistidos de planos da entidade, por pelo menos um ano antes da nomeação. Trata-se de uma clara tentativa de alinhar interesses de diretores (agentes) e participantes (principais) para reduzir problemas de agência. Outrossim, cabe destacar que as ponderações realizadas sobre conflitos de interesses quando indivíduos ocupam simultaneamente cargos na EFPC e nos patrocinadores, são igualmente aplicáveis em relação à Diretoria.

Diante do exposto, conclui-se que as normas relativas à Diretoria possibilitam que os Estatutos prevejam regras de governança ainda mais ineficientes (do que em relação ao Conselho Deliberativo), especialmente porque participantes não possuem representação mínima assegurada no órgão.

#### **4.3 Conselho Fiscal**

O Conselho Fiscal é o órgão de controle interno da EFPC, responsável pelo acompanhamento e controle da execução orçamentária e dos indicadores de gestão das despesas administrativas, bem como a avaliação das metas estabelecidas para os indicadores de gestão.<sup>54</sup> O órgão não possui poderes executivos, sendo apenas consultivo em relação à fiscalização e controle dos atos das EFPC. Seu objetivo é aquilatar a estrutura de governança e os controles internos, bem como avaliar a regularidade dos atos praticados, sem, contudo, entrar no mérito da decisão dos demais administradores.

O Conselho Fiscal tem menos competências legalmente previstas do que o Conselho Deliberativo. Dentre elas, destaque-se: (i) emitir relatórios sobre os controles internos com recomendações a respeito de eventuais deficiências, e estabelecimento de cronograma de

<sup>50</sup> Relatório Final aprovado pela Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015 em 12.04.2016, p. 114-165.

<sup>51</sup> LC nº 108/2001, art. 20 e LC nº 109/2001, art. 35, § 4º.

<sup>52</sup> Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015.

<sup>53</sup> Instrução Previc nº 13, de 28 de junho de 2019.

<sup>54</sup> Resolução CGPC nº 29, de 31 de agosto de 2009, art. 12.

saneamento<sup>55</sup>; (ii) emitir parecer sobre as demonstrações financeiras<sup>56</sup>; (iii) atestar a existência de controles internos destinados a garantir o gerenciamento de riscos atuariais<sup>57</sup>; e (v) manifestar-se acerca dos riscos que possam comprometer a realização dos objetivos do plano de benefícios<sup>58</sup>.

A legislação garantiu maior presença de participantes e assistidos na composição do Conselho Fiscal das EFPC patrocinadas por entidades públicas, em relação ao mesmo órgão das EFPC patrocinadas por entidades privadas. Na primeira, o Conselho Fiscal é composto por, no máximo, quatro membros, com a participação paritária entre patrocinadores e participantes e assistidos, cabendo a estes últimos a indicação do presidente, que terá o voto de qualidade.<sup>59</sup> Já nas EFPC privadas, não há número determinado de membros do Conselho Fiscal. Exige-se apenas que seja assegurado, no mínimo, um terço das vagas aos participantes e assistidos.<sup>60</sup>

Os requisitos para posse no Conselho Fiscal são os mesmos previstos para o Conselho Deliberativo, inclusive no que se refere à habilitação. Portanto, mais uma vez percebe-se que as normas regulamentares buscaram reduzir a liberdade de nomeação de membros.

Sob a ótica da teoria da agência, pode-se concluir que, por um lado, as normas permitiram que os Estatutos das EFPC privadas prevejam a preponderância dos patrocinadores nas deliberações, mas, por outro, criaram regras eficientes em relação à composição do Conselho Fiscal das EFPC públicas, na medida em que asseguram preponderância dos indicados por participantes nas deliberações. Não obstante, deve-se destacar que essa eficiência quanto às EFPC públicas é parcialmente relativizada por duas características do Conselho Fiscal. *Primeira*: as competências impostas por lei ao Conselho Fiscal são restritas, de modo que os patrocinadores podem limitar as atribuições do órgão ao mínimo legal. *Segunda*: o Conselho Fiscal é um órgão consultivo, sem poderes para executar suas deliberações. As recomendações podem ser seguidas, ou não, pelos demais órgãos, nos quais a preponderância é do patrocinador. Claro que, nessa hipótese, uma eventual recusa em implementar recomendações do Conselho Fiscal trará maior escrutínio sobre os atos dos administradores, na medida em que poderão ser responsabilizados por quebra de deveres fiduciários se injustificadamente deixarem de implementar as recomendações do Conselho Fiscal.

#### **4.4 Outras instâncias de Governança**

Além dos Conselhos Deliberativo e Fiscal e da Diretoria Executiva, a regulação determina que as EFPC classificadas como ESI constituam um Comitê de Auditoria, responsável pela supervisão dos processos internos da entidade, devendo analisar a efetividade dos processos, detectar deficiências, verificar adequação às normas e indicar melhorias à Diretoria Executiva<sup>61</sup>, e um comitê ou diretoria responsável pela gestão de riscos.<sup>62</sup> Contudo, tais normas preveem que caberá ao Estatuto estabelecer as formas de composição e funcionamento desses órgãos, bem como as respectivas alçadas e competências, sem assegurar representatividade mínima de participantes e assistidos.

<sup>55</sup> Resolução CGPC nº 13, de 1º de outubro de 2004, art. 19, inciso II.

<sup>56</sup> Instrução SPC nº 34, de 24 de setembro de 2009, art. 3º, inciso IX, c/c Resolução CNPC nº 29 de 13 de abril de 2018, art. 17, alínea j.

<sup>57</sup> Resolução CNPC nº 30, de 10 de outubro de 2018, art. 39.

<sup>58</sup> Portaria Previc nº 866, de 13 de setembro de 2018, art. 16, VII.

<sup>59</sup> LC nº 108/2001, art. 11 c/c Resolução CNPC nº 35, de 20 de dezembro de 2019.

<sup>60</sup> LC nº 109/2001, art. 35, § 1º.

<sup>61</sup> Resolução CNPC nº 27, de 6 de dezembro de 2017 c/c Instrução Previc nº 3, de 24 de agosto de 2018.

<sup>62</sup> Instrução Previc nº 6, de 14 de novembro de 2018.



## **Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)**

Portanto, fica claro que não são estabelecidas regras que garantam eficiência na condução de referidos comitês, na medida em que patrocinadores possuem liberdade para instituir o órgão de forma a preservar o seu poder e limitar o controle e monitoramento por participantes.

Ademais, as EFPC são obrigadas a, anualmente, contratar auditor independente externo para produzir relatórios sobre: (i) as demonstrações contábeis, em conformidade com as normas brasileiras e internacionais de auditoria aprovadas pelo Conselho Federal de Contabilidade; (ii) deficiências de controles internos, identificadas as respectivas recomendações em consonância com a Norma Brasileira de Contabilidade; e, no caso de EFPC qualificadas como ESI; (iii) adequação dos controles internos aos riscos suportados, bem como a governança da EFPC. De modo semelhante ao Conselho Fiscal, o Auditor Independente não tem competência para impor qualquer medida à EFPC. Seus pareceres são opiniões ou recomendações sobre as demonstrações financeiras e atividades de controle das EFPC, que podem ser implementadas, ou não, pelos órgãos de administração das EFPC. Contudo, também nessa hipótese, eventual recusa injustificada em implementar alterações recomendadas pelos auditores poderá acarretar responsabilização dos administradores.

Por fim, importante pontuar que a CPI dos fundos de pensão sugeriu, como uma medida para adequar a estrutura de governança das EFPC públicas, a alteração da LC nº 108/2001 para estabelecer a obrigatoriedade da EFPC constituir um comitê de investimento, como órgão responsável pela elaboração e apresentação de parecer técnico prévio, em caráter terminativo, sobre as decisões de investimento da entidade, sob pena de nulidade da decisão e responsabilização da administração pelos atos praticados em inobservância.

Segundo a proposta, o comitê seria formado pelos membros da Diretoria Executiva designados como AETQ, o administrador responsável pelo plano de benefícios (ARPB) e mais dois representantes serem nomeados pelo conselho deliberativo dentre aqueles indicados pelos participantes e assistidos. A eleição seria realizada por maioria absoluta, não sendo aplicável o voto de qualidade do presidente do Conselho Deliberativo. Adicionalmente, a CPI sugeriu que cada membro do comitê tivesse poder de veto parcial ou total, desde que motivado, sobre as propostas de investimento e de realocação de recursos garantidores, bem como fosse estabelecida a obrigação da EFPC dar publicidade do conteúdo dos pareceres técnicos prévios e das atas do comitê de investimentos aos participantes e assistidos. Assim, além de propor que os membros da Diretoria fossem participantes do fundo, a CPI propôs a criação de órgão, com representação significativa de participantes e competência para tomada de decisão de investimentos, inclusive estabelecendo com poderes de veto individuais, muito em linha com o que vêm sendo exposto ao longo deste trabalho.

Portanto, mais uma vez fica claro que a CPI se atentou às recomendações da teoria da agência sobre estruturas de governança, para propor modificações na governança de fundos de pensão para aumentar a ingerência dos participantes na tomada de decisão de investimento das EFPC.

## **5. Evoluções Regulatórias**

Embora grande parte das alterações normativas sugeridas pela CPI dos fundos de pensão não tenham sido implementadas, não se pode afirmar que, nos últimos anos, não houve evolução regulatória em relação às regras de governanças de EFPCs, sobretudo no que se refere àquelas relacionadas às decisões sobre alocação de recursos, seja diretamente, seja por gestores terceirizados. Nesse sentido, cabe analisar a Resolução CMN nº 4.661/2018 e a Instrução Previc

nº 12/2019, a fim de verificar em qual medida as regras introduzidas levaram em consideração as previsões da teoria da agência, e buscaram mitigar problemas como aqueles relacionados às decisões em conflito de interesses ou à alocação ineficiente da responsabilidade sobre as decisões de investimento.

Ao regulamentar as diretrizes de aplicação dos recursos, o CMN estabeleceu, como premissa, que a EFPC deverá adotar regras, procedimentos e controles internos que garantam a observância dos limites, requisitos e demais disposições legais, considerando o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado.<sup>63</sup> Por seu turno, a Previc estabeleceu regras relacionadas à seleção e monitoramento de prestadores de serviço de administração de carteiras de valores mobiliários e de fundo de investimento, determinando critérios que visem à impessoalidade, à concorrência e à transparência, bem assim como exigências quanto ao histórico de atuação do prestador de serviço e à compatibilidade entre os retornos do investimento e a sua remuneração.<sup>64</sup>

De maneira geral, tanto o CMN quanto a Previc buscaram aumentar o poder de monitoramento e fiscalização, pelos participantes, sobre as atividades dos administradores das EFPC, reduzindo o espaço para atuação em conflito de interesses. Por exemplo, diante da constatação da prática recorrente de diretores realizarem reuniões relacionadas a investimentos sem qualquer registro das discussões havidas, o CMN estabeleceu a obrigação da EFPC manter registro, por meio digital, de todos os documentos que suportem a tomada de decisão de investimentos.<sup>65</sup>

A seu turno, a Previc estabeleceu que a EFPC deverá estabelecer critérios relacionados à política de divulgação de informações sobre os investimentos e performance, especificando a periodicidade e as informações necessárias para o monitoramento das atividades pela EFPC, bem como zelar pela transparência de informações divulgadas pelos gestores de recursos.<sup>66</sup>

Outra mudança relevante ocorreu nas regras relativa a investimentos em fundos de investimento em participação (FIP). Como citado, o atual contexto macroeconômico requer que as EFPC aloquem recursos em ativos de renda variável, para fazer frente às obrigações junto aos participantes e assistidos, o que, naturalmente, acarreta maior risco sobre investimentos. Contudo, na prática, esse tipo de aplicação resultou em sérios desfalques ao patrimônio dos Fundos, não só por conta de desvios praticados pelos dirigentes das EFPC, mas também em razão de deficiências na seleção e monitoramento dos gestores dos FIPs. Diante dessa constatação, o CMN e a Previc estabeleceram medidas que parecem adequadas à luz da teoria da agência, a saber: determinar que as EFPC somente poderão investir em FIP qualificado como “entidade de investimento” e desde que o seu gestor detenha, no mínimo, três por cento do capital subscrito do FIP.<sup>67</sup> Explique-se.

Nos FIP, em tese, o poder de controle é dissociado da propriedade de suas cotas, de modo que os cotistas não participam da tomada de decisões no âmbito dos investimentos realizados pelo fundo (FREITAS, 2005). Conforme regulamentação da CVM, compete ao gestor ou administrador do fundo gerir a carteira do FIP, negociando e contratando todos ativos e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, além de exercer o direito de voto decorrente dos investimentos realizados.<sup>68</sup> Aos cotistas compete, tão somente, o acompanhamento das atividades e o exercício do direito à informação. Em outras palavras, por determinação legal, as atividades

<sup>63</sup> Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, art. 7º.

<sup>64</sup> Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro 2019, art. 1º c/c art. 2º, incisos I e III, c/c art 3º, inciso IV.

<sup>65</sup> Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, art. 7º, § 2º.

<sup>66</sup> Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro 2019, art. 2º, inciso V, c/c art 7º, inciso III.

<sup>67</sup> Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, art. 23 c/c Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro 2019, art. 4º.

<sup>68</sup> Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, art. 34.

## Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

econômicas do fundo são integralmente confiadas a um terceiro profissional, a quem cabe a administração e gestão de todos os negócios do fundo.

Contudo, no caso de FIP investidos por fundos de pensão, tornou-se prática corrente a contratação de gestores menos experientes e que não fossem membros de entidades de autorregulação (MINARDI et al. 2016). Um dos motivos sugeridos para a seleção desses prestadores de serviços seria, por exemplo, o fato de que estes permitiriam maior ingerência da EFPC sobre as atividades do fundo de investimento e de suas investidas.

Com efeito, diante da constatação de que a competência para decisões de investimento das EFPC estão alocadas de forma ineficiente aos patrocinadores, pode-se induzir que, em certa medida, que a ingerência dos fundos de pensão nas atividades dos FIP extrapolaria a mesma ineficiência às decisões de investimento do FIP. Essa parece ter sido a constatação do CMN ao editar a Resolução CMN nº 4.661/2018, estabelecendo como pré-requisito para investimento da EFPC em FIP, que este seja qualificado como “entidade de investimento”, tal como definido na regulamentação da CVM.

Nos termos da Instrução CVM nº 579/2016, FIP classificados como “entidades de investimento” devem atribuir o desenvolvimento e a gestão dos seus investimentos a um gestor qualificado, com plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigados a consultar os cotistas para tais decisões e tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas.<sup>69</sup>

Ademais, a Previc estabeleceu que, ao selecionar administradores de carteira de valores mobiliários para fundos exclusivos, a EFPC deveria verificar se este é aderente aos códigos de autorregulação, de ética, e que incentivem boas práticas de mercado, e, ainda, especificamente em relação aos FIP, determinou expressamente que a EFPC deveria avaliar os riscos envolvidos na participação da EFPC em comitês de investimentos do FIP.<sup>70</sup> Assim, CMN e Previc buscaram limitar a ingerência das EFPC e seus representantes sobre as atividades dos FIP, prevendo que as decisões de investimento caberão a um gestor profissional, incluindo o direito de voto decorrente dos ativos.

Indo além, os reguladores estabeleceram que FIP investidos por EFPC devem prever, em seu regulamento, que o gestor do FIP, ou entidades ligadas ao seu respectivo grupo econômico, mantenham, no mínimo, três por cento do capital subscrito do FIP, sendo vedada qualquer cláusula no regulamento que estabeleça preferência, privilégio ou tratamento diferenciado de qualquer natureza ao gestor em relação aos demais cotista. Sob a ótica da teoria da agência, essa regra tende a mitigar problemas de agência, na medida em que impõe que aquele diretamente responsável pelas decisões de investimento e monitoramento dos ativos também incorra nos riscos de sua atuação – isto é, tenham “*skin in the game*”.

Percebe-se que, além de limitar a ingerência dos administradores da EFPC nos investimentos dos FIP, o CMN e a Previc buscaram alinhar os interesses desse terceiro com os da EFPC e, em última análise, dos participantes. Portanto, os reguladores parecem ter se atentado aos problemas de agência no âmbito das EFPC, seguindo as recomendações da teoria da agência para criar regras relacionadas aos investimentos de maior risco.

<sup>69</sup> Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016, art. 4º.

<sup>70</sup> Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro 2019, art. 2º, inciso VIII e art. 4º, inciso VII.

## 6. Conclusão

Esse estudo procurou demonstrar que, teoricamente, as normas vigentes permitem estruturas ineficientes de governança em EFPC sob a ótica da teoria da agência. Isso porque, segundo a teoria, por serem os maiores interessados nos resultados do empreendimento, os participantes e assistidos deveriam deter maiores poderes de controle sobre as atividades da entidade, bem como de monitoramento sobre os agentes, o que não ocorre no contexto das EFPC.

Com efeito, parece claro que a legislação federal permitiu a criação, pelos patrocinadores, de estruturas de governança ineficientes sob a ótica da teoria da agência, na medida em que permitem que estruturam a governança preservando sua influência sobre os administradores, bem como reduzindo a influência e monitoramento dos participantes, o que pode ter contribuído, de certa forma, para os desvios apontados no relatório da CPI dos fundos de pensão.

Por outro lado, deve-se reconhecer os reguladores, sobretudo Previc e CMN, parecem ter percebido tais ineficiências e têm se esforçado para reduzi-las, impondo regras mais alinhadas às recomendações da teoria da agência.

Registre-se que não se pretende, com este estudo, propor a inversão completa da dinâmica atual de governança das EFPC, como regras sujeitando todas as decisões à deliberação de participantes ou impondo administração terceirizada. Controle e monitoramento por participantes envolvem outros problemas, como desconhecimento técnico ou *free-riders problems*, e a contratação de terceirizados pode acarretar outros problemas de agência.<sup>71</sup> Qualquer proposta visando a reformulação das estruturas atuais deve ser lastreada em estudos empíricos e precedida de avaliação de impactos regulatórios.

Nada obstante, embora políticas públicas relacionadas à previdência privada não sejam concebidas por um processo cujas decisões são unicamente de ordem técnica (SILVEIRA E SILVA, 2005), partindo da premissa que um dos objetivos das proposições legislativas e das políticas públicas é aumentar a eficiência econômica (TABAK, 2015), importa que as discussões futuras sobre estrutura de governança de fundos de pensão tenham em mente as ineficiências já identificadas, justamente para evitar a sua perpetuação, o que parece já ter sido constatado pelas autoridades regulatórias nacionais.

## 6. Referências

ABRAPP. *Consolidado Estatístico 2020*. Disponível em <[https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico\\_12\\_2020.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico_12_2020.pdf)>. Acesso em 15 mai. 2021.

---

<sup>71</sup> Segundo Chester S. Spatt (2007): “*The corporate voting mechanism is one of the ways in which shareholders can attempt to influence corporate governance and decision-making. However, the incentive of investors to invest in assessing the appropriate vote is much less than their incentive to form an improved portfolio. In particular, the investors receive all of the benefits of forming a better portfolio, while to the extent that their votes improve the choices made by the companies in which they invest, the investors receive only the portion of the resulting benefit associated with their proportional holdings. Consequently, investors may under-invest in producing information that can help them improve their voting decisions and the production of such information can be viewed as being subject to a “free-rider” problem. This observation is related to the “paradox of voting” in which if the individual’s probability of affecting the outcome is sufficiently small, then the individual will not vote given the cost of voting.* (Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch042007css.htm>>. Acesso em: 05 ago. 2020).

**Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)**

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARMOUR, John; HANSSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*. *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, Cambridge, jul. 2009. (Discussion Paper n.º 644).
- BAKER, August J.; LOGUE, Dennis E.; RADER, Jack. *Managing Pension and Retirement Plans: A Guide for Employers, Administrators, and Other Fiduciaries*. New York: Oxford University Press, 2005.
- BARNEA, Amir; HAUGEN, Robert; SENBET, Lemma. *Agency problems and financial contracting*. Nova Jersey: Prentice Hall Inc, 1985.
- BEDICKS, Heloisa. *Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2009.
- BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018. **Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar**. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cmn/resolucao-cmn-no-4-661-de-25-de-maio-de-2018.pdf/view>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. Comissão de Valores Imobiliários. Instrução CVM 578, de 30 de agosto de 2016. **Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações**. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. Comissão de Valores Imobiliários. Instrução CVM 579, de 30 de agosto de 2016. **Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações**. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Resolução MPS/CGPC nº 06, de 30 de outubro de 2003. **Dispõe sobre os institutos do benefício proporcional diferido, portabilidade, resgate e autopatrocínio em planos de entidade fechada de previdência complementar**. Disponível em: <[http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/3\\_081014-110809-967.pdf](http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/3_081014-110809-967.pdf)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Resolução CGPC nº 13 de 01/10/2004. **Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC**. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=101357>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Resolução CGPC nº 16 de 22/11/2005. **Normatiza os planos de benefícios de caráter previdenciário nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, e**



**dá outras providências.** Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=102907>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Resolução nº 29, de 13 de abril de 2018. Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências.** Disponível em: [http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/11/cnpcres29\\_18.04.13.pdf](http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/11/cnpcres29_18.04.13.pdf). Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Resolução CGPC nº 29, de 31 de agosto de 2009. Dispõe sobre os critérios e limites para custeio das despesas administrativas pelas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.** Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=111800>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015. Dispõe sobre os processos de certificação, habilitação e qualificação no âmbito das entidades fechadas de previdência complementar.** Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=283338>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução CNPC nº 27, de 6 de dezembro de 2017. Dispõe sobre a prestação de serviços de auditoria independente para as entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências.** Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=358450>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução CNPC nº 30, de 10 de outubro de 2018. Dispõe sobre as condições e os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na apuração do resultado, e dá outras providências.** Disponível em: [https://www.in.gov.br/materia/-/asset\\_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/52754258/do1-2018-11-30-resolucao-cnpc-n-30-de-10-de-outubro-de-2018-52754012](https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/52754258/do1-2018-11-30-resolucao-cnpc-n-30-de-10-de-outubro-de-2018-52754012). Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Conselho Nacional de Previdência Complementar. Resolução CNPC nº 35, de 20 de dezembro de 2019. Dispõe sobre entidades fechadas de previdência complementar, planos de benefícios e patrocinadores sujeitos à Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001, e dá outras providências.** Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-previc-n-35-de-11-de-novembro-de-2020-288303414>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Emenda Constitucional nº 103, de 12 de novembro de 2019. Altera o sistema de previdência social e estabelece regras de transição e disposições transitórias.** Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/emendas/emc/emc103.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc103.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

**Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)**

- \_\_\_\_\_. **Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998. Dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal e dá outras providências.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19717.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19717.htm)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp108.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Lei Complementar nº 109, 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](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.** Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc nº 3, de 24 de agosto de 2018. Dispõe sobre o Comitê de Auditoria e dá outras providências.** Disponível em: <[http://www.lex.com.br/legis\\_27699904\\_INSTRUCAO\\_N\\_3\\_DE\\_24\\_DE\\_AGOSTO\\_DE\\_2018.aspx](http://www.lex.com.br/legis_27699904_INSTRUCAO_N_3_DE_24_DE_AGOSTO_DE_2018.aspx)>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc/DC nº 5, de 29 de maio de 2017. Dispõe sobre o enquadramento das entidades fechadas de previdência complementar como Entidades Sistemicamente Importantes (ESI) e dá outras providências.** Disponível em: <<http://www.icss.org.br/Documentos%20Compartilhados/legislacao/instru%0c3%087%0c3%083oprevicdcn5de29de2017doude30052017.pdf>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc nº 6, de 14 de novembro de 2018. Dispõe sobre a operacionalização de procedimentos previstos na Resolução do CMN que trata das diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências.** Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=369342>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc nº 7, de 14 de novembro de 2018. Dispõe sobre as regras para contratação de seguros para cobertura de riscos pelas entidades fechadas de previdência complementar.** Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=369343>>. Acesso em: 23 fev. 2021.
- \_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc nº 10, de 27 de setembro de 2017. Define prazos de envio de documentos e informações das Entidades Fechadas de Previdência Complementar para a Superintendência Nacional de Previdência Complementar, para fins de supervisão.** Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades->

vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2017/instrucao-previc-no-10-de-27-de-setembro-de-2017.pdf/view>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro de 2019. Dispõe sobre os procedimentos para as EFPC para seleção e monitoramento de prestadores de serviço de administração de carteiras de valores mobiliário e de fundo de investimento, e dá outras providências.** Disponível em: <[http://www.lex.com.br/legis\\_27762472\\_INSTRUCAO\\_N\\_1\\_DE\\_21\\_DE\\_JANEIRO\\_DE\\_2019.aspx](http://www.lex.com.br/legis_27762472_INSTRUCAO_N_1_DE_21_DE_JANEIRO_DE_2019.aspx)>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução nº 13, de 28 de junho de 2019. Estabelece procedimentos para certificação e habilitação de dirigentes das entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências.** Disponível em: <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/instrucao-n-13-de-28-de-junho-de-2019-187160741>>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução CGPC nº 13, de 1º 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: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=101357>>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução SPC nº 9 de 17, de janeiro de 2006. Estabelece instruções complementares à Resolução CGPC nº 16, de 22 de novembro de 2005, e dá outras providências.** Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-spc/2006/instrucao-normativa-spc-ndeg-9-de-17-de-janeiro-de-2006.pdf/view>>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Instrução SPC nº 34 de 24/09/2009. Estabelece normas específicas para os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.** Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=74054>>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Portaria nº 866, de 13 de setembro de 2018. Estabelece procedimentos e documentos necessários para instruir os requerimentos de processos de licenciamento.** Disponível em: <[https://www.in.gov.br/materia/-/asset\\_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/42156312/do1-2018-09-25-portaria-n-866-de-13-de-setembro-de-2018-42156137](https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/42156312/do1-2018-09-25-portaria-n-866-de-13-de-setembro-de-2018-42156137)>. Acesso em: 23 fev. 2021.

\_\_\_\_\_. **Superior Tribunal de Justiça. REsp 1435837/RS 2014/0031379-3.** Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Publicação: DJ 27/11/2014.

**CÂMARA LEGISLATIVA. Relatório Final aprovado pela Comissão Parlamentar de Inquérito nº 15/2015, em 12 de abril de 2016.** Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2081889>>. Acesso em: 15 set. 2020.

**Problemas de agência no panorama normativo das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)**

- CORAZZA, Martha Elizabeth. **Olhar atento para o longo prazo.** *Revista da Previdência Complementar*, São Paulo, v. 38, n. 423, p. 15-25, jul./ago. 2019.
- DIAS, Luciana Prado. **Governance of Brazilian Pension Funds. 2006.** Dissertação (Mestrado em Master of the Science of Law - J.S.M.) – Stanford University de Stanford, Estados Unidos, 2006.
- DINIZ, Gustavo Saad. **Responsabilidade do administrador de entidades fechadas de previdência complementar.** *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 48, n. 191, p. 71-80, jul./set. 2011.
- FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. **Separation of Ownership and Control.** *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. **Organizational Forms and Investment Decisions.** *Harvard Business School Journal of Financial Economics*, Cambridge, v. 14, p. 101-119, 1985.
- FREITAS, Ricardo. **Natureza jurídica dos fundos de investimento.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- GLOBAL retirement benefits in a post-defined benefits world. **PWC survey of global multinationals, fev. 2014.** Disponível em: <<https://www.pwc.com/gx/en/hr-management-services/publications/assets/global-pension-survey.pdf>>. Acesso em: 1º ago. 2020.
- HESS, David; IMPAVIDO, Gregório. **Governance of Public Pensions Fund: Lessons from Corporate Governance and International Evidence.** *World Bank Policy Research Working Paper*, ago. 2003.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory and the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** *Harvard Business School Journal of Financial Economics*, Cambridge, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.
- MINARDI, Andrea; KANITZ, Ricardo; WIESEL, Frederico; BASSANI, Rafael. **Investimentos em Private Equity feitos por fundos de pensão brasileiros.** *Análises Inspers-Spectra*, fev. 2016. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2018/09/Investimentos-PE-por-Fundos-Pensao-Brasileiros-Inspers-Spectra-Analysis.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2020.
- ORDOÑEZ, Ramona. **Contribuição extra para Petros sofre enxurrada de ações na Justiça.** *O Globo*, 21 maio 2018. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/contribuicao-extra-para-petros-sofre-enxurrada-de-acoes-na-justica-22702286>>. Acesso em: 14 set. 2020.
- RIBEIRO, Mariana. **Trabalhadores reagem à exigência de seleção em fundos de pensão.** *Valor*, Brasília, 27 dez. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/12/27/trabalhadores-reagem-a-exigencia-de-selecao-em-fundos-de-pensao.ghtml>>. Acesso em: 22 jul. 2020.
- ROMANO, Roberta. **Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered.** *Columbia Law Review*, Nova York, v. 93, n. 4, p. 795-853, maio 1993.

- SILVEIRA E SILVA, Rafael. **O poder público e os fundos de pensão: razões e fundamentos para um projeto de agência regulatória.** *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 42, n. 168, p. 279-316, out./dez. 2005.
- SPATT, Chester S. **Shareholder Voting and Corporate Governance: Economic Perspectives": Rutgers University Conference on "Improving Corporate Governance: Markets vs. Regulation"** *U.S. Securities and Exchange Commission*, New York, abr. 2007. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch042007css.htm>>. Acesso em: 05 ago. 2020.
- TABAK, Benjamin Miranda. **A Análise Econômica do Direito. Proposições Legislativas e Políticas Públicas.** *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 52, n. 205, p. 321-345, jan./mar. 2015.
- VALENÇA, Maria Cibele de Oliveira Ramos. **Migração entre planos de benefícios: alteração da proteção previdenciária privada.** 2013. Tese (Doutorado em Direito Previdenciário – Efetividade do Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2013.