

INDICADORES DE DISCLOSURE PARA FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

LETICIA MEDEIROS DA SILVA

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

CLEA BEATRIZ MACAGNAN

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)

ROSANE MARIA SEIBERT

UNIVERSIDADE REGIONAL INTEGRADA DO ALTO URUGUAI E DAS MISSÕES (URI)

INDICADORES DE DISCLOSURE PARA FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Introdução

Os indicadores devem ser representativos de informações para o disclosure das organizações. A composição da relação de indicadores valida os índices de evidenciação e, portanto, se padronizados, facilitam comparações. A revisão de literatura procedida, identificou diferenças entre os indicadores utilizados e constatou que essas diferenças se encontram nas fontes utilizadas para a construção dos mesmos.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Nos fundos de pensão brasileiros, tanto pela estrutura normativa quanto organizacional, há assimetria de informação. Como não se identificou pesquisa com indicadores construídos a partir da perspectiva dos stakeholders, pressupõe-se que as informações divulgadas por essas organizações não consideram os seus interesses. Assim, o objetivo desse estudo foi construir uma relação de indicadores representativos das informações econômico-financeiras, com base no interesse dos stakeholders prioritários, possibilitando medir o nível de disclosure dos fundos de pensão a partir dessa perspectiva.

Fundamentação Teórica

Em fundos de pensão há pelo menos três categorias de partes interessadas: o patrocinador, os assistidos (aposentados) e os participantes (ativos) (DREW;STANFORD,2003; CLARK, 2004; ROZANOV,2015). Considerando a diversidade de públicos nota-se que os contratos não são completos. Há imperfeições de conhecimento e assimetria de informação (STIGLITZ,2000). Para reduzir a assimetria de informação o disclosure é fundamental. (VERRECCHIA,1990). O nível de disclosure depende das informações divulgadas geralmente por indicadores representativos dessas informações (SEIBERT,2017; SEIBERT; MACAGNAN,2019).

Metodologia

A metodologia foi composta por etapas: o exame dos RAIs publicados pelos fundos de pensão; exame da legislação específica sobre disclosure dessas entidades; validação dos indicadores junto a especialistas e a stakeholders prioritários por meio da aplicação de questionário. A amostra foi composta por 215 fundos de pensão dos 317 que cadastrados na base da PREVIC. Esse processo permitiu a triangulação entre as informações divulgadas pelos fundos de pensão em comparação àquelas exigidas e recomendadas pelos órgãos de fiscalização, além de contemplar os interesses de assistidos e participantes.

Análise dos Resultados

Originando-se, então, a listagem final contendo 53 indicadores econômico-financeiros para medir o nível de disclosure dos fundos de pensão. Essa listagem possibilita aos órgãos reguladores a ampliação das normas sobre divulgação de informações, de forma que contemple aquelas demandadas pelos stakeholders prioritários e pelas boas práticas de governança. Também oportuniza aos fundos de pensão a identificação dos indicadores sob a ótica de seus participantes e assistidos e a sua consequente divulgação, ainda que de forma voluntária.

Conclusão

Diferentemente de outros estudos em fundos de pensão, dedicados ao estudo do disclosure com base na literatura, ou relatórios, ou páginas eletrônicas, ou legislações e entidades reguladoras, ou ainda especialistas, procurou-se identificar o que assistidos e participantes demandam de informação como forma de reduzir a assimetria de informação existente entre estes e os gestores dos fundos. Identificou-se falta de padronização entre os RAIs apresentados pelos fundos de pensão e nível de disclosure considerado baixo (45,6% na média).

Referências Bibliográficas

ANANTHARAMAN, D. The role of specialists in financial reporting: evidence from pension accounting. *Review of Accounting Studies*, v.22, n.3, p.1261-1306,2017. CLARK, G. L. Pension fund governance expertise and organizational form. *Journal of Pension Economics and Finance*, v.3, n.2,

p.233-253,2004. SEIBERT, R. M.; MACAGNAN, C. B.; DIXON, R.; SIMON, D. Social responsibility indicators: perspective of stakeholders in Brazil and in the UK. *International Journal of Disclosure and Governance*, v.16, n.2-3, p.128-144,2019. VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. *JAE*, v.32, n.1-3, p.97-180,2001.

INDICADORES DE *DISCLOSURE* PARA FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

1. INTRODUÇÃO

Os indicadores devem ser representativos de informações para o *disclosure* das organizações. A composição da relação de indicadores valida os índices de evidenciação e, portanto, se padronizados, facilitam comparações. Nesse sentido, a revisão de literatura procedida, identificou diferenças entre os indicadores utilizados e constatou que essas diferenças se encontram nas fontes utilizadas para a construção dos mesmos.

As relações de indicadores construídas, utilizaram um ou mais dos quatro tipos de categorias identificadas: a primeira categoria é utilizada pelo maior número de estudos revisados e tem sua origem na literatura teórica e empírica, a qual propõe informações a serem evidenciadas (CESAR, 2015; FORTE, *et al.*, 2015; AFONSO, 2016; PACHECO; MACAGNAN; SEIBERT, 2016; SEARCY; DIXON; NEUMANN, 2016; ALMEIDA; CALLADO, 2017; SEIBERT; MACAGNAN, 2019).

Na segunda categoria, os indicadores são construídos a partir da análise de relatórios anuais de informações (RAIs) ou páginas eletrônicas de organizações (ATTIG; CLEARY, 2015; COOPER; SLACK, 2015; PESCI; COSTA; SOOBAROYEN, 2015; PIVAC; VUKO; CULAR, 2017; GNANAWEERA; KUNORI, 2018). Tanto na primeira como na segunda categoria, as análises partem das informações evidenciadas, mostrando a perspectiva do gestor e não de seus *stakeholders*. De outra forma, esses estudos apresentam indicadores construídos a partir da análise de informações estabelecidas pela política de evidenciação da organização.

A terceira categoria de construção de indicadores consiste em seguir as orientações e recomendações de organizações reguladoras (BURGWAL; VIEIRA, 2014. LIESEN, *et al.*, 2015; WELBECK, *et al.*, 2017). Nesse caso, não é a voz do gestor que emerge, mas sim da matriz institucional formal da sociedade em que a organização se encontra inserida. Por fim, a quarta categoria é estabelecida por indicadores sugeridos por especialistas (BACHMANN; CARNEIRO; ESPEJO, 2013). Nenhuma dessas categorias de indicadores é representativa dos *stakeholders*, partes interessadas na organização.

Em suma, são analisadas informações evidenciadas protagonizadas pelos gestores, organismos reguladores ou especialistas, porém desconsideram outras perspectivas de interesse, como: acionistas, investidores, clientes, fornecedores, etc. Assim, se questiona a importância dessas informações quando se quer a evidenciação como mecanismo mitigador da assimetria da informação, se ela ignora a demanda informacional dos receptores, os quais teriam interesses implicados na organização. Portanto, nem sempre a informação divulgada atende às necessidades informacional dos *stakeholders*, para quem a evidenciação se destina.

No caso dos fundos de pensão brasileiros, tanto pela estrutura normativa quanto organizacional, há assimetria de informação entre a gestão e seus *stakeholders* (patrocinadores, participantes e assistidos). Como não se identificou nenhuma pesquisa com indicadores construídos a partir da perspectiva dos *stakeholders*, pressupõe-se que as informações divulgadas por essas organizações não consideram os seus interesses, especialmente participantes e assistidos. Assim, o objetivo desse estudo foi construir uma relação de indicadores representativos das informações econômico-financeiras, com base no interesse dos *stakeholders* prioritários, os quais possibilitam a mensuração do nível de *disclosure* dos fundos de pensão brasileiros.

Para a construção da relação de indicadores, considerou-se diversas etapas. Inicialmente se examinou os RAIs publicados pelos fundos de pensão. Depois, procedeu-se ao exame da legislação específica sobre *disclosure* de fundos de pensão. Na sequência, procedeu-se a validação dos indicadores junto a especialistas e *stakeholders* prioritários, participantes e

assistidos dos fundos de pensão. Por fim, se testou a relação criada, medindo o nível de disclosure dos indicadores nos RAIs dos fundos de pensão.

Esse processo permitiu a triangulação entre as evidências obtidas, originando a listagem final dos indicadores de *disclosure* econômico-financeiro dos fundos de pensão. Essa listagem possibilita aos órgãos reguladores a ampliação das normas sobre divulgação de informações, de forma que contemple aquelas demandadas pelos *stakeholders* prioritários. Também oportuniza aos fundos de pensão a identificação dos indicadores sob a ótica de seus participantes e assistidos e a sua consequente divulgação, ainda que de forma voluntária. Tais ações reduziriam a assimetria de informação, mitigando a problemática de risco moral, indo de encontro aos interesses dos *stakeholders* do respectivo fundo de pensão.

Na sequência este artigo apresenta a revisão da literatura, os procedimentos metodológicos utilizados, os resultados e as discussões deles com a literatura revisada, bem como as considerações finais.

2. INDICADORES REPRESENTATIVOS DE INFORMAÇÕES

Os fundos de pensão são entidades com características próprias e compostas por uma série de relações contratuais: gestores, patrocinadores, assistidos e participantes (CATALAN, 2004; HEBB, 2006; KOWALEWSKI, 2012; ROZANOV, 2015; TAN; CAM, 2015). Eles possuem características quase únicas dentre os investidores institucionais, pois não são regulamentados como fundos de investimentos ou como instituições financeiras e, portanto, não estão sob a égide da regulamentação contábil desses setores¹.

Uma das principais características desses fundos é o caráter de longo prazo, ou seja, período de acumulação para posterior distribuição dos benefícios e, por consequência, da previsibilidade de sua distribuição. Participantes fazem suas contribuições e tem a expectativa de recebimento do benefício por ocasião de aposentadoria (VITAS, 2002; MITCHELL; PIGGOTT; KUMRU, 2008). Os fundos têm a responsabilidade de proteger e, em alguns casos, garantir a renda de aposentadoria prometida aos seus participantes (CLARK, 2004). Além disso, essas organizações possuem propriedade pulverizada (CATALAN, 2004; CAAMAÑO, 2007; KOWALEWSKI, 2012). Quanto mais participantes, mais dispersa é a propriedade.

Assim, a idiosincrasia dessas organizações e a existência de diferentes fatores que podem incentivar ou restringir a divulgação e conduzir o gestor à definição do que será ou não divulgado cria um ambiente propício para o estudo do *disclosure* dos fundos de pensão (HWANG; SARATH, 2018; ANANTHARAMAN, 2017). O *disclosure* praticado através do adequado processo de elaboração de relatórios e adequada comunicação é uma das boas práticas de governança para fundos de pensão recomendada por organizações internacionais como a IOPS e OECD, além da PREVIC, órgão fiscalizador brasileiro (OECD; IOPS, 2011; PREVIC, 2012; OECD, 2015). Por conseguinte, é um dos principais mecanismos de redução da assimetria de informação, já que uma das características dessas organizações é o conjunto diverso de *stakeholders* e, nesses casos, níveis diferentes de assimetria de informação.

Parte-se, então, do pressuposto que o *disclosure* reduz a assimetria de informação e, com isso, facilita o monitoramento da ação dos gestores (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; DYE, 2001; KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007; CLARK; MONK, 2011). O *disclosure* pode ser obrigatório, imposto pela legislação ou voluntário, de livre iniciativa das organizações. O grau em que as organizações cumprem os requisitos legais e regulatórios depende do rigor do governo, dos profissionais, da atuação dos órgãos reguladores (MARSTON; SHRIVES, 1991), assim como também do nível da governança das próprias organizações. O *disclosure* voluntário depende da discricionariedade do gestor. É um mecanismo de redução de assimetria de informação entre a organização e os seus *stakeholders* (VERRECCHIA, 2001).

Por *stakeholders* entende-se qualquer grupo ou indivíduo identificável que possa afetar a realização dos objetivos de uma organização ou que seja afetado por ela (FREEMAN; *et al.*,

2010). O princípio da relação consiste em quem realmente conta para a organização e em quem a organização precisa prestar atenção. Nesse sentido, a organização deve identificar os *stakeholders* prioritários, para serem os primeiros a ter suas necessidades e interesses atendidos (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997; CLEMENT, 2005; GREENWOOD; FREEMAN, 2011; HARRISON; ROUSE; VILIER, 2012). O quadro 1 apresenta os principais *stakeholders* dos fundos de pensão:

Quadro 1 – Principais *stakeholders* dos fundos de pensão

População total	É a soma do total de participantes, assistidos, designados e beneficiários de pensão, amparados pelo plano de benefícios.
Participante	Pessoa física que adere aos planos de benefícios de caráter previdenciário.
Assistido	Participante ou seu beneficiário em gozo de benefício de prestação continuada, previsto no plano de benefícios.
Beneficiário	Aquele indicado pelo participante para gozar de benefício de prestação continuada.
Designado	Pessoa indicada pelo participante ou assistido, que poderá ter direito a benefícios, de acordo com as regras estabelecidas no Regulamento do plano de benefícios.
Patrocinador	Empresa ou grupo de empresas, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas que instituem, para seus empregados ou servidores, plano de benefícios de caráter previdenciário, por intermédio de entidade fechada.
Instituidor	Pessoa jurídica de caráter profissional, classista ou setorial, que oferece aos seus associados ou membros, plano de benefícios de natureza previdenciária, operado por EFPC (fundos de pensão), sem finalidade lucrativa.

Fonte: Adaptado de Brasil (2001b, 2006a).

Na realidade brasileira, o principal veículo de divulgação dos fundos de pensão é o RAI, conforme determinações da Resolução do Ministério da Previdência Social / Conselho de Gestão da Previdência Complementar (MPS/CGPC) n. 23 (BRASIL, 2006b). Porém essa divulgação não é padronizada. Embora a norma preveja requisitos básicos acerca do que deve ser evidenciado, não há uniformização quanto às informações obrigatórias divulgadas nos RAIs, tampouco quanto às voluntárias. Portanto, considerando que os gestores devem divulgar informações para atender a diversidade de seus *stakeholders* prioritários, faz-se necessária a elaboração de um instrumento para a mensuração do nível de *disclosure* dessas organizações.

O *disclosure*, tanto voluntário como obrigatório, é um conceito abstrato que não pode ser medido diretamente, pois não possui características inerentes pelas quais se pode determinar sua intensidade ou qualidade (GARCÍA MECA; MATÍNEZ CONESA, 2004; MACAGNAN, 2009; SEIBERT; MACAGNAN, 2017). Por essa razão, sua medição configura-se como uma tarefa complexa. Nesse sentido, a maioria das pesquisas desenvolvidas na área contábil utilizam-se de índices de *disclosure* (GARCÍA MECA; MARTÍNEZ CONESA, 2004; URQUIZA; NAVARRO; TROMBETTA, 2009) formados por conjuntos de indicadores que representam informações que se desejam analisar (SEIBERT; et al, 2019). Os primeiros estudos identificados que fizeram uso de indicadores para a determinação do nível de *disclosure* remontam à década de 1970: Singhvi e Desai (1971); Choi (1973); Buzby (1975). Mais recentemente tem-se: Cesar (2015); Forte *et al.* (2015); Rodríguez; Macagnan, (2015); Afonso (2016); Pacheco; Macagnan; Seibert (2016); Searcy; Dixon; Neumann (2016); Almeida; Callado, (2017); e Seibert; Macagnan (2019).

Indicador é a representação informativa, com características qualitativas, quantitativas ou mistas, de um fenômeno, remetendo as propriedades do que representam (SÃO JOSE; FIGUEIREDO, 2011). É uma medida ou componente a partir do qual se podem inferir conclusões. Os indicadores são frequentemente referidos como parâmetros, medidas, pontos de medição, ou variáveis (GIANNETTI; ALMEIDA, 2006; HEINK; KOWARIK, 2010), atuando como sinalizadores da realidade (MINAYO, 2009). Os indicadores trazem consigo certo nível de subjetividade do pesquisador (MINAYO, 2009; SÃO JOSE; FIGUEIREDO, 2011). Para reduzir tal subjetividade o seu processo de construção deve ser pautado por algumas

propriedades: a relevância do indicador; a validade de representação do conceito; a confiabilidade da medida; a transparência metodológica da construção; a factibilidade operacional para a obtenção; a periodicidade de atualização; e a comparabilidade histórica (LIU, et al., 2018). O critério de relevância implica em reconhecer a capacidade descritiva do que está sendo representado. Validade significa dizer que o indicador precisa representar o conceito que pretende representar. A confiabilidade está ligada à robustez das informações, o que legitima o indicador. A factibilidade operacional relaciona-se à disponibilidade do acesso sobre a evidência informacional (JANNUZZI, 2005; LIU, et al., 2018; MACAGNAN, 2009).

Portanto, em fundos de pensão é importante que os indicadores traduzam a realidade e a expectativa dos planos de benefícios em tempo hábil (OECD, 2003). E, considerando que as informações econômico-financeiras são as mais relevantes para os *stakeholders* prioritários, dado esse tipo de organização, se faz necessário definir esses indicadores. Para Carroll (2016) a sustentabilidade econômica é a base da pirâmide das responsabilidades de qualquer organização. Sem atender essa responsabilidade, a organização fica impossibilitada de atender as demais. Portanto, as informações econômico-financeiras demonstram a eficiência na gestão dos recursos, assim como o valor e o risco das atividades organizacionais (BUSHMAN; SMITH, 2003). Além disso, essas informações possibilitam aos *stakeholders* identificar oportunidades de investimentos e disciplinam os gestores no uso dos recursos, evitando conflitos de interesse e reduzindo a assimetria da informação (STIGLITZ, 2000; BUSHMAN; SMITH, 2003; SEIBERT; MACAGNAN, 2017). Por conseguinte, se faz necessário a definição adequada de indicadores capazes de representar a realidade dessas organizações e fornecer as informações necessárias aos stakeholders dos fundos de pensão.

A seguir se apresentam os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesse tópico se apresentam os procedimentos metodológicos para a construção dos indicadores de *disclosure* dos fundos de pensão. Inicialmente, se definiu critérios para a determinação desses indicadores (MARSTON; SHRIVES, 1991). Nesta pesquisa se respeitou as seguintes etapas: Exame dos RAIs publicado pelos fundos de pensão; Exame da legislação específica sobre *disclosure* de fundos de pensão; Validação dos indicadores junto a especialistas; e Validação dos indicadores junto a *stakeholders* prioritários (participantes e assistidos);

Na etapa 1, para o exame dos RAIs, se obteve uma listagem com os nomes dos fundos de pensão brasileiros e o endereço da página eletrônica dos mesmos. A listagem foi obtida por meio da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), na qual constavam 317 fundos de pensãoⁱⁱ. Desses, foram feitas algumas exclusões: alguns fundos de pensão tinham as informações restritas aos participantes, não publicavam os RAIs consolidados, estavam em liquidação, não possuíam páginas de Internet, os RAIs publicados eram anteriores ao ano da coleta e relatórios não estavam disponíveis no site. Assim, a amostra final ficou composta por 215 fundos de pensão, dois quais se procedeu a leitura dos RAIs.

As definições mínimas obrigatórias de elaboração e divulgação do RAI para fundos de pensão estão contidas na Resolução MPS/CGPC n. 23 (BRASIL, 2006b). Tal resolução destaca conteúdo mínimo a ser divulgado, porém não define padrões de publicação, especialmente quanto à ordem, o formato e à extensão das informações. Dada à não padronização do conteúdo publicado e a escassez de elementos normativos, elaborou-se uma planilha eletrônica para o levantamento de tipos de informações econômico-financeiras divulgadas. A primeira listagem foi criada após a leitura do primeiro RAI. Em cada relatório seguinte, confirmava-se na listagem as informações divulgadas, incluindo novos indicadores, se necessário. Ao final da leitura individual dos 215 RAIs disponíveis, a listagem continha 55 indicadores.

No que concerne a etapa 2, referente ao exame da legislação específica sobre *disclosure* de fundos de pensão, se fez distinção entre o que é de adoção obrigatória e divulgação recomendada. A divulgação obrigatória ocorre por força de lei ou normas emitidas pelo Governo Federal e pelos órgãos reguladores. A divulgação recomendada provém de manuais publicados pelo órgão fiscalizador: a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) ou outras organizações afins. No Brasil a divulgação obrigatória de informações dos fundos de pensão é inspirada na norma internacional IAS 26 – *Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans* e tem como norteadores principais as Leis Complementares (LCs) n. 108 e 109 (BRASIL, 2001a; 2001b). Complementam tais legislações as resoluções emitidas pelo Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC), pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

Quanto ao *disclosure* voluntário, a análise tomou por base os guias com recomendações emitidos pela PREVIC. Destacam-se: o Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão (PREVIC, 2010); o Guia Previc Melhores Práticas em Investimento (PREVIC, 2011); e o Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (PREVIC, 2012). Essa etapa possibilitou identificar que da listagem inicial, 15 indicadores são obrigatórios, 18 são considerados recomendados e os demais (21) são de divulgação voluntária. Também foi possível excluir um indicador da listagem inicial em função de alteração na própria legislação.

Para a avaliação e validação dos indicadores junto a especialistas, etapa 3 da pesquisa, elaborou-se um questionário a partir da relação de indicadores criada nas etapas anteriores. Os respondentes escolheram uma alternativa entre 1 a 5, sendo 1 para discordo plenamente e 5 para concordo plenamente, para a lista de indicadores apresentados. Esse processo foi realizado em duas fases: a primeira consistiu no envio do questionário a 36 professores pesquisadores de temas relacionados a fundos de pensão. Tais especialistas foram identificados através de consulta às plataformas Lattes, *Research Gate* e *Google Scholar*, pelas palavras-chave “fundo de pensão” e/ou “*disclosure*”. Os questionários foram enviados por *e-mail* ou diretamente pelo contato da plataforma Lattes. Obteve-se 7 respostas. Na sequência, a validação ocorreu junto a contadores e auditores dos maiores fundos de pensão do Brasil, pelo critério tamanho do Ativo. Assim, foram enviados questionários para 40 auditores e contadores dessas organizações, resultando em 5 respostas. Totalizando 12 questionários respondidos por especialistas.

Para a validação dos indicadores junto aos *stakeholders* prioritários (assistidos e participantes), etapa 4, contou-se com o auxílio da Associação Nacional de Participantes de fundos de pensão (ANAPAR)ⁱⁱⁱ. Inicialmente foram realizadas reuniões presenciais e por telefone com diretores da ANAPAR, no sentido de obter acesso aos dados de contatos dos associados. A definição do questionário enviado aos participantes passou por diversas fases objetivando proporcionar melhor entendimento por assistidos e participantes, evitando terminologias técnicas contábeis-financeiras, o que resultou em nova versão de questionário.

O questionário foi construído na plataforma *Google Forms*. Uma correspondência com explicação da pesquisa e *link* para resposta foi encaminhado pela ANAPAR aos seus associados – aproximadamente 9000 assistidos e participantes. A mesma correspondência foi disponibilizada na página eletrônica da ANAPAR. O informativo também foi encaminhado pela Associação via aplicativo *Whatsapp*. Informativos adicionais foram encaminhados para o correio eletrônico e *Whatsapp* dos associados. Ao todo, obteve-se 168 respostas válidas de participantes e assistidos.

Para finalizar a relação de indicadores, se procedeu a um teste, criando o nível de *disclosure* dos fundos de pensão, por meio de uma reanálise dos RAIs, objetivando verificar a evidencição ou não de informações representativas de cada indicador.

A seguir se apresentam os resultados obtidos na pesquisa.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados das etapas utilizadas para a construção da relação de indicadores representativos de informações econômico-financeiras para os fundos de pensão.

4.1 Exame dos relatórios anuais de informação

O relatório anual de informações (RAI) é o principal veículo de divulgação de informações dos fundos de pensão. As informações divulgadas no relatório anual, obrigatórias ou voluntárias, consistem em dados qualitativos e quantitativos. Os dados quantitativos são financeiros e não financeiros. Além disso, muitos RAIs contêm ilustrações, diagramas e representações gráficas (MARSTON; SHRIVES, 1991). Após a leitura individualizada de cada RAI, identificou-se 55 indicadores representativos de informações econômico-financeiras. Esses indicadores constituem-se na listagem inicial que passou pelas etapas seguintes de análise e validação junto a especialistas e participantes para, então, formar-se a listagem final dos indicadores que compõe o índice de *disclosure*.

Ressalta-se que os indicadores obrigatórios foram incluídos na análise também porque desde o início verificou-se o baixo nível de divulgação dessas informações. É possível que a não divulgação completa das informações obrigatórias resida em uma percepção de leniência dos órgãos de fiscalização brasileiro^{vi}. A tendência é que haja mudança de comportamento dos gestores se estes perceberem a efetiva aplicação de penalidades legais em razão da não divulgação de informações obrigatórias (CATALAN, 2004).

4.2 Exame da legislação específica sobre *disclosure* de fundos de pensão

Nessa etapa optou-se pela segregação do *disclosure* obrigatório e voluntário. O *disclosure* obrigatório é dado principalmente pelas LCs n. 108 e 109 (BRASIL, 2001a; 2001b). Já o voluntário, considera os guias de recomendação emitidos pela PREVIC (PREVIC, 2010; 2011; 2012; 2014). A LC n. 108 não define diretrizes específicas para a divulgação de informações. Estabelece, apenas, assuntos relativos aos planos de benefícios, custeio do fundo, estrutura organizacional e fiscalização. Já a LC n. 109, art. 3º, estabelece que a ação do Estado será exercida com o objetivo de, dentre outros, assegurar aos assistidos e participantes o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios. Também refere, art. 7º, que os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelos órgãos reguladores e fiscalizadores, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial (BRASIL, 2001a, 2001b).

Além das LCs referidas, destaca-se a Resolução CGPC n. 13 (BRASIL, 2004) que estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelos fundos de pensão. No art. 17 determina que a comunicação com os assistidos e participantes deve ser em linguagem clara e acessível, com informações circunstanciadas sobre a saúde financeira e atuarial do plano, os custos incorridos e os objetivos traçados (BRASIL, 2004). Cabe destacar, também, que o participante ou assistido pode requerer, a qualquer tempo, informações adicionais que forem de seu interesse, através de formalização de pedido ao fundo de pensão (BRASIL, 2006b).

No que se refere especificamente aos procedimentos de divulgação, a LC 109, art. 24, estabelece que “a divulgação aos participantes, inclusive aos assistidos, das informações pertinentes aos planos de benefícios dar-se-á ao menos uma vez ao ano, na forma, nos prazos e pelos meios estabelecidos pelo órgão regulador e fiscalizador” (BRASIL, 2001b).

Já as Resoluções CGPC n. 23 (BRASIL, 2006b) e CNPC n. 8 (BRASIL, 2011), dispõem sobre os procedimentos a serem observados na divulgação de informações e definem as diretrizes de elaboração e divulgação dos RAIs. A divulgação do RAI ocorrerá de duas formas: i) resumo impresso a ser encaminhado aos assistidos e participantes até o dia 30 de abril do ano subsequente; e ii) relatório completo disponibilizado ao participante ou assistido, por meio

eletrônico, ou encaminhado mediante solicitação (BRASIL, 2006b). Com base nesse exame da legislação, definiu-se 15 indicadores obrigatórios constantes do quadro 2:

Quadro 2: Listagem de Indicadores Obrigatórios

INDICADORES OBRIGATÓRIOS			
01	Balço Patrimonial (BP)	09	Resumo da Política de Investimentos
02	Relatório dos Auditores Independentes	10	Notas Explicativas
03	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) – consolidada	11	Parecer do Conselho Fiscal
04	Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) – consolidada	12	Despesas Administrativas
05	Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL)	13	Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo
06	Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL)	14	Resumo do Demonstrativo de Investimentos
07	Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT)	15	Plano de Gestão Administrativa (PGA)
08	Parecer Atuarial		

Já o *disclosure* voluntário de fundos de pensão é incentivado pelo próprio órgão regulador. A PREVIC publicou quatro guias que incluem aspectos operacionais, estratégicos, de gestão e de divulgação. São eles: Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão (PREVIC, 2010); Guia Previc Melhores Práticas em Investimento (PREVIC, 2011); Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (PREVIC, 2012); Guia Previc Melhores Práticas Contábeis para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (PREVIC, 2014).

O Guia Previc Melhores Práticas Contábeis para Entidades Fechadas de Previdência Complementar destina-se a oferecer diretrizes para o processo de elaboração das demonstrações contábeis e das notas explicativas dessas organizações. Destaca que é recomendável que os fundos de pensão formalizem uma política de divulgação das informações como prática de transparência. Para tanto, os principais documentos de comunicação relacionados à contabilidade, são as demonstrações contábeis, as notas explicativas e o relatório anual, sendo que esse último, apresenta maior flexibilidade dos temas abordados e das análises, permitindo a exposição de informações mais detalhadas (PREVIC, 2014).

Do rol inicial nenhum indicador foi acrescentado, pois todos os identificados nessa fase já estavam contemplados. Apenas foi excluído o indicador “Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP), por ter sido substituído pela Demonstração das Provisões Técnicas (DPT), conforme a Resolução CNPC n. 12 (BRASIL, 2013), que já constava da lista. Assim, a listagem permanecia com 54 indicadores, sendo 15 obrigatórios.

4.3 Validação dos indicadores junto a especialistas

Essa etapa consistiu na validação da listagem de indicadores por especialistas. O procedimento resultou em 12 questionários respondidos, sendo 7 de professores-pesquisadores e 5 de contadores e auditores. Procedeu-se, então, a uma análise qualitativa das respostas.

Da listagem de 54 indicadores constantes do questionário, 36 obtiveram resposta de “concordo” e “concordo plenamente” de mais de 70% dos avaliadores. Também, os respondentes fizeram comentários, tais como: “a listagem está bem completa”. Se a informação “for preparada, e revisada de modo apropriado pela administração antes de sua liberação, para garantir consistência, será uma grande fonte de informação e análise”.

Alguns indicadores apresentaram avaliações intermediárias: 50% de avaliações “concordo” e “concordo plenamente” e, outros 50%, com avaliações entre “discordo plenamente” e “não concordo, nem discordo”. Destaca-se os indicadores “organograma” do fundo de pensão, “Número de atendimentos” realizados pelos fundos, aos seus associados,

“Balanço Social”, “Prazo de Mandato da Diretoria Executiva”, e “Atas das Reuniões Ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal”.

Por outro lado, alguns indicadores foram avaliados como não relevantes para o *disclosure* de informações econômico-financeiras dos fundos de pensão, pois computaram mais de 60% de opiniões entre “discordo plenamente” e “não concordo, nem discordo”. Destaca-se os indicadores “relatório específico sobre controles internos”, “Parecer da Auditoria Interna”, “Certificação de Dirigentes”, “Mini Currículo da Diretoria Executiva”, “Educação Financeira”, “Quantidade de Recursos Humanos”, “Glossário” e “Relação de Contratos de Prestação de Serviços”. Nas palavras de um dos avaliadores, algumas das informações “são de uso interno e não faz muito sentido ter *disclosure*”. Outro especialista menciona que “há que se ter cuidado ao divulgar esse tipo de informação para leigos”, referindo-se aos relatórios sobre controles internos e auditoria interna.

Complementarmente, os especialistas sentiram falta de complementações. Um deles refere que “falta algo sobre a política de investimentos e a questão da governança”. Outro menciona a ampliação das questões sobre governança e reporta a necessidade de verificação para o uso de indexadores diferentes para ativos e passivos, o que pode acarretar em desequilíbrio e distorções ao longo do tempo.

Entendeu-se que os pontos mencionados pelos especialistas já estavam contidos em outros indicadores, como, por exemplo, Resumo das Políticas de Investimento. Portanto, para essa etapa não foram excluídos ou inseridos novos indicadores visto que os apontados pelos especialistas já faziam parte da listagem, permanecendo a relação com 54 indicadores. Quanto àqueles apontados como “discordo totalmente”, optou-se por manter na listagem até serem avaliados pelos *stakeholders* prioritários.

4.4 Validação dos indicadores junto assistidos e participantes

Para os questionários encaminhados, obteve-se 168 respostas válidas. É possível que o baixo número de respostas dos participantes se deva ao distanciamento entre o assistido e o participante e o seu fundo de pensão e a uma expectativa de comportamento paternalista. Em outras palavras, participantes não procuram acompanhar as informações do seu fundo, na expectativa de que seus recursos sejam investidos da melhor forma e pagos os benefícios quando da aposentadoria. Além disso, esperam a eficácia da legislação e seu poder de controle sobre as ações dos gestores. Ou, ainda, pela fiscalização dos órgãos reguladores sobre as organizações. Esse comportamento também pode ser devido à falta de formação dos participantes sobre a aposentadoria e as questões financeiras (WILLET, 2008).

Dos respondentes, 61% se enquadram na categoria assistidos (aposentados que recebem o benefício), 36% são participantes ativos, 2% são beneficiários e outro respondente identificou-se como participante ativo e, também, membro do conselho fiscal. Com relação ao tipo de plano que possuem, 67% responderam benefício definido (BD), 17% contribuição definida (CD) e 19% contribuição variável (CV). Sete respostas (equivalente a 4%) escolheram a opção “outros”. Desses, 6 mencionaram benefício já saldado e uma última mencionou que possuía planos CD e BD simultaneamente.

No que se refere às questões específicas sobre os indicadores, a maioria apresenta percentual acima de 60% para as respostas “o fundo **não fornece** essa informação” e “estas informações são **insuficientes**” somadas. O Quadro 3 apresenta os indicadores com maiores percentuais nessas questões:

Quadro 3 – Indicadores assinalados ‘não fornecidos’ ou informação ‘insuficiente’

Indicador	% de respostas
Serviços contratados pelos fundos	88%
Remuneração dos dirigentes do fundo	86%
Sistema de tributação dos planos	86%
Demandas judiciais que o fundo está envolvido	82%

Atas das reuniões ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal	77%
Saúde financeira da patrocinadora	76%
Informação sobre Recursos Humanos que compõe o fundo	74%
Principais decisões administrativas do fundo	70%

O indicador “informação sobre remuneração de dirigentes do fundo” recebeu alguns comentários adicionais como, por exemplo, “esses valores foram vagamente revelados”, “fundo simplesmente não divulga tal informação”, ou ainda, “existe a informação, mas não sabemos se é compatível com o mercado”. A necessidade de divulgação de “atas das reuniões ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Fiscal” foi citada por diversos participantes como: “no nosso fundo vejo como outro grande problema a não publicação das atas no site do Instituto”. Por outro lado, outro respondente pondera a divulgação ao mencionar que “tem informação sigilosa que envolve mercado, tem que ter cuidado”. Para o indicador “principais decisões administrativas do fundo” foi mencionado que “as informações dadas não se mostram confiáveis”. Outro participante gostaria que as decisões do fundo fossem tomadas com o aval dos seus participantes e que tivessem total transparência. Da mesma forma, outro participante menciona que gostaria da divulgação “sobre a lisura das decisões tomadas pelos gestores”.

A alternativa “estas informações são **desnecessárias**” apresentou índice bastante baixo (entre 1% e 2%) para todos os indicadores apresentados. Os indicadores “número de atendimentos” realizados pelo fundo e “informações que auxiliam a educação financeira do participante” apresentaram percentuais um pouco maiores nesse quesito, com 6 (4%) e 5 (3%) respostas, respectivamente.

Por outro lado, os indicadores que obtiveram maior número de respostas à questão “estas informações são **suficientes**” são: “composição da diretoria executiva e conselhos deliberativo e fiscal” (68%); “número total de participantes” (68%); “informações sobre o conselheiro: se é representante do patrocinador ou do participante” (66%); “dados de contato e canais de comunicação com o fundo” (66%); “prazo de mandato dos dirigentes do fundo” (58%); “processo eleitoral da diretoria do fundo” (57%) e “patrimônio do fundo” (55%).

Assim, além dos indicadores apontados nas etapas anteriores, a análise qualitativa das respostas dos assistidos e participantes determinou a inclusão dos indicadores constantes do quadro 4:

Quadro 4 – Indicadores incluídos

Indicador	Descrição
Sistema de Tributação do Plano	Especificação dos impostos e taxas incidentes sobre os benefícios a serem auferidos pelos participantes.
Remuneração de Dirigentes	Valores pagos aos Conselheiros (se houver) e Diretoria Executiva do fundo
Informações sobre a saúde financeira da patrocinadora	Informações sobre o Patrimônio Líquido e índices de liquidez e endividamento da organização patrocinadora

Esses indicadores foram incluídos por apresentar índices altos nas respostas “não fornece” ou “informação insuficiente”. Além disso, em relação ao sistema de tributação dos planos, participantes comentaram sobre a complexidade do assunto e a necessidade de maiores esclarecimentos sobre os tributos incidentes no seu respectivo plano. No que se refere à remuneração de dirigentes, foi mencionado que a informação não é divulgada ou divulgada de forma insuficiente. As informações sobre a saúde financeira da patrocinadora tornam-se relevantes principalmente para os participantes dos planos da modalidade BD, pois necessitam saber se, em eventual situação de perdas nos planos BD, as organizações patrocinadoras terão condições de fazer aportes para equalizar o valor dos benefícios pretendidos.

Também, alguns indicadores foram excluídos considerando que na análise qualitativa das respostas de especialistas e participantes (etapas 3 e 4), não se mostraram indicadores relevantes. Estes indicadores também não constavam nas listas dos obrigatórios nem dos

recomendados pelos guias PREVIC (Etapa 2). São eles: número de atendimentos; balanço social; parecer dos auditores internos; e educação financeira.

Portanto, ao final dessa etapa a relação está composta por **53 indicadores**, configurando-se como a listagem final para a análise do nível de *disclosure* econômico-financeiro dos fundos de pensão, conforme quadro 5.

Quadro 5: Relação final de indicadores

	INDICADOR	TIPO
1	AETQ -Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado	voluntário / recomendado
2	Alterações na Diretoria	voluntário
3	ARPB -Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios	voluntário / recomendado
4	Ata da Reunião Ordinária da Diretoria Executiva	voluntário
5	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Deliberativo	voluntário / recomendado
6	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Fiscal	voluntário / recomendado
7	Balanço Patrimonial (BP)	obrigatório
8	Cenário econômico atual e futuro do Fundo	voluntário / recomendado
9	Certificação de Dirigentes	voluntário / recomendado
10	Composição dos Conselhos e Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
11	Decisões administrativas	voluntário / recomendado
12	Demandas judiciais	voluntário
13	Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL)	obrigatório
14	Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) - consolidada	obrigatório
15	Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT)	obrigatório
16	Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL)	obrigatório
17	Demonstração do Fluxo de Caixa	voluntário
18	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) - consolidada	obrigatório
19	Despesas Administrativas	obrigatório
20	Glossário	voluntário
21	Informação se o conselheiro é representante de patrocinador ou participante	voluntário
22	Informações de Contato/Canais de Comunicação	voluntário / recomendado
23	Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento)	voluntário / recomendado
24	Informações sobre eleições / indicação/ seleção - Conselho Deliberativo e Fiscal	voluntário / recomendado
25	Informações sobre eleições/ indicação / seleção - Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
26	Lista de Patrocinadoras/Instituidoras	voluntário
27	Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo	obrigatório
28	Mensagem da Diretoria	voluntário
29	Mini currículo da Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
30	Notas Explicativas	obrigatório
31	Número de Participantes	voluntário
32	Organograma	voluntário / recomendado
33	Parecer Atuarial	obrigatório
34	Parecer do Conselho Fiscal	obrigatório
35	Patrimônio do seu Fundo	voluntário / recomendado
36	Patrocinadoras	voluntário
37	Perspectivas para o próximo ano	voluntário
38	Plano de Gestão Administrativa (PGA)	obrigatório
39	Prazo de Mandato da Diretoria Executiva	voluntário
40	Prazo de Mandato do Conselho Deliberativo e Fiscal	voluntário
41	Quantidade Benefícios Concedidos no ano Lista de Dívidas (Contratos e Saldo Devedor) das	voluntário
42	Quantidade de Recursos Humanos	voluntário
43	Recursos com Gestão Terceirizada	voluntário / recomendado
44	Relatório dos Auditores Independentes	obrigatório

45	Relatório específico sobre os Controles Internos	voluntário / recomendado
46	Remuneração Dirigentes	voluntário
47	Rentabilidade do plano	voluntário / recomendado
48	Resumo da Política de Investimentos	obrigatório
49	Resumo do Demonstrativo de Investimentos	obrigatório
50	Saúde Financeira da Patrocinadora	voluntário
51	Serviços contratados	voluntário
52	Sistema de Tributação do Plano	voluntário
53	Total de Benefícios Concedidos/Pagos	voluntário

Para testar a relação dos indicadores, se procedeu uma revisão complementar nos RAIs, verificando a presença ou não da evidenciação sobre cada indicador. Os resultados apontam que o índice de *disclosure* dos fundos de pensão ficou em 45,6%, com desvio padrão de 9,2%. Significa que essas organizações divulgam, em média, 45,6% dos indicadores que compõem a relação construída nesta pesquisa. O fundo com menor nível de *disclosure* apresenta índice de 6,3%. Já o fundo de pensão com maior nível de *disclosure* possui índice de 66,7%. Essas evidências permitem inferir, em primeiro lugar, que não há padronização normativa para divulgação dos relatórios. As informações a serem divulgadas dependem da decisão dos gestores. Em segundo lugar, nenhum dos fundos de pensão divulgou todos os indicadores analisados. Entre os indicadores obrigatórios a média do índice de *disclosure* aumentou para 82,8% com desvio padrão de 19,4%. Há um fundo de pensão, por exemplo, que divulgou apenas um indicador obrigatório, equivalente a 6,7%, confirmando o desvio padrão.

Nota-se também o baixo nível de divulgação de indicadores relacionados ao corpo diretivo das organizações. O indicador “mini currículo da diretoria”, foi divulgado por apenas 2,4% dos fundos de pensão analisados. Os indicadores referentes ao processo de contratação, eleição e indicação de membros da diretoria executiva e dos conselhos, são divulgados por 7% e 21% dos fundos, respectivamente.

Essas informações auxiliariam na redução da assimetria de informação. A assimetria de informação é intrínseca às diversas relações que compõem o fundo de pensão (ROZANOV, 2015; TAN; CAM, 2015; BRADLEY; PANTZALIS; YUAN, 2016). Uma das principais formas de redução dessa assimetria é através do *disclosure* (VERRECCHIA, 2001). Quanto maior o nível de *disclosure*, menor a assimetria entre as partes envolvidas em uma relação (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007). Portanto, a prática de *disclosure* configura-se como uma condição para a redução da assimetria de informação, permitindo um diálogo no sentido de ajustar os interesses entre as partes envolvidas na relação (MACAGNAN, 2009; SEIBERT, *et al.*, 2019).

Ressalta-se a importância do *disclosure*, principalmente quando a informação é demandada pelos *stakeholders* prioritários, como participantes e assistidos. Entende-se que nessa categoria estão aqueles que atendem a um ou mais dos seguintes atributos: o poder do *stakeholder* em influenciar a organização; a legitimidade do *stakeholder* no relacionamento com a organização e a urgência das reivindicações dos *stakeholders* sobre a organização (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997).

Assim, considerando o processo de validação dos indicadores analisados, caberia aos fundos de pensão rever suas políticas de *disclosure* de forma a atender as demandas dos seus *stakeholders*. Tais políticas reduziriam a assimetria de informação, minimizando a problemática de risco moral que se caracteriza pela possibilidade de os gestores tomarem decisões em benefício próprio, em detrimento dos interesses dos *stakeholders* do fundo de pensão. Da mesma forma, indica aos órgãos reguladores a necessidade de melhorias das normativas sobre os RAIs de informação e as informações que devem ser divulgadas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo teve por objetivo a construção de uma relação de indicadores representativos de informações econômico-financeiras que possibilitassem a mensuração do nível de *disclosure* dos fundos de pensão brasileiros, com base no interesse dos *stakeholders* prioritários.

Assim, diferentemente de outros estudos em fundos de pensão, dedicados ao estudo do *disclosure* com base na literatura, ou relatórios, ou páginas eletrônicas, ou legislações e entidades reguladoras, ou ainda especialistas, em que se avalia a prescrição normativa ou se capta a percepção do emissor da informação e não do receptor, parte interessada, procurou-se identificar o que assistidos e participantes demandam de informação como forma de reduzir a assimetria de informação existente entre estes e os gestores dos fundos.

Identificou-se falta de padronização entre os RAIs apresentados pelos fundos de pensão e nível de *disclosure* considerado baixo (45,6% na média), principalmente se considerar que essas são as informações demandadas pelos *stakeholders* prioritários. Cabe, portanto, aos gestores dos fundos de pensão melhorar suas políticas de divulgação de forma a atender os *stakeholders*. Também, compete aos órgãos normatizadores e reguladores estabelecer maior rigor na cobrança do *disclosure* obrigatório e revisar as diretrizes de divulgação de informações por parte dessas entidades, objetivando padronização na evidenciação. A padronização contribuirá para a redução da assimetria da informação entre as partes envolvidas e, conseqüentemente minimizará a possibilidade de risco moral.

O estudo apresenta algumas limitações. Destaca-se que a definição dos indicadores, atendeu etapas de validação definidas pelos pesquisadores. Tais etapas podem envolver designações subjetivas, embora tenham sido executados multi procedimentos, justamente para minimizar esse grau de subjetividade. Além disso, a validação junto a especialistas e aos *stakeholders* prioritários envolveu a aplicação de questionário. Significa que a análise dessas etapas foi baseada na percepção dos respondentes, não sendo, necessariamente, a representação da realidade. O estudo não contemplou outras partes interessadas como, por exemplo, os patrocinadores, que também podem ser considerados prioritários.

Portanto, considerando as limitações desse estudo, apresenta-se como sugestão de futuros estudos a análise do nível de *disclosure* na percepção das organizações patrocinadoras e instituidoras, como forma de alinhamento da divulgação realizada pelos fundos de pensão nos seus respectivos RAIs. Essa pesquisa proporcionaria identificar similaridades e diferenças nos interesses de *stakeholders* prioritários atuantes em posições diferentes nos fundos de pensão.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, P. **A relevância dos níveis de divulgação da informação das empresas cotadas portuguesas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais) - Lisbon School of Economics & Management, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2016.
- AHMED, K.; COURTIS, J. K. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, v. 31, p. 35-61, 1999.
- ALMEIDA, K. K. N.; CALLADO, A. L. C. Indicadores de desempenho ambiental e social de empresas do setor de energia elétrica brasileiro: uma análise realizada a partir da ótica da teoria institucional. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 7, n. 1, p. 222-239, 2017.
- ANANTHARAMAN, D. The role of specialists in financial reporting: evidence from pension accounting. *Review of Accounting Studies*, v. 22, n. 3, p. 1261-1306, 2017.
- ATTIG, N.; CLEARY, S. Managerial Practices and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, n. 131, p. 121-136, 2015.

- Bachmann, R.; Carneiro, L.; Espejo, M. Evidenciação de informações ambientais: proposta de um indicador a partir da percepção de especialistas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, n. 17, p. 36-47, 2013.
- BRADLEY, D.; PANTZALIS, C.; YUAN, X. The influence of political bias in state pension funds. *Journal of Financial Economics*, v. 119, n. 1, p. 69-91, Jan. 2016.
- BRASIL. *Decreto n. 4.942*. Regulamenta o processo administrativo para apuração de responsabilidade por infração à legislação no âmbito do regime da previdência complementar, Brasília: DOU, 2003
- BRASIL. *Lei Complementar n. 108*. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios. Brasília: DOU, 2001:a.
- BRASIL. *Lei Complementar n. 109*. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília: DOU, 2001:b.
- BRASIL. *Resolução do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), n. 13*. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC. Brasília:DOU, 2004.
- BRASIL. *Anuário estatístico da previdência social 2006*. Brasília, DF: MPS, 2006a.
- BRASIL. *Resolução MPS/CGPC n. 23*. Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos assistidos e participantes. Brasília, DF: MPS, 2006b.
- BRASIL. *Resolução Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) n. 8*. Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Brasília, 2011.
- BRASIL. *Resolução Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) n. 12*. Altera a Resolução nº 8, que dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, 2013.
- BURGWAL, D. V.; VIEIRA, R. J. Determinantes da Divulgação Ambiental em Companhias Abertas Holandesas. *Revista de Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 60-78, 2014.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.
- BUZBY, S. L. Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure. *Journal of Accounting Research*, v. 13, n. 1, p. 16, 1975.
- CAAMAÑO, P. C. *Práticas de governança corporativa em Fundo de Pensão: estudo de um caso brasileiro*. 2007. 134 f. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2007.
- CARROLL, A. Carroll's pyramid of CSR: Taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, v. 1, n. 13, 2016.
- CATALAN, M. Pension funds and corporate governance in developing countries: what do we know and what do we need to know? *Journal of Pension Economics and Finance*, v. 3, n. 2, p. 197-232, 2004.
- CESAR, A. M. R. V. C. Medidas de desempenho da área de recursos humanos e seu relacionamento com indicadores de desempenho econômico. *Revista de Gestão*, v. 22, n. 1, p. 97-114, 2015.
- CHOI, F. D. S. Financial disclosure and entry to the european capital market. *Journal of Accounting Research*, v. 11, n. 2, p. 159-175, 1973.
- CLARK, G. L. Pension fund governance expertise and organizational form. *Journal of*

Pension Economics and Finance, v. 3, n. 2, p. 233-253, 2004.

CLARK, G. L.; MONK, A. H. B. Partisan politics and bureaucratic encroachment: the principles and policies of pension reserve fund design and governance. *SSRN Electronic Journal*, May 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1854343>>. Acesso em: 09 jun. 2020.

CLEMENT, R. W. The lessons from stakeholder theory for U.S. Business leaders. *Business Horizons*, n. 48, p. 255-264, 2005.

COOKE, T. E. Voluntary corporate disclosure by swedish companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, v. 1, n. 2, p. 171-195, 1989.

COOPER, S.; SLACK, R. Reporting practice, impression management and company performance: a longitudinal and comparative analysis of water leakage disclosure. *Accounting and Business Research*, v. 45, n. 6/7, p. 801-840, 2015.

DYE, R. A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 2001, p. 181-235, Mar. 2001.

FORTE, L. M. et al. Determinants of voluntary disclosure: a study in the brazilian banking sector. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 5, n. 2, p. 23-37, 2015.

FREEMAN, R.; HARRISON, J.; WICKS, A.; PARMAR, B.; COLLE, S. *Stakeholder Theory: The state of the art*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2010.

GARCÍA MECA, E.; MARTÍNEZ CONESA, I. Divulgación voluntaria de información empresarial: índices de revelación. *Partida Doble: Revista de Contabilidad, Auditoría y Empresas*, n. 157, p. 66-77, 2004.

GIANNETTI, E.; ALMEIDA, C. *Ecologia Industrial - Conceitos, ferramentas e aplicações*. São Paulo: Ed. Edgard Blücher, 2006.

GNANAWEERA, K.; KUNORI, N. Corporate sustainability reporting: Linkage of corporate disclosure information and performance indicators. *Cogent Business & Management*, n. 5, p. 1-21, 2018.

GREENWOOD, M.; FREEMAN, E. Ethics and HRM: The contribution of Stakeholder Theory. *Business & Professional Ethics Journal*, v. 30, n. 3-4, p. 269-292, 2011.

HARRISON, J. A.; ROUSE, P.; VILLIERS, C. J. Accountability and performance measurement: A Stakeholder perspective. *The Business and Economics Research Journal*, v. 5, n. 2, p. 243-258, 2012.

HEINK, U.; KOWARIK, I. What are indicators? On the definition of indicators in ecology and environmental planning. *Ecological Indicators*, v. 10, n. 3, p. 584-593, 2010.

HWANG, S.; SARATH, B. "Disclosure of pension asset allocation and expected rate of return management", *Asian Review of Accounting*, v. 26, n. 2, p. 182-207, 2018.

KAHL, A.; BELKAOUI, A. Bank annual report disclosure adequacy internationally. *Accounting and Business Research*, v. 11, n. 43, p. 189-196, 1981.

KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; WHALEN, D. J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 26, n. 4, p. 497-522, 2007.

KLUMPES, P. J. M. Incentives and disincentives for voluntary disclosure by pension funds: international evidence. *Accounting and Business Research*, v. 30, n. 4, p. 287-298, Feb. 2012.

KOWALEWSKI, O. Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, v. 6, n. 1, p. 14-44, 2012.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure.

- Journal of Accounting Research*, v. 38, n. 2000, p. 91-124, 2000.
- LIESEN, A.; HOEPNER, A.; PPATTEN, D.; FIGGE, F. Does stakeholder pressure influence corporate GHG emissions reporting? Empirical evidence from Europe. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 28, n. 7, p. 1047-1074, 2015.
- LIU, D.; LIU, C.; FU, Q.; LI, M.; FAIZ, M.; KHAN, M.; CUI, S. Construction and application of a refined index for measuring the regional matching characteristics between water and land resources. *Ecological Indicators*, n. 91, p. 203-211, 2018.
- MACAGNAN, C. B. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. *Revista de Contabilidade e Finanças*, n. 50, p. 46-61, 2009.
- MARSTON, C. L.; SHRIVES, P. J. The use of disclosure indices in accounting research: a review article. *British Accounting Review*, v. 23, p. 195-210, 1991.
- MINAYO, M. Construção de indicadores qualitativos para avaliação de mudanças. *Revista Brasileira de Educação Médica*, v. 33, n. 1, p. 83-91, 2009.
- MITCHELL, O. S.; PIGGOTT, J.; KUMRU, C. Managing public investment funds: best practices and new questions. *Journal of Pension Economics and Finance*, v. 7, n. 3, p. 321-356, 2008.
- MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD guidelines for the protection of rights of members and beneficiaries in occupational pension plans*. Paris: OECD, 2003.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD principles of corporate governance*. Paris: G20: OECD, 2015.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation Development; IOPS – International Organisation of Pension Supervisors. *OECD/IOPS good practices for pension funds' risk management systems*. Paris: OECD: IOPS, 2011.
- PACHECO, R. R.; MACAGNAN, C. B.; SEIBERT, R. M. Fatores explicativos do nível de evidenciação de informações de organizações do terceiro setor. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 6, n. 2, p. 72-93, 2016.
- PESCI, C.; COSTA, E.; SOOBAROYEN, T. The forms of repetition in social and environmental reports: insights from Hume's notion of 'impressions'. *Accounting and Business Research*, v. 45, n. 6-7, p. 765-800, 2015.
- PIVAC, S.; VUKO, T.; CULAR, M. Analysis of annual report disclosure quality for listed companies in transition countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, v. 30, n. 1, p. 721-731, 2017.
- RODRÍGUEZ, E. E. H. ; MACAGNAN, C. B. Bancos en Brasil y España: factores explicativos de revelación del capital relacional. *Cuadernos de Contabilidad*, v. 16, n. 40, p. 151-178, 2015.
- ROZANOV, A. Public pension fund management: best practice and international experience. *Asian Economic Policy Review*, v. 10, n. 2, p. 275-295, 2015.
- SAO JOSE, A.; FIGUEIREDO, M. Modelo de proposição de indicadores globais para organização das informações de responsabilidade social. *VII Congresso Nacional de Excelência em Gestão*, p. 01-19, 2011.
- SEARCY, C.; DIXON, S. M.; NEUMANN, P. W. The use of work environment performance indicators in corporate social responsibility reporting. *Journal of Cleaner Production*, v. 112, p. 2907-2921, 2016.

SEIBERT, R. M.; MACAGNAN, C. B. *Responsabilidade social: A transparência das Instituições de Ensino Superior Filantrópicas*. Beau Bassin, Maurícius: Novas Edições Acadêmicas, 2017.

SEIBERT, R. M.; MACAGNAN, C. B. Social responsibility disclosure determinants by philanthropic higher education institutions. *Meditari Accountancy Research*, v. 27, n. 2, p. 258-286, 2019.

SEIBERT, R. M.; MACAGNAN, C. B.; DIXON, R.; SIMON, D. Social responsibility indicators: perspective of stakeholders in Brazil and in the UK. *International Journal of Disclosure and Governance*, v. 16, n. 2-3, p. 128-144, 2019.

SINGHVI, S. S.; DESAI, H. B. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, v. 46, n. 1, p. 129-138, 1971.

STIGLITZ, J. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, 2000.

PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Guia PREVIC: melhores práticas contábeis para entidades fechadas de previdência complementar*. Brasília, DF: Previc, 2014.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Guia PREVIC: melhores práticas em Fundos de Pensão*. Brasília, DF: PREVIC, 2010.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Guia PREVIC: melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar*. Brasília, DF: PREVIC, 2012.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Guia PREVIC: de melhores práticas em investimento*. Brasília, DF: PREVIC, 2011.

TAN, M. G. S.; CAM, M. A. Does governance structure influence pension fund fees and costs? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. *Australian Journal of Management*, v. 40, n. 1, p. 114-134, 2015.

URQUIZA, F. B.; NAVARRO, M. C. A.; TROMBETTA, M. Disclosure indices design: does it make a difference? *Revista de Contabilidad*, v. 12, n. 2, p. 253-277, 2009.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VITTAS, D. *Policies to promote saving for retirement: a synthetic overview*. Washington: The World Bank, 2002.

WELBECK, E.; OWUSU, G.; BEKOE, R.; KUSI, J. Determinants of environmental disclosures of listed firms in Ghana. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, v. 2, n. 11, p. 01-12, 2017.

WILLETT, M. A new model for retirement education and counseling. *Financial Services Review*, v. 17, p. 105-130, 2008.

ⁱ Vide composição e segmentos do sistema financeiro brasileiro em

<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>. Acesso em 08 jun. 2020.

ⁱⁱ Disponível em: <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1/relacao-de-efpc.pdf>. Acesso em: 29 abr. 2016.

ⁱⁱⁱ Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão. Disponível em: http://www.anapar.com.br/?page_id=162.

^{vi} O processo administrativo bem como as sanções previstas por infração à legislação dos Fundos de Pensão, realizadas por seus gestores estão previstos no Decreto n. 4.942 de 2003 (BRASIL, 2003). As decisões da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) estão disponíveis em: <http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc>.