

Revista da

# PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

Revista da ABRAPP • ICSS • SINDAPP • UniAbrapp • Ano XXXVII • Número 417 • Julho/agosto 2018

Fechada



## Resolução CMN 4.661: controles em alta e muitas dúvidas

Relatório da Previc  
revela sistema  
estável e solvente

Afinal,  
o que é  
*blockchain*?

Funpresps  
próximas do ponto  
de equilíbrio

# Ajuste fino entre gestão interna e externa

*O alinhamento  
entre a Resolução  
CMN 4.661 e a  
regulação do mercado,  
contida na Instrução  
CVM 592, aproxima  
o sistema das práticas  
internacionais*

**E**xpertise, troca de informações, geração de alfa em investimentos que exigem decisões mais complexas e redução dos custos com equipes internas são algumas das vantagens apontadas pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar para a contratação de gestores externos. Ao mesmo tem-

po, os times internos adquirem importância cada vez maior na definição de estratégias de seleção e monitoramento dos terceirizados. Essa sintonia entre gestão interna e externa ganha novos elementos com a Resolução CMN 4.661/2018, que alterou a regulação de investimentos do sistema e trouxe as regras para os prestadores de serviços terceirizados para mais perto do que já acontece na Inglaterra, EUA e Canadá. Os tópicos que tratam da responsabilidade dos prestadores de serviços para as EFPCs podem ser interpretados como um espelho das normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para consultores de investimento, gestores e administradores.

### Custo e qualidade

“A estrutura profissional de gestão ficará mais cara e a tendência é que as fundações de menor porte optem ainda mais pela terceirização dos serviços. Nesse cenário, apenas aquelas que tenham patrimônio mínimo de R\$ 4 bilhões poderão arcar com a manutenção da gestão interna”, avalia o sócio da consultoria Luz Soluções Financeiras, Edivar de Queiroz. Ele acredita que o aumento de custos era necessário para detalhar certos aspectos ligados à área de risco, como a governança dos investimentos em

crédito privado, na qual o *rating* deixa de ser suficiente.

Em relação à qualidade da gestão externa, esse cuidado adicional é mais do que bem-vindo, diz Queiroz. A qualidade subiu no cômputo geral, mas ainda falta muito para adequar, a começar por uma melhor fiscalização e aferição de dados sobre o conhecimento dos responsáveis pela área de risco. “Hoje cerca de 50% deles não passam por esse teste”, afirma o consultor. Como a responsabilidade pela escolha do gestor continua a ser da EFPC, a tendência é que as entidades acabem pressionando as *assets* e outros prestadores de serviços na direção de uma melhor governança. “Quem não se adequar vai desaparecer”, resume Queiroz.

### Alinhamento à CVM

O alinhamento entre a CMN 4.661 e a regulação do mercado, contida na Instrução CVM 592, representa uma evolução para a gestão externa e coloca o sistema mais próximo do que acontece lá fora, avalia a especialista da TAG Investimentos, Francisca Brasileiro. “Passa a ser necessário definir claramente o papel dos diversos especialistas externos no processo de tomada de decisões, até porque os prestadores de serviços terceirizados são corresponsáveis por essas decisões.”

## A fundação que decidir ter 100% de gestão interna precisará julgar sua própria análise de risco, o que impõe a necessidade por conselhos atentos e bem preparados

As EFPCs já haviam sido classificadas por porte com a criação das Entidades Sistemicamente Importantes (ESI), mas faltava que a regulação definisse de maneira mais clara a possibilidade de contratar auxílio de especialistas externos no processo decisório. Ela lembra que as eventuais punições para esses profissionais, embora não estejam no âmbito da Previc, são previstas pela CVM. “As exigências da Resolução 4.661 fazem mais sentido quando são analisadas junto com a regulação da CVM, pois ambas estão agora mais bem alinhadas.”

A busca por maiores retornos torna a terceirização essencial em muitas classes de ativos, estima Edivar Queiroz. “Quando olhamos para a fronteira eficiente, há poucos ativos disponíveis com qualidade para compor as carteiras. A diversificação em si não é um caminho obrigatório e atualmente tem sido pequena por conta da conjuntura econômica, mas é vital que os ativos sejam muito bem escolhidos”, avisa o consultor.

### Remuneração

O custo e a *expertise* do time de gestão interna compõem o primeiro critério de análise a respeito de como e quanto terceirizar, explica Queiroz. “Esse é um jogo que exige muito conhecimento e um tipo de conhe-

cimento raro porque são poucos os profissionais que dominam o assunto profundamente.” Com o elevado grau de responsabilização, agora ainda mais explícito na legislação, o custo de manter internamente boas equipes especializadas irá crescer.

Esse é o principal limitador para as equipes internas, reforça o especialista em investimentos da Eletros, Jair Ribeiro. “A remuneração é essencial para estimular os profissionais. Ao mesmo tempo, as EFPCs são cada vez mais cobradas por seus patrocinadores para reduzirem custos, então fica difícil alinhar interesses e garantir remunerações adequadas para quem oferece dedicação exclusiva”, destaca Ribeiro. Nas *assets*, há maiores incentivos de remuneração, autonomia nas decisões e maior foco, o que significa que essas equipes são mais estimuladas e podem representar uma vantagem comparativa do processo de terceirização da gestão.

### Papel dos conselhos

O ideal, diz Queiroz, é não manter jamais uma gestão 100% interna, opção inviável dependendo do tamanho da entidade. Além disso, a convivência com a gestão externa permite um aprendizado importante para todos na área de investimentos e melhora a governança. A entidade que

decidir ter 100% de gestão interna precisará julgar sua própria análise de risco, o que impõe a necessidade por conselhos especialmente atentos. “As decisões tomadas pelo time interno têm que ser analisadas com o mesmo rigor aplicado aos gestores externos e isso não é trivial, nem sempre o conselho consegue ter uma visão clara do assunto ou avaliar o CEO sem paixões”, avisa o consultor.

Para as entidades de pequeno e médio porte, que não suportam os custos de manter grandes equipes internas, a nova regulação incentiva a criação de um sistema de monitoramento externo bastante robusto, primando pela questão do controle de conflitos de interesses, avalia Francisca Brasileiro. “Para as grandes fundações, também é importante trazer mais gente para a discussão, como uma forma de validar as decisões e melhorar a governança.”

Em países como Inglaterra, EUA e Canadá, é comum a prática de reduzir custos de manutenção de um comitê de riscos via a contratação de um especialista que atenderá outras entidades, por meio do *fiduciary management*. “Com isso, é possível ganhar escala. O segmento de *fiduciary management* tende a crescer aqui, seguindo o modelo internacional.”

## Dinamismo e transparência

Maior peso para a gestão externa, com uma estrutura interna menor, voltada para a seleção e acompanhamento rigorosos dos terceirizados. Esse é o modelo escolhido pela Forluz, uma das 17 ESIs, que mantém seus processos internos de alocação de recursos dirigidos prioritariamente para a busca de melhores estratégias.

“Atualmente, só a elaboração do ALM e a gestão de algumas classes de ativos são feitas internamente, como as operações com NTN-Bs, que representam 80% do total e são usadas basicamente para fazer o casamento de fluxos, além de empréstimos aos participantes e alocação em imóveis”, explica o Gerente de Gestão de Renda Variável e de Macro Alocação da fundação, André Buscácio. Renda variável e fundos multimercados estão sob gestão externa por meio de um fundo exclusivo consolidado que compra fundos abertos no mercado e envolve o trabalho de doze gestores. Na renda fixa, há entre dez e quinze gestores.

A principal vantagem está na transparência, graças a um processo de seleção bem desenhado, que é redefinido pelo Conselho de Administração e pela auditoria da patrocinadora, e à estrutura interna de acompanhamento e monitoramento. “Esse desenho pode até ser onerado por uma

“O modelo ideal deverá ser aquele em que as definições de estratégias para alocação de recursos permaneçam sempre internas, enquanto a gestão passa a ser externa”

taxa de administração maior. Porém, ele também garante mais dinamismo e rapidez à tomada de decisões, sempre com total transparência”, diz Buscácio. Outra vantagem está no alto nível de compartilhamento de informações entre o time interno e os profissionais externos.

“Em nome da transparência, fazemos a abertura das carteiras que estão com os gestores externos em periodicidade até mais frequente do que pede a legislação. A área de *compliance* e risco acompanha de perto, o que significa que podemos intervir e atuar antes mesmo de levar para a Previc”, explica Buscácio. A cobrança periódica e constante dos gestores também permite que os prazos de abertura das carteiras sejam encurtados caso o time interno perceba algum problema.

### Estratégias e estilos

“O modelo ideal deverá ser aquele em que as definições de estratégias para alocação de recursos permaneçam sempre internas, enquanto a gestão passa a ser externa. É nessa linha que vem a Resolução CMN 4.661”, pondera Jair Ribeiro. Nos segmentos de renda variável e investimentos estruturados, o recomendável é sempre a terceirização.

Nas EFPCs de maior porte atualmente predomina a gestão interna, enquanto 99% das entidades meno-

res, com patrimônio em torno de R\$ 500 milhões, terceirizam tudo. Na Eletros, aproximadamente 50% dos ativos sob gestão são terceirizados para três gestores. A ênfase na escolha dos gestores externos será cada vez maior a partir de agora, com uma tendência clara de terceirização, diz o especialista.

Para as EFPCs menores, essa é principalmente uma questão de ganho de escala; já nas maiores, embora já tenham escala, a opção pela terceirização pode trazer diferenciais importantes de retorno. “A escolha depende do estilo dos patrocinadores, já que há todo um histórico de entidades com patrocínio estatal que desenvolveram grandes equipes internas de gestão, com elevado grau de *expertise*”, diz Ribeiro. Ele lembra que as *assets*, cada vez mais especializadas em gerir patrimônio de investidores institucionais e *family offices*, têm conseguido praticar taxas de administração mais atrativas.

### Risco regulatório

Na renda variável, a Fundação Real Grandeza tinha apenas 4% dos ativos sob gestão externa em 2014, percentual que subiu para 17% em 2018, explica o Diretor de Investimentos da entidade, Ricardo Nogueira. “Percebemos que o gestor externo consegue um rendimento maior por

## A Previc pode estar introduzindo risco regulatório ao responsabilizar as EFPCs pelas estratégias dos fundos terceirizados

conta de sua *expertise* diferenciada.” Com a Resolução 4.661, entretanto, essa relação entre as EFPCs e as casas gestoras pode sofrer consequências negativas, lembra Nogueira. “A Previc pode estar introduzindo um risco regulatório que complica a situação das entidades, já que elas também são consideradas responsáveis por todas as estratégias dos fundos de investimento que terceirizaram.”

A EFPC não tem como expandir custos para fazer frente às novas exigências, sublinha Nogueira. “Seria preciso ampliar ainda mais o processo de monitoramento e acompanhar de perto as estratégias terceirizadas, o que significaria mais custos”. Por conta disso, a expectativa é de que normatização da regra traga esclarecimentos e ajustes.

### Modelos mistos

A InfraPrev adota um modelo misto entre gestão interna e terceirizados, que trazem mais alfa para os retornos, explica a Diretora de Administração e Finanças da entidade, Juliana Koelher. “Consideramos fundamental a troca de experiências que esse modelo permite ao time interno, como o acesso a informações e à opinião de Economistas Chefes de grandes casas nacionais e internacionais.”

Atualmente, 70% dos ativos estão sob gestão interna e 30% sob gestão externa por meio de fundos de inves-

timento. Desse total terceirizado, metade está em fundos indexados ao CDI (fundos voltados ao fluxo de caixa) e a outra metade é aplicada em fundos de ações, multimercados estruturados, Fundos de Investimento Imobiliário e FIPs. Desde o início da gestão da atual diretoria, no final de 2017, houve um aprimoramento nos processos de seleção de fundos, diz Koelher.

Os fundos são segregados por estratégia e depois passam por diligências qualitativas. Esse modelo começou a ser aplicado ao segmento dos multimercados estruturados, que hoje conta com sete fundos, e depois foi estendido aos fundos de ações. “O mais importante é que a seleção, assim como o monitoramento, é totalmente feita pela equipe interna. Isso nos deu total independência no processo porque anteriormente ele dependia de dados de consultorias externas.”

### Critérios

A Fundação Ecos também adota um modelo misto de gestão, com 83% dos recursos geridos internamente e 17% por terceiros, explica a Presidente da entidade, Jussara Salustino. Aderente ao Código de Autorregulação em Governança dos Investimentos da Abrapp, a fundação analisa agora o processo para requerer a concessão do Selo nessa modalidade. “A Ecos busca manter elevados padrões éticos e trans-

parência nos seus processos de investimentos”, conta a Presidente.

Os normativos internos estabelecem claramente o papel e alçadas dos envolvidos nos processos de investimentos, além de detalhar os procedimentos para análise, execução e monitoramento, incluindo a gestão dos riscos. A estrutura organizacional envolvida com investimentos conta com a atuação do Conselho Deliberativo, Diretoria Executiva, Coordenadoria Financeira e de Segurança, além dos comitês internos de Investimentos e Auditoria e Controle de Riscos. “A decisão de manter a gestão interna como predominante está ligada ao fato de nosso principal patrocinador ser um banco, o que significa que há um

DNA bem estabelecido de profissionais oriundos da área financeira, com experiência no mercado de capitais.”

Em geral, são prospectados fundos abertos nos segmentos de renda fixa, renda variável, multimercado e investimentos no exterior. Parâmetros quantitativos visam avaliar a composição risco *versus* retorno de cada fundo, atribuindo pontuação para cada item e uma pontuação total, que os classifica ordinariamente. “Apenas os fundos integrantes do primeiro quartil do *ranking* quantitativo são elegíveis para a etapa seguinte, qualitativa, que é extremamente relevante, visto que somente dessa forma é possível compreender a dinâmica e filosofia de investimentos de cada *asset*.” ■

anúncio calendário de obrigações