



Aperfeiçoamento do arcabouço regulatório e de operação dos Fundos de Pensão no Brasil

Maio/2022



EXPEDIENTE

Este documento é resultado do Grupo de Trabalho criado, no primeiro semestre de 2022, pela Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Saúde de Autogestão (Anapar) para definir proposta de aperfeiçoamento do arcabouço regulatório e de operação dos fundos de pensão brasileiros e dos planos de saúde de autogestão.

DIRETORIA EXECUTIVA DA ANAPAR (2019-2022)

Antônio Bráulio de Carvalho - Presidente

Marcel Barros - Vice-presidente

Eduardo Araújo de Souza - Diretor de Administração e Finanças

José Joaquim Marchisio - Diretor de Planos, Convênios e Eventos

Joelbia Maia Bezerra Chaves - Diretora de Previdência Complementar

Francisca de Assis Araújo Silva - Diretora de Saúde Suplementar

LISTA DE SIGLAS

AI - Autos de Infração

ANAPAR - Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Saúde de Autogestão

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica

ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CGPC - Conselho de Gestão de Previdência Complementar

CMCA - Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem

CMN - Conselho Monetário Nacional

CNPC - Conselho Nacional de Previdência Complementar

CPI - Comissão Parlamentar de Inquérito

CRPC - Câmara de Recursos da Previdência Complementar

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DN - Decisão de Notificação

EAPC - Entidade Aberta de Previdência Complementar

EFPC - Entidade Fechada de Previdência Complementar

ESG - do inglês Environmental (Ambiental), Social (Social) e Governance (Governança)

ESI - Entidades Sistemicamente Importantes

Finame - Agência Especial de Financiamento Industrial

FIP - Fundo de Investimento em Participações

IN - Instrução Normativa

MPF - Ministério Público Federal

MPT - Ministério Público do Trabalho

NTN-B - Nota do Tesouro Nacional série-B

Plano BD - Plano de Benefício Definido

Plano CD - Plano de Contribuição Definida

Plano CV - Plano de Contribuição Variável

Previc - Superintendência Nacional de Previdência Complementar

RN – Resolução Normativa

SPC - Secretaria de Previdência Complementar

SUS – Sistema Único de Saúde

SPE - Sociedade de Propósito Específico

TAFIC - Taxa de Fiscalização e Controle

TCE – Tribunal de Contas Estadual

TCU - Tribunal de Contas da União




INTRODUÇÃO

O presente documento é resultado do trabalho de especialistas em previdência complementar, economistas, ex-dirigentes de entidades e de órgãos públicos, que se reuniram para pensar a Previdência Complementar Fechada em um ambiente de segurança jurídica para os participantes, assistidos, patrocinadoras, instituidores e entidades, e de um arcabouço normativo que viabilize os investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), normalmente conhecidas como Fundos de Pensão. Portanto, a ideia essencial desse trabalho é apresentar os principais obstáculos e elementos para sua superação no que diz respeito a governança e a investimentos das EFPC em um governo democrático e popular.

Em qualquer sociedade capitalista, os investimentos de longo prazo são necessários para o seu funcionamento pleno, particularmente em Infraestrutura. Isto requer que o Estado estabeleça um ambiente seguro, com marcos institucionais adequados, para que os agentes do mercado sintam segurança jurídica ao aplicar seus recursos.

Nesse contexto, este documento procura destacar a importância dos fundos de pensão como a única poupança de longo prazo estável e disponível no Estado, a importância desses veículos para a manutenção da qualidade de vida dos trabalhadores após o período laboral bem como todos os óbices que foram impostos recentemente ao segmento, notadamente a partir dos agentes que se instalaram nos últimos dois governos, que impediram sobremaneira que essas Entidades cumprissem com a sua missão estipulada pelo legislador.




Busca-se aqui apontar elementos de reflexão sobre os desvios estruturais que foram observados nesse período, tanto na tentativa de reinterpretar a legislação em prejuízo dos participantes, quanto na fiscalização das operações de investimentos e de previdência, cujos interesses e objetivos alheios ao setor tornam-se a cada dia mais explícitos.

Em primeiro lugar chama-se atenção para a tentativa de sucateamento das EFPC, com ataques sistemáticos à imagem e credibilidade do Sistema e a desmoralização de seus dirigentes, que acumulam um histórico de êxito de mais de quarenta anos. Visando pavimentar o caminho para as trilhas sórdidas do golpe institucional, criou-se uma narrativa de corrupção e de incompetências no setor, ao que se alinharam setores técnicos e da burocracia do governo alojados na Previc, no Ministério Público e no Congresso Nacional, aos moldes do já desmoralizado “lavajatismo”, com intensa repercussão na grande imprensa.

Tal estratégia teve início ainda na CPI 2015-2016, sob o argumento de se buscar os responsáveis pela apuração de resultados que apresentavam “relevantes” déficits. As versões utilizadas jamais se sustentaram sob bases técnicas, mas serviram de estopim para argumentos políticos que contribuíram para o aprofundamento da fragilização do governo da presidenta Dilma Rousseff já, à época, muito desgastada.

Na sequência, a narrativa foi alimentada com os Autos de Infração (AI) lavrados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), que instrumentalizaram o relatório final da CPI/CD de 14/abr/2016, e, por consequência, todos os procedimentos policiais, inquéritos administrativos e judiciais na PF/Polícia Federal, no MPU, no Poder Judiciário e no Tribunal de Contas da União, que perduram até hoje.




O desdobramento desse movimento não afetou apenas o âmbito político, mas implicou em perseguições, destruição e vasto impacto nos setores produtivos do País, tais como construção pesada, óleo e gás, energias renováveis, portos, aeroportos, rodovias, ferrovias, uma vez que os fundos de pensão detinham uma parcela significativa nos investimentos desses setores.

O processo de criminalização dos investimentos na economia real (FIP em especial), das EFPC e dos seus dirigentes, atingiu Conselhos e Diretorias, além do corpo gerencial, e, também, analistas de investimentos, profissionais altamente qualificados, tentando passar a impressão de incompetência generalizada do setor.

A dinâmica implementada nas EFPC aproxima-se do chamado LawFare que atingiu figuras públicas com o objetivo político de favorecer o campo da direita e extrema direita do espectro político, que ficou conhecida como Operação Lava Jato. Esta operação estendeu seus tentáculos para os fundos de pensão, visto que eram essas Entidades, em conjunto com os bancos públicos, que garantiam o alicerce do funding para os mais importantes investimentos no período de crescimento da economia brasileira.

No âmbito das EFPC esse uso político das ações policiais, penais e judiciais foi denominado Operação Greenfield[1], patrocinada por procuradores da República no Ministério Público Federal.

[1] Foi deflagrada em 05/setembro/2016, tendo por escopo apurar investimentos realizados de forma “fraudulenta ou temerária” (a ação penal tentou imputar/classificar “gestão temerária de instituição financeira equiparada”, previsto no art. 4º da Lei nº. 7.492, de 1986, pelo qual as EFPC nunca estiveram submetidas) de 29 dirigentes das principais entidades fechadas de previdência complementar do país. Dos 10 (dez) casos que justificaram a suposta deflagração da Operação Greenfield, 8 (oito) são relativos a investimentos realizados pelas EFPC em empresas por meio de Fundos de Investimento em Participações (FIP), ou seja, essa classe de ativos financeiros foi demonizada a partir dessa ação penal. A operação foi encerrada de forma inconclusa pelo MPU em 20/dez/2020.



Todavia, a operação política denominada força-tarefa Greenfield, por meio desses procuradores, utilizou-se da articulação política nos órgãos de Supervisão e Controle, em particular a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), para embasar ou produzir, a partir de Autos de Infração, elementos de perseguição política e na grande maioria dos casos destituída de fundamentação técnica para essas autuações. Que fique claro que não se trata de defender, aqui, a impunidade de gestores e dirigentes que lesaram, por ação ou omissão, o patrimônio financeiro e frustraram o esforço contributivo de décadas dos participantes e assistidos nos planos previdenciários administrados pelas EFPC, ao qual deve ser aplicado o rigor da lei, observado o direito de ampla defesa e contraditório, do processo administrativo sancionador. O que deve ser questionado é o uso político do MPF e da PREVIC, que são parte dessa operação de perseguição política nas EFPC que atingiu centenas de trabalhadores e gestores (dirigentes), e por consequência a credibilidade do setor. Buscaram com essas medidas destruir a representação dos trabalhadores nos colegiados e instâncias de decisão das entidades fechadas de previdência complementar em que seus interesses sejam objeto de discussão e deliberação, como preconizado pelo § 6º do art. 202 da Constituição Federal.



Isso teve três objetivos principais:

- **Criminalização de quadros políticos e técnicos;**
- **Propaganda contra o governo democrático-popular; e**
- **Tornar as EFPC vulneráveis visando a transferência dos seus planos de benefícios para as Instituições do Sistema Financeiro Nacional (como aconteceu na reforma da previdência de 2019 (Emenda Constitucional nº 103), no caso da obrigatoriedade de implantação do Regime de Previdência Complementar (RPC) para os servidores públicos nas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), vinculadas aos bancos e seguradoras ou EFPC sem natureza pública.**

O documento está dividido em seis partes:

- 1) Contexto Internacional das EFPC e das similaridades com o Brasil**
- 2) Alinhamento político**
- 3) Gestão de risco nas EFPC**
- 4) Operação do segmento fechado de previdência complementar**
- 5) Investimentos no setor produtivo**
- 6) Rearranjos normativos, institucionais e organizacionais**




1) Contexto Internacional das EFPC e similaridades no Brasil

Por um longo período, as EFPC no Brasil vivenciaram condições bastantes díspares em relação a fundos de pensão em outros países. A convivência com a alta inflação por longos períodos foi determinante para a constituição de um quadro diverso das economias no mundo. Isso favoreceu uma economia que privilegia o “rentismo” em contraposição à economia real.

Tais circunstâncias explicam a anomalia vivida no País, em que os títulos públicos federais apresentavam significativa rentabilidade, com "baixo risco" e elevada liquidez, contrariando os fundamentos de finanças e desestimulando os gestores financeiros a buscarem outras opções de investimentos, porque o risco não compensava a remuneração prevista.

Ora, isso pode explicar o porquê das EFPC, no Brasil, conviveram por tantos anos com um perfil de investimentos muito concentrado nas chamadas “Operações de Tesouraria”, isto é, em títulos públicos, que chegaram a representar mais de 80% dos seus ativos, independentemente da modalidade do plano de benefícios (BD, CD ou CV) e da maturidade (com maior provisão de benefícios concedidos, ou não).

Esse histórico levou a que muitos participantes (e até mesmo órgãos de controles[2]) entendessem que essa classe de ativos financeiros (títulos públicos) fosse o normal, adequada para a segurança dos investimentos, independentemente do contexto macroeconômico. Assim, os anos de alta inflação ensejaram nos participantes a ilusão de que os resultados positivos da carteira seriam perenes. E não são. Criou-se uma ilusão difícil de desconstruir.




Não há possibilidade de retornos atrativos, que dispensem exposição a risco. A EFPC é uma gestora de riscos que pode potencializar oportunidades de ganhos sustentáveis de longo prazo para os planos previdenciários e, por consequência, adicionar valor nas aposentadorias e pensões dos assistidos.

A alteração de cenário (inflação sob controle e juros reais mais baixos) vem por exigir dos administradores de recursos – particularmente os de fundos de pensão –, um maior esforço fiduciário para obtenção de retorno financeiro compatível com os compromissos assumidos, ainda que com elevação dos riscos das operações e maiores dificuldades de gestão da liquidez (curto prazo) e da solvência (longo prazo).

Na parte que se segue, busca-se na experiência internacional contribuições relevantes para reflexão de alternativas de investimentos em tais novas condições econômicas, de baixa inflação, em que a aquisição de títulos públicos não mais permite atingir as metas atuariais ou índices de referências dos planos previdenciários, consequentemente, atingir os compromissos fiduciários das EFPC para com os participantes e assistidos. Esse capítulo traz o que a experiência das EFPC no mundo registra como alocação de ativos. Segundo o estudo anual “Thinking Ahead Institute”, organizado pela empresa Willis Towers Watson, entre o ranking dos 20 maiores fundos de pensões do mundo (ver tabela 1) houve certa estabilidade nesse quadro de posições, com algumas exceções, como o Russian National Wealth Fund, que subiu do 25º para o 17º lugar na classificação, substituindo o fundo de pensão Texas Teachers, dos EUA, que desceu para a 21ª posição.

[2] Ver itens 197 a 204 do relatório do Acórdão TCU nº 2.600, de 27 de outubro de 2021, em que a equipe de fiscalização da SecexFinanças do Tribunal de Contas da União, ao fiscalizar 36 EFPC com patrocínio público federal, conclui que investimentos realizados em ativos de riscos podem constituir atos ilícitos cometidos pelos dirigentes.




Os quatro primeiros lugares do ranking dos maiores fundos de pensão do mundo mantiveram-se, sendo o maior o Government Pension Investment (de servidores públicos do Japão), com 1,7 bilhão de dólares em ativos, seguido pelo o Fundo de Pensões Público Norueguês, com 1,3 bilhão e o Fundo de Pensões da Coreia do Sul, com pouco mais de 700 milhões de dólares”. Em quarto ficou o plano CD/Contribuição Definida do TSP[3] dos servidores públicos federais estadunidenses, com 651 milhões de dólares e 5 milhões de participantes/assistidos.

Mas quais têm sido as principais preocupações dos fundos de pensão internacionais nesse último período, em particular num contexto de pandemia?

O artigo “Principais ativos de fundos de pensão sobem fortemente apesar da incerteza da pandemia”[4], além do registro que em 2021 os ativos sob gestão dos 300 maiores fundos de pensão do mundo aumentaram 11,5% para um total de 21,7 trilhões de dólares em 2020, trouxe ainda pistas das maiores preocupações dos conselhos dessas instituições. Os conselhos de fundos de pensão estão cada vez mais focados em gerenciar, de forma estratégica, muitos dos ventos contrários que surgiram de um 'novo normal' de taxas de juros mais baixas por mais tempo, o que gerou preocupações com a solvência e levou a algumas gestões a esticar cada vez mais seus orçamentos de risco para cumprir as metas de retorno. Além disso, o gerenciamento das expectativas crescentes de ESG (ambiental, social e governança) criou seu próprio conjunto de desafios e oportunidades.

Em outras palavras, o cenário de baixas taxas de juros reais pode conviver com alguma instabilidade e é preciso preparação para uma macroalocação eficiente de ativos financeiros, contrapondo risco e segurança.



Veja-se agora como é o perfil geral de alocação de ativos nas principais classes de investimentos por lá classificadas (aqui no Brasil são usadas classificações ligeiramente diferentes, como será explicado adiante).


Os 20 principais fundos de pensão possuem ativos predominantemente investidos em ações (46,6%), seguidos por renda fixa (36,3%) e alternativas e dinheiro (17,1%). Esses fundos, em conjunto, aumentaram lentamente sua alocação para investimentos alternativos durante os últimos anos, com o objetivo de atingir as metas de retorno. Existe forte concentração de ativos em ações (46,6%), portanto uma classe de ativos financeiros de retorno e de risco mais elevado. A segunda classe de ativos com maior concentração é a renda fixa com 36,3%. Porém, vale registrar que o perfil dessa concentração é bastante diferente do que o perfil no Brasil, onde a concentração em papéis de renda fixa possui de forma muito mais expressiva composição de títulos públicos e no exterior títulos privados são mais expressivos.

Cabe aqui uma explicação: o que no exterior é entendido por dinheiro? São ativos de altíssima liquidez com elevada segurança e baixíssima rentabilidade, como aqui no Brasil as operações compromissadas negociadas diariamente pelo Banco Central.

E o que vem a ser “Investimento Alternativo”?

[3] Serviu de inspiração para a criação da Funpresp no Brasil a partir da Lei nº 12.618, de 2012.

[4] ARLINGTON, Va., 07 de setembro de 2021, na GLOBE NEWSWIRE, que pode ser acessado no sítio <https://www.yahoo.com/now/top-pension-fund-assets-rise-142000945.html>




Um investimento alternativo é um ativo financeiro que não se enquadra em uma das categorias de investimento convencionais (renda fixa ou renda variável). As categorias convencionais incluem ações, títulos e dinheiro. Investimentos alternativos podem incluir capital privado ou capital de risco (private equity, venture capital ou real state), fundos de hedge, futuros administrados, arte, vinhos e antiguidades, commodities e contratos de derivativos. O setor imobiliário também é frequentemente classificado como um investimento alternativo.

Portanto, o private equity ou Fundos de Investimento em Participação (FIP) estão incluídos nessa classificação de “Investimento Alternativo”. Porém, o investimento alternativo abarca mais que private equity. Em geral, os investimentos em private equity costumam ficar em torno de 10% do portfólio total. Mas veja-se alguns exemplos de Fundos de Pensão no Exterior.

Um grande fundo de pensão internacional e que possui bastante contato com o Brasil é o Fundo americano Calpers.

A alocação exclusiva do CalPERS em private equity (Fundos de Participação) está em 9,2% da alocação global do patrimônio (479,8 bilhões de dólares, em 30/set/2021 – ver tabela 2).



No New York City Retirement Systems, fundo de pensão americano de empregados do setor público da Cidade de Nova York, a alocação em private equity fica em aproximadamente 8%, conforme dados de 2021 (ver tabela 3).

No ABP, Fundo de Pensão Holandês, um dos mais importantes do mundo, conforme o relatório anual de 2021, a alocação em private equity está em 7,9% do patrimônio total e os investimentos alternativos estão em 21,2% (incluindo hedge funds, investimentos em infra-estrutura e commodities – ver tabela 4). O que no Brasil seria o segmento de Renda Variável pela atual Resolução do CMN, é aqui classificado como “Equities”, sendo provavelmente ações ou equivalentes, com 30% da alocação total do Fundo ABP. Na renda fixa há certo equilíbrio entre fundos de origem pública e privada.

Esses foram alguns exemplos de fundos de regiões distintas (EUA e Europa) e de participantes de origem no setor público e privado.




2) Alinhamento político

É desejável que um Governo Democrático Popular tenha no planejamento um fio condutor estratégico que oriente os horizontes político, econômico e social. Assim, será possível alinhar os atores internos, tais como ministérios, autarquias, agências reguladoras, bancos públicos, etc, para tentar atingir os melhores resultados na gestão.

No caso específico das EFPC, objeto deste texto, este alinhamento engloba os setores envolvidos na formulação de projetos de Investimentos de Longo Prazo, na previsão de controles, de risco e retorno, e principalmente com os financiamentos necessários para sustentar o desenvolvimento de setor estratégicos para o País. Além disso, o planejamento tem o papel de indicar que os recursos utilizados pelas Entidades fazem parte do patrimônio dos trabalhadores, que serão utilizados no momento da aposentadoria.

Vale registro que as afirmações acima têm respaldo no inciso II do Art. 3º da Lei Complementar 109/2001 – “disciplinar, coordenar e supervisionar as atividades reguladas por esta Lei Complementar, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro”.

Todavia, é preciso evoluir tanto na técnica de análise da estrutura do investimento apresentado, quanto nos aspectos contratuais que sustentam a operação entre os envolvidos no negócio, que possam evitar equívocos do passado. Requer-se, ainda, que os órgãos de fiscalização e controles do Estado estabeleçam mecanismos mitigadores de riscos mais assertivos, para possibilitar que esses investidores estratégicos adotem como parâmetros em suas decisões e atos regulares de gestão, e desta maneira, possam superar os fantasmas das eventuais operações não performadas.



Nesse sentido, traz-se, como exemplo, os investimentos na camada do pré-sal, particularmente na empresa Sete Brasil, por meio do Fundo de Investimento em Participações (FIP Sondas). Por óbvio, não é objeto deste trabalho aprofundar a análise do investimento em questão. Apenas se resgatam elementos para reflexão e sugestão de propostas que possam contribuir com os estudos desses investidores de longo prazo. Para a prospecção de petróleo e gás natural em águas ultraprofundas, a Petrobras optou por criar uma empresa em conjunto com investidores privados, bancos, fundos de pensão e fundos de investimentos nacionais e internacionais, com o objetivo de não absorver sozinha a elevada inversão de recursos (funding) para o projeto. Surgiu daí a Sete Brasil. Essa empresa possuía como sócios a própria Petrobras (aproximadamente 10%) e recursos privados, com os outros 90%. Esse era o funding do capital próprio da companhia. Seguindo a lógica da grande maioria dos investimentos em infraestrutura, o capital dos acionistas é parte relevante para os investimentos necessários da companhia (normalmente de 20 a 30%). A diferença deve ser provida por financiamentos (de 70 a 80% do capital necessário). Neste caso específico, essa alavancagem (capital de terceiros) teve previsão inicial de 80-85% do funding total estimado. As dívidas sêniores seriam ao nível das Sociedades de Propósito Específico (SPE), que inclui sócio-operador privado no FIP, na modalidade project finance e no esquema de financiamento de portfólio. Esses 80-85% teriam origem em financiamentos pelo BNDES, sendo destinados à produção nas SPE (foram criadas 29 SPE, uma para cada sonda a ser construída) e também para aquisição de bens (ex.: Finame), ou ainda de financiamentos de outras fontes, tais como oriundos do Fundo da Marinha Mercante (gestor Caixa) e outros.



Também havia a previsão de emissão de debêntures conversíveis, além é claro de funding de curto prazo com previsão de serem supridos por bancos privados.

Como é de conhecimento público, nas preliminares da Operação Lava-Jato ocorreram declarações de eventuais atos de corrupção na Sete Brasil. Entretanto, o efeito desse episódio foi a suspensão de financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para a empresa Sete Brasil, indispensáveis para que a companhia honrasse seus compromissos de produção das sondas de águas ultraprofundas. Os fundos de pensão (de patrocinadoras públicas e privadas) foram os responsáveis por aproximadamente 40% do capital próprio da Sete Brasil. Os bancos também responderam por uma significativa fatia dos valores investidos. A suspensão dos financiadores (principalmente o BNDES) foi diretamente responsável por transformar em “pó” esses investimentos.


Um investimento estratégico para o país, como que era o da camada de pré-sal, com externalidades positivas sobre as indústrias de petróleo e gás natural, naval e de construção pesada, além da geração e distribuição de riqueza para a população, como o suprimento de fundos públicos para a saúde e educação, foram drasticamente impactados. Em síntese, uma ação do Ministério Público, totalmente alheia aos acordos de financiamento em curso, aliada ao interesse político de desestabilizar o governo da ex-presidenta Dilma Rousseff, resultou em enormes prejuízos às expectativas de retorno dos investimentos realizados pelas EFPC e por vários investidores, inclusive bancos públicos e privados, nessa operação.



Esses enormes prejuízos absorvidos pelos trabalhadores, participantes dos fundos de pensão, talvez pudessem ser equacionados se houvesse uma blindagem institucional e política, em se tratando de investimentos estratégicos. A empresa, nesse caso a Sete Brasil, não poderia ser penalizada por erros privados de seus gestores, com efeitos em cascata sobre largas porções da indústria nacional.

Outro exemplo relevante foi o ocorrido com o investimento na hidrelétrica de Belo Monte, via a SPE Norte Energia. Não se pretende descer a detalhes, mas apenas citar que conflitos entre sócios públicos (principalmente Eletrobras) e privados sobre a responsabilidade de aquisição de energia no mercado livre pela estatal de energia, que implicou na abertura de um processo de arbitragem entre as partes. Esse fato teve como consequência o não financiamento do BNDES de parte dos recursos (2 bilhões de reais, em valores da época), que exigia contrato assinado de venda de energia no mercado livre como “lastro” contraparte de funding. Isso exigiu que os sócios aportassem valores vultosos para honrar compromissos assumidos, consequentemente reduzindo a taxa de retorno do projeto. Adicionalmente, externalidades previstas no Edital de Concessão de Belo Monte (greves, conflitos com indígenas etc) não foram respeitados pela ANEEL, impondo custos adicionais à Norte Energia, que teve que ofertar energia sem dispor, obrigando sua aquisição no mercado spot, comprimindo a rentabilidade do projeto.

Por todo o exposto nos relatos das experiências das EFPC, entende-se que para eventos futuros deve-se assegurar mecanismos que garantam a solidariedade com efetiva dispersão de riscos nesses projetos chaves, com o Estado assumindo sua responsabilidade. Os riscos não podem ficar unicamente para o investidor privado, o que gera aversão a grandes e importantes projetos nacionais em infraestrutura.



Já é comum em nosso sistema que os Conselhos Deliberativos, as áreas de controles, ou mesmo as áreas técnicas envolvidas diretamente aos investimentos das fundações criem restrições que impeçam a Entidade de participar desse tipo de aplicações. Essas opções que poderiam, eventualmente, ser atrativas para as fundações, em uma perspectiva de médio e longo prazos, foram repelidas das carteiras de investimentos das Entidades, mais por prévio temor de punição dos órgãos fiscalizadores do que pela não performance.



3) Gestão de Risco e Governança nas EFPC

Certamente o tratamento dado pelas EFPC nas questões referentes à Gestão de Risco e Governança deve ser objeto de forte priorização.

Nesse particular, devem ser observadas medidas por planos e por EFPC distintas, em função do porte e complexidade da operação. Ou seja, não se pode exigir de uma Entidade pequena o mesmo padrão de análise que se aplica às maiores, ou as do grupo especial. O papel dos órgãos que integram o sistema, tais como o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC) e, principalmente, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), também merece especial atenção por parte do governo. Este novo olhar sobre a governança pública, em especial a estrutura da Superintendência deve se pautar na transparência, na objetividade, nos princípios da boa técnica, bem como nos limites de interesse que o regulador pode eventualmente fiscalizar, delineando que a atividade ali desenvolvida deve ser educativa, orientativa e não-punitivista, persecutória e extorsiva como acontece atualmente. A discricionariedade fomenta distorções e inseguranças jurídicas. Os dirigentes e profissionais do Sistema são tratados hoje como incompetentes ou corruptos em potencial, a partir de uma visão tecnocrata/punitivista que não condiz com esses mais de 40 anos de experiência acumuladas no setor. Passe-se a indicar algumas possíveis linhas de abordagem para o período futuro, segregado por ator.



3.1) Entidades Menores[5]

Como se sabe, essas entidades não possuem estruturas para manter áreas de risco, de compliance, auditorias internas próprias ou robustas, como requer o tipo de atividades desenvolvidas. Muitas vezes essas fundações possuem menos de 10 empregados no total. Assim, faz-se necessário alguma forma de prover esses serviços de forma consistente. Eventualmente, um pool de entidades poderá construir uma estrutura comum de prestação de serviços, que, associado à contratação de empresas especializadas de risco, possa atender as necessidades. Isso poderia ser motivado pelo órgão regulador ou mesmo entidades de classe das EFPC.

3.2) Entidades Maiores

Muitas dessas entidades já contam com estruturas permanentes de gestão de riscos e outras estão em fase de construção. Todavia, falta um parâmetro de melhores práticas que possam orientar o aprimoramento das estruturas existentes. Isso pode ser provido por orientação do órgão de supervisão e também a contratação, sopesando a relação custo-benefícios, conjunta de empresas especializadas em risco, compliance e estruturas organizativas para promover uma melhoria consistente e compartilhar as melhores práticas. Também sugere alguma forma de relacionamento com o sistema financeiro, ou mesmo o Banco Central do Brasil (Bacen), onde existe um amplo conhecimento acumulado nessa matéria, que pode indicar caminhos para uma melhor qualificação técnica. Contudo há que se ter claro as especificidades das EFPC para evitar a simples transposição de modelos de risco das instituições financeiras para os fundos de pensão.

[5] A Resolução CNPC nº 35, de 2019, no inciso III do art. 35, estabelece, como escala de funcionamento, um mínimo de dez mil participantes para viabilizar ou justificar a existência/criação de uma EFPC.



3.3) Órgão regulador

É preciso indicar claramente para os regulados o que é entendido como adequado, segundo o porte e complexidade, na gestão de riscos pelas entidades. A inexistência de parâmetros formais a serem seguidos pelos tomadores de decisão das EFPC pode criar palco para achismos diversos, com consequências danosas com insegurança jurídica para a gestão e operação dos planos de benefícios. Os órgãos controladores não devem deixar margem a entendimentos subjetivos, seja pelos gestores dos planos, seja pela fiscalização, cuja fronteira é difícil discernir.

É importante que dentro de sua alçada cada órgão padronize parâmetros basilares para a tomada de decisão e atos de gestão, tanto no âmbito interno (a EFPC, por meio de normativos) e como externos, por parte do regulador. A indicação de um padrão mínimo a ser seguido pelos agentes do sistema deve ser o princípio básico na regulação das atividades. Com regras claras a serem seguidas, impedindo interpretações subjetivas e pessoais, como ocorre muitas vezes, com diferença entre os escritórios regionais, por parte da fiscalização da Previc.




4) Operação do segmento fechado de previdência complementar

Aqui vamos tratar dos principais agentes que operacionalizam o objeto da relação previdenciária no interesse de participantes e assistidos, quais sejam os órgãos de Estado e as próprias Entidades Fechadas de Previdência Complementar. A proposta é uma avaliação na estrutura de passivos dos planos de benefícios, tendo em vista o viés histórico relacionado à atenção quase exclusiva no ativo (investimentos) das EFPC. São três blocos a serem detalhados: Estrutura de Supervisão e Regulação; Gestão das EFPC; e Fundamentos Técnicos.

4.1) Estrutura de Supervisão e Regulação

O sistema de previdência complementar no Brasil tem apresentado crescimento com novas adesões de participantes e contribuições financeiras somente por imposição da última reforma da previdência social (EC n° 103, de 2019) que obrigou os Entes Federativos (União, Estados, Municípios e o Distrito Federal) que já tinham o RPPS-Regime Próprio de Previdência Social para os servidores públicos civis a criarem o RPC-Regime de Previdência Complementar. Estamos falando de 2.151 RPPS como patrocinadores e com um potencial[6] de mais de 1,2 milhão de novos participantes com arrecadação previdenciária anual de R\$ 13 bilhões.




Essa mesma reforma incluiu a possibilidade das Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), ligadas aos bancos e seguradoras, administrarem planos de benefícios na modalidade de contribuição definida para os servidores públicos desses Entes, ou seja, abriu uma concorrência desigual com as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), sem finalidade lucrativa.

No âmbito das EFPC, apesar da oportunidade de crescimento e da competição, o aparato estatal de supervisão e regulação encontra-se anacrônico e desalinhado dos interesses do setor de previdência complementar.

Na parte regulatória, o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), criado em 2009, e disciplinado pelo Decreto nº 7.123, de 2010, é composto por nove membros, sendo seis estatais e ainda com voto de qualidade, ou seja, os principais atores (participantes e patrocinadores) estão sub-representados, em voz e voto, no colegiado.

Uma proposta mais adequada para aperfeiçoar a governança desse órgão máximo da previdência complementar seria uma representação tripartite com três membros do Estado, três membros dos Patrocinadores/Instituidores e três membros dos Participantes/Assistidos, estabelecendo uma presidência rotativa por essas três representações.

Além disso, nos últimos três anos temos observado uma “fúria” regulatória estatal (já são 23 Resoluções em 40 meses, numa média de uma regulamentação a cada dois meses), por meio de edições de novas Resoluções do CNPC, sob a justificativa de revisão/consolidação de normativos, o que tem trazido mudanças constantes e imputando enorme custo de operação a um segmento que é baseado em contratos de longo prazo.




Do ponto de vista da supervisão, o setor de previdência complementar tem operado com enorme insegurança jurídica em função da atuação recente da PREVIC-Superintendência Nacional de Previdência Complementar, tanto na parte de fiscalização quanto na parte de licenciamento.

Na fiscalização das operações realizadas pelas EFPC temos visto a prevalência por um modelo de supervisão concentrado somente em 17 Entidades, classificadas pela Autarquia como Entidades Sistemáticamente Importantes (ESI), como se as outras 250 EFPC fossem “menos importantes”, em que as equipes de supervisão permanente tem atuado, desde 2017, sem um plano claro de fiscalização, com sombreamento/retrabalho nos pedidos de informações, ausência de reuniões com a direção das Entidades, “empilhamento de dados/informações”, inexistência de relatórios finais de fiscalização para melhoria e ou aperfeiçoamento da gestão, apresentando assim, riscos relevantes nas atividades das EFPC, com desdobramentos futuros incertos dessas fiscalizações, tendo inclusive tal realidade apontada em Acórdãos[7] do TCU.

Um modelo de supervisão baseada em riscos (art. 21 da Instrução nº 13, de 2019) foi desenvolvido no período de 2009 a 2011, em parceria da Previc com o Banco Mundial, mas que parece ter sido descontinuado e ainda não tem sido plenamente praticado pela Autarquia.

[7] Ver itens 114 a 124 do Relatório constante no Acórdão TCU nº 3.087, de 18/11/2020.




O modelo atual tem sido de check-list (até mesmo para os guias de melhores práticas) como na fiscalização tributária. Não há coerências de interpretação dos atos regulares praticados pelos gestores entre as equipes dos cinco escritórios de fiscalização da PREVIC, a fiscalização direta não se relaciona previamente com a área de cadastro, contabilidade e de licenciamento da própria Autarquia, avolumando assim as Solicitações de Informações e Documentos (SID), trazendo enormes incertezas sobre o desfecho desses processos de fiscalizações.

Falou-se recentemente na criação e divulgação de um rating por EFPC, mas também ficou só na promessa pela PREVIC. Ou seja, o setor hoje vê uma supervisão fragmentada nas operações dos planos de benefícios administrados pelas Entidades de Previdência.

O setor anseia por ver também a transparência da Autarquia quanto a seus métodos de trabalho, planos anuais de fiscalização, relatório de atividades, qualificação dos auditores e analistas, orçamento anual, sistemas de TI e outras informações importantes para que a PREVIC possa efetivamente exercer uma liderança fomentadora da previdência complementar no País.

Na parte de licenciamento, temos visto uma atuação errática da PREVIC quanto aos processos de alteração de Estatuto e/ou de Regulamentos, com exigências e formalismos excessivos ou até mesmo com determinações de alterações de outros dispositivos anteriores já aprovados, às vezes fruto de acordos negociais ou judiciais já celebrados entre os participantes e patrocinadores. Não há uma linha de atuação cronológica ou de coerência técnica nesses processos de alteração que respeitem os contratos firmados.




Essa instabilidade no licenciamento prévio tem promovido um aumento da judicialização no setor de fundos de pensão no País. É preciso mudar essa realidade e assegurar uma atuação mais criteriosa e estável da Previc, afinal de contas foi para isso que foi criada, em 2009, a Autarquia especial independente, e é por isso, que as EFPC pagam quadrimestralmente uma taxa de fiscalização (TAFIC, que arrecadou R\$ 77 milhões em 2021).

No âmbito sancionador do setor de previdência complementar, temos a Câmara de Recursos da Previdência Complementar (CRPC), com a maioria de seus 07 membros sendo do Estado, atuando com viés punitivista, em reprodução ao padrão adotado na parte inicial (lavratura do Auto de Infração), na parte intermediária pela PREVIC (julgamento da DN- Decisão de Notificação pela Diretoria Colegiada da Autarquia) e na sentença administrativa final dentro da Câmara de Recursos. Não é aceitável, do ponto de vista do equilíbrio e isenção requerida, que membros da Autarquia (auditores fiscais e procuradores federais) continuem tendo assento na CRPC.


Como 90% dos atuais processos administrativos sancionadores são de operações com investimentos dos planos previdenciários administrados pelas EFPC, os auditores fiscais que inspecionam essas operações têm uma visão somente dos resultados, uma “fiscalização pelo retrovisor” e não pela perspectiva da solvência e do risco, e também deveriam ter (assim, como é exigido dos dirigentes das EFPC, pela Instrução Previc n° 13, de 2019) formação e certificação mínima para exercer tal supervisão.

Outra providência urgente do setor é a reforma do Decreto n° 4.942, de 2003. Hoje o regime sancionador tem sido fonte de enorme insegurança na operação das EFPC.




De lá para cá muita coisa mudou no setor, e nos processos de trabalho, como a fiscalização indireta, emissão de sumulados na Câmara de Recursos, a melhoria na governança das EFPC com o ato regular de gestão, a utilização da tecnologia da informação, a existência do TAC-Termo de Ajuste de Conduta, a necessidade de melhor tipificação das infrações e da dosimetria nas penalizações, a melhor definição da comunicação ao Ministério Público, entre outras medidas necessárias para aperfeiçoamento do processo administrativo sancionador.

A PREVIC, pela liderança e autoridade que poderia exercer, deveria promover e estimular os atos regulares de gestão. Acreditamos que o setor de previdência complementar somente poderá se desenvolver, de forma responsável, sustentável e num ambiente de segurança jurídica, pela assumpção de riscos por parte de seus dirigentes. Atualmente, parte-se de uma perspectiva de desconfiança na administração dos planos previdenciários pelas fundações e para isso vão se acumulando controles ou se elevando “as réguas” de monitoramento. Os gestores das EFPC estão acuados pelo excesso de fiscalização e pela prevalência de órgãos de controle (Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, Auditoria Interna e Externa, área de conformidade, supervisão externa da PREVIC, do TCU e algumas EFPC até mesmo da CGU) e sempre aguardando a “receita de bolo” segura da próxima Resolução ou Instrução Normativa (IN) da Autarquia. É preciso recuperar a credibilidade do setor de previdência complementar na garantia do pagamento futuro dos benefícios aos participantes e assistidos.




Um importante Colegiado criado depois da Lei nº 12.154, de 2009, foi a Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem (CMCA), e que ainda não disse a que veio em termos de atuação na solução dos conflitos envolvendo a governança, operações de investimentos, os atos de gestão e os direitos dos participantes e assistidos, sobretudo pela composição quase que na totalidade formada novamente por membros da própria Autarquia. O setor necessita, portanto, redefinir e elevar o padrão de atuação dessa Câmara de Mediação. Outro ponto de atenção do setor deve ser a melhor definição das competências da Secretaria (ou Sub-Secretaria) de Previdência Complementar do MTP/Ministério do Trabalho e Previdência na formulação da política de previdência complementar. Nunca ficou claro, depois da criação da Autarquia (antes a antiga SPC, até a publicação da Lei nº 12.154, de 2009, assumia esse papel duplo de formulação e de fiscalização). A Secretaria deveria cumprir um papel de defesa estratégica do setor de previdência complementar (atualmente exerce mais o papel de regulador), com atuação mais ativa na pauta legislativa e na inter-relação governamental e com o mercado nas matérias econômicas, financeiras e previdenciárias.



Para completar o quadro de fragilidade que vivencia o setor, temos observado, desde o 2012[8], a invasão de competência do Tribunal de Contas da União (TCU) na esfera das atividades de fiscalização realizadas PREVIC, em evidente superposição, ao desencadear indevidos procedimentos fiscalizatórios sobre a estrutura de governança das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) de patrocinadas por empresas públicas ou de economia mista e por entes públicos, como pode ser observado no recente Acórdão nº 2.600[9], de 2021, violando garantias fundamentais instituídas e asseguradas pelo ordenamento jurídico, estabelecido nos artigos 71 e 202 da Constituição Federal e no artigo 24 da Lei Complementar nº 108, de 2001. A mesma invasão de competência tem acontecido no âmbito dos estados, cujas empresas a eles vinculadas e patrocinadoras de EFPC vêm sendo fiscalizadas também pelos respectivos Tribunais de Contas Estaduais (TCE).

[8] Acórdão TCU nº 3.133, de 2012: “1. Os recursos que integram as contas individuais dos participantes das EFPC, quer oriundos do patrocínio de órgãos públicos ou de entidade de natureza jurídica de direito privado, quer das contribuições individuais dos participantes, enquanto administrados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), são considerados de caráter público. 2. O Tribunal, quando for o caso de sua atuação fiscalizatória de primeira ou segunda ordem, sobretudo nas hipóteses de operações que gerem ou possam gerar prejuízos ao erário, verificará o cumprimento dos dispositivos das Constituição Federal, das Leis Complementares nºs 108/2001 e 109/2001, bem como as regulações expedidas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar, pelo Conselho Monetário Nacional entre outras leis e normas infralegais, mediante a utilização dos procedimentos previstos em sua lei orgânica, em seu regimento interno, em suas resoluções administrativas, instruções e decisões normativas, a exemplo de tomadas de contas especiais, inspeções, auditorias, acompanhamentos, monitoramentos, relatórios de gestão etc. 3. A competência constitucional do TCU para fiscalizar a aplicação de recursos pelas EFPC, direta ou indiretamente, não ilide nem se sobrepõe a outros controles previstos no ordenamento jurídico, como o realizado pelos entes patrocinadores, pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar e por outros órgãos a quem lei ou a Constituição Federar atribui competência.”

[9] Um levantamento de auditoria do TCU que teve por objetivo examinar a estrutura de governança das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), quanto a maturidade de seus controles de integridade e a respectiva capacidade de prevenção contra a “corrupção” (julgamento antecipado do Tribunal). Que já conclui, nos itens 196 a 198, que nas 36 EFPC com patrocínio público federal os programas de integridade têm baixa maturidade, o que num cenário de baixa taxas de juros, obrigou tais entidades a se arriscarem mais, mediante alternativas de investimentos, via FIP por exemplo, mais rentáveis que demandavam maiores riscos, o que abriu espaço para a realização de investimentos duvidosos e controversos, estabelecendo de forma precipitada e não comprovada uma relação de causa e efeito entre a redução na taxa de juros e a ocorrência possíveis irregularidades nas operações de investimentos das Entidades.




Ora, não se pode confundir, como faz intencionalmente o TCU/TCE, recursos de origem pública com recursos públicos. Os aportes de contribuições previdenciárias mensais dos patrocinadores às EFPC não são realizados por dotação orçamentária direta, e sim por convênio de adesão, não sendo incluídos na lei orçamentária anual ou tendo relação direta com as fontes de arrecadação do Estado.

Além disso, o regime de previdência complementar diverge do regime geral de previdência social (ou regime próprio de previdência) por seu caráter facultativo, e por isso o patrocínio não tem natureza tributária ou compulsória, o que reforça seu enquadramento como recursos privados.

Mesmo na hipótese em que uma parcela (contribuição paritária) dos recursos das contas previdenciárias dos participantes tenha sua origem nos cofres de Entes (ou empresas) públicos patrocinadores, é preciso reconhecer que esses valores não permanecem públicos após sua destinação aos planos de benefícios. Eventuais recursos advindos de patrocínio público, no caso, tornam-se privados na medida em que se incorporam à previdência complementar do participante ou assistido.

O TCU, ao autoproclamar-se, pelo Acórdão nº 3.133, de 2012, competente para fiscalizar diretamente as entidades fechadas de previdência complementar patrocinadas por entes estatais, assume função alheia a seu perfil legal, e com isso, interfere no arranjo institucional e na legislação específica do setor de previdência complementar (Lei Complementar nº 109, de 2001, e Lei Ordinária nº 12.154, de 2009).

Desse modo, eventual fiscalização direta do TCU/TCE sobre as EFPC não só desarranja um sistema de controles próprio já colocado, gerando ineficiências e possíveis conflitos, impactando decisões de investimentos e de poupança previdenciária, como também vai de encontro ao que dispõe o enquadramento jurídico. Talvez a competência direta da Corte de Contas seja de 2ª. ordem, incidindo apenas sobre a Previc e sobre o ente (ou empresa) estatal patrocinador.



A Previc assiste a essa intromissão de maneira passiva ou até mesmo concordando, haja vista o Acordo de Cooperação Técnica[10] firmado em 2017 com o TCU, que permitiu a execução de ações conjuntas, de monitoramento e fiscalização, em especial com vistas à prevenção e ao combate a possíveis ilícitos financeiros nas EFPC.


Essa realidade de insegurança[11] precisa mudar e ficar mais clarificada, pois senão os atuais 26 Tribunais de Contas existentes no País poderão continuar com sua ingerência fiscalizatória sobre essas Entidades, haja visto a recente EC n^o 103, de 2019, que obrigou os Entes a criarem o regime de previdência complementar para seus servidores públicos[12], interferindo indevidamente na autonomia das EFPC, inclusive com a possibilidade de lhes direcionar representações[13], determinações, tomada de contas especiais, arresto e bloqueio de bens ou mesmo de aplicar sanções (multas, inidoneidades e inabilitações) aos dirigentes.

4.2) Gestão das EFPC

O exercício das funções de dirigentes e Conselheiros das Entidades Fechadas de Previdência Complementar tem sido desafiador. O progressivo aumento das responsabilidades não é acompanhado da respectiva contrapartida, no âmbito da autoridade. Ao invés de empenhar seus esforços na melhor gestão das Entidades e dos planos de benefícios, os administradores são tomados pela insegurança jurídica e regulatória, impondo a adoção de medidas cautelares e protetivas, em desfavor da eficácia dos resultados.

[10] Ver <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/acesso-a-informacao/convenios/acordo-de-cooperacao-tcu-previc-minuta-de-acordo.pdf/@download/file/Acordo%20de%20Coopera%C3%A7%C3%A3o%20-%20TCU%20PREVIC%20-%20Minuta%20de%20acordo.pdf>

[11] Ver Nota Técnica da Atricon/Associação dos Membros dos Tribunais de Contas do Brasil (<https://atrimon.org.br/wp-content/uploads/2021/10/Nota-tecnica.-ATRICON-01-2021-12.04.21.pdf>) e seus possíveis desdobramentos de interferência no novo RPC/Regime de Previdência Complementar dos servidores públicos administrado pelas EFPC e EAPC.




O recente e não assumido movimento de criminalização dos profissionais envolvidos com a gestão das EFPC tem desestimulado o ingresso e a formação de novos dirigentes e Conselheiros, comprometendo a necessária renovação e a crescente qualificação técnica daqueles agentes.

Um importante mecanismo, capaz de garantir independência e isenção por parte de dirigentes e Conselheiros das EFPC no exercício de suas funções, seria o mandato. No entanto, esse instituto tem sido permanentemente desrespeitado pelos patrocinadores, que substituem aqueles profissionais no âmbito das Entidades, em função das suas vontades e conveniências.

A propósito, a indevida prevalência da vontade do patrocinador nas relações previdenciárias – fato que afronta os princípios da legislação de regência, que busca o equilíbrio entre as partes – se mostra ainda mais evidente no exercício do voto de qualidade, particularmente observado no âmbito das Entidades patrocinadas por instituições vinculadas ao poder público. Assuntos que envolvem questões basilares e fundamentais, de interesse dos participantes e assistidos, são unilateralmente decididos pelo patrocinador, ao valer-se do voto de qualidade por intermédio de seus representantes no Conselho Deliberativo. Nesse caso, os participantes e assistidos – parte mais interessada e única beneficiária do contrato previdenciário – apresentam-se fragilizados e algumas vezes atropelados no âmbito do referido Conselho, pois a paridade observada na composição daquele fórum resta subjugada pelo indiscriminado voto de qualidade.

[12] Ver MS nº 37802 STF, de 2021, e ADPF nº 817 STF, de 2021.


[13] Ver Acórdãos TCU nºs 619/2021-Plenário e 622/2021-Plenário.



Tal desequilíbrio indevido se mostra ainda mais presente no caso das Entidades patrocinadas por empresas privadas. Nesse caso, como a legislação exige a garantia de, no mínimo, 1/3 das vagas para representantes de participantes e assistidos – o que, invariavelmente, se dá pelo referido quantitativo mínimo – nem é necessário o exercício do voto de qualidade, pois a vontade do patrocinador, por intermédio de seus representantes, é absoluta. Caso esse cenário se mantenha, seria adequado que a legislação passasse a ponderar as questões relacionadas à responsabilidade – inclusive de natureza financeira – uma vez que a parte prevalente nas decisões, hoje, pode compartilhar o ônus financeiro de seus interesses com a parte minoritária, o que resulta, no mais das vezes, em judicialização. Nesse caso, se a autoridade pelas decisões é absoluta, a responsabilidade também deveria ser.

Esse cenário induz à adoção de postura conservadora e reativa por parte dos administradores das EFPC, que precisam se proteger do subjetivismo e do espírito persecutório adotado pelo Estado, que privilegia o rigor do processo sancionador, ao invés das medidas de fortalecimento e de fomento do sistema.


A ausência de uma política de Estado que oriente as tendências do setor, resulta em dispersão de esforços dos agentes envolvidos nas relações previdenciárias, tornando vulnerável a condição do gestor das EFPC, que se sentem, permanentemente, ameaçados. Embora paradoxal, esse ambiente oportuniza a manifestação de comportamentos desviantes, por vezes, involuntários, e que deveriam ser evitados por meio do efetivo respeito aos atos regulares de gestão, instituto fundamental para a administração das EFPC, mas, carente de regulamentação.



Conceitualmente, o ato regular de gestão é aquele de natureza formal, técnica, legal, que observa as disposições normativas e regulamentares, e que respeita os princípios morais e comportamentais inerentes ao homem probo. Atos administrativos com tais características não devem ser punidos, independentemente dos resultados das operações. Ocorre que os gestores das EFPC, ainda que se atenham aos atos regulares de gestão, são avaliados e fiscalizados com base nos resultados das operações e não pelo seu comportamento, o que inverte a lógica de que os fins não justificam os meios.

Essa inversão de perspectiva tem levado dirigentes e Conselheiros a se preocuparem, quase exclusivamente, com os resultados dos planos e das Entidades, promovendo indevido distanciamento da higidez dos processos decisórios. Nesse sentido, muitos se valem do disposto no §2º do Art. 22 do Decreto nº 4.942/2003, e optam por adotar medidas menos ortodoxas ou mais flexíveis, sabendo que, caso percebido pela fiscalização, podem corrigir o ato, sem que haja a lavratura do auto de infração – atendidos os requisitos do citado dispositivo do Decreto nº 4.942/2003, o que desencoraja o gestor da Entidade. Por outro lado, caso não seja identificado, tal comportamento desviante poderá se consolidar, como se fosse razoável admitir qualquer tipo de operação, desde que se alcance determinado resultado.


O “remédio” para esses dois extremos – de um lado, um comportamento excessivamente comedido da gestão das EFPC, em face dos riscos administrativos aos quais está exposta; e de outro, uma inobservância dos parâmetros que caracterizam o ato regular de gestão nos processos decisórios – seria a governança, como expresso na Resolução CGPC nº 13/2004. Assim, caberia à administração das EFPC, adotar “princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas (Entidades) operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos”.



No entanto, o que se observa é a implementação de um excesso de controles, por vezes orientado e exigido pelo próprio Estado. Ignorando os princípios do porte e complexidade da citada Resolução CGPC nº 13/2004 e longe de se mostrar eficaz – se não, o mencionado quadro de polaridade comportamental inexistiria – esse fato torna mais árdua a tarefa de administrar uma EFPC, além de onerar a Entidade indevida e desnecessariamente.


Na busca por superar essa ineficiência administrativa e que impacta o orçamento das Entidades, surgem referências equivocadas, que impõem ainda mais custos e destruição de valor para as Entidades e para os planos de benefícios que administram. Um exemplo é tecnologia, cuja supervalorização, enquanto atributo de gestão, levou várias Entidades a direcionarem todos os seus esforços e gastos em processos de absoluta automação e parametrização de processos e sistemas, o que é incompatível com a própria natureza customizada do segmento fechado de previdência complementar – Entidades e planos de benefícios estruturados de acordo com as necessidades de seus participantes, patrocinadores e instituidores, e não de forma padronizada.

Outro equívoco diz respeito aos investimentos. Muitas Entidades buscaram se tornar verdadeiras asset managements, ignorando a existência de megaestruturas consolidadas no mercado financeiro, economicamente mais competitivas e com maior expertise. Ou seja, ao invés de implementarem adequados mecanismos de controle, permitindo que especialistas de mercado realizem o trabalho de gestão financeira, optaram por concorrer com aquelas instituições, por meio da estruturação de áreas próprias de investimentos – o que implica gastos com sistemas e qualificação técnica de colaboradores – distanciando-se do principal propósito que justifica a existência de uma EFPC, qual seja o seu passivo, representado pelo encargo contratado pelos patrocinadores, instituidores, participantes e assistidos.



Uma última referência acerca de vieses administrativos no âmbito das EFPC, diz respeito à pretensa concorrência. Os fatos anteriormente narrados resultam em pressão orçamentária e uma das principais medidas instadas pelas Entidades tem sido implementar uma “visão de mercado”, submetendo-se a um processo de concorrência junto a instituições financeiras e seguradoras, ao mesmo tempo em que se distancia do círculo de relacionamento que justifica a sua própria existência. Além das despesas inerentes à estruturação de áreas comerciais próprias ou contratação de terceiros, os resultados são pífios porquanto a concorrência é extremamente desigual. Além disso, tal postura afronta a vocação da Entidade, que objetiva atender a determinado grupo – ainda que haja a sua expansão, por justificáveis e potenciais laços de relacionamento e de parentesco – e não a qualquer cidadão, de forma indiscriminada. Esse é um papel legalmente previsto para ser exercido pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC).

Ainda sobre o viés comercial, destaca-se a iniciativa de várias Entidades, a ingressarem no segmento de previdência complementar para servidores públicos. Apesar da viabilidade e da efetiva utilidade desse segmento – visto que a obrigatoriedade de sua implementação decorre de comando constitucional – trata-se de nicho que possui necessidades de controles específicos, além de se submeter a certames licitatórios (a contratação da gestão dos planos de benefícios por parte dos entes públicos). Portanto, sob o aspecto econômico-financeiro, essa demanda deveria ser atendida, em princípio, apenas por parte das Entidades que já foram criadas para esse segmento (aquelas então denominadas pela EC nº 41, de 2003, como sendo de natureza pública), tendo em vista que as citadas necessidades já existem e, portanto, a administração de novos planos não representará custos marginais expressivos.



O principal resultado de todos esses desvios de objetivo é a ineficiência, tendo em vista os elevados gastos e resultados mínimos para as EFPC, em contrapartida aos expressivos ganhos auferidos pelas empresas que vendem essas “soluções” para as Entidades. Não que os assuntos “tecnologia, investimentos e aumento do número de participantes” sejam desimportantes, mas não podem se confundir com a finalidade das Entidades, posto que são atividades-meio.

Esse conjunto de fatores dificulta a viabilidade econômica das Entidades, que vêm sofrendo progressivo processo de consolidação. Segundo consta do Relatório Gerencial de Previdência Complementar – 5º bimestre/2021, publicado pela Secretaria Especial de Previdência e Trabalho, o número de EFPC reduziu 18,40% na última década, passando de 337 para 275.

Tamanha conturbação, por vezes, resulta em situações administrativas controversas e passíveis de arguição por parte da fiscalização. Nesse caso, uma alternativa a se considerar seria a utilização da Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem da PREVIC (CMCA), para resolução das questões em âmbito extrajudicial. No entanto, por se tratar de instância vinculada ao órgão de fiscalização, cujo conceito, confiança e credibilidade junto às EFPC apresentam-se abalados, é mínima a disposição das Entidades em buscar aquele fórum de diálogo e resolução de conflitos, o que faz realçar a insegurança jurídica sentida por dirigentes, Conselheiros e corpo técnico-gerencial das EFPC.

De todo esse cenário, resta como questão central, a capacidade e as condições outorgadas aos dirigentes e Conselheiros das EFPC para o efetivo exercício do seu dever fiduciário. Encargo de tamanha relevância mereceria a superação dos presentes óbices, sob pena de desestimular os melhores esforços, em desfavor, sempre, do interesse dos participantes e assistidos.


4.3) Fundamentos Técnicos da Previdência Complementar Fechada

Qualquer sistema de previdência deve estar baseado nos princípios de proteção social de forma a assegurar padrão de vida adequado àqueles que, por motivo de invalidez, velhice ou morte, já não possam por si próprios manterem seu sustento ou o de seus dependentes.

A aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios é somente o meio para que o objetivo primeiro, de garantir proteção e segurança aos participantes, possa ser alcançado. Entretanto, parece óbvio, que nos últimos anos houve uma inversão desta lógica fundamental. Os planos de benefícios estão sendo modelados com a visão de que o processo de aplicação dos recursos advindos das contribuições, por si só, teria o condão de substituir o conceito previdenciário.


Ademais, têm sido implantados, no âmbito da previdência complementar fechada, planos com contribuições irrisórias[14] que não vão gerar renda futura, bem como não oferecem nenhuma cobertura de risco. O mesmo se verifica no sistema complementar aberto, onde produtos financeiros são oferecidos a título de planos de previdência, também com benefícios programados futuros irrisórios, sem cobertura de risco e com taxas de administração elevadas e ocultas (nos prêmios de seguros ou nas taxas dos gestores de investimentos).

Chegamos a esse ponto a partir da demonização dos planos de Benefício Definido (BD), taxados como geradores de déficits e de custos crescentes. Evidente que tais planos exigem maior atenção por parte dos gestores, principalmente em relação ao passivo que representa o conjunto de benefícios a serem garantidos aos participantes. Desconstruir planos que tenham nos benefícios sua maior fonte de atenção foi a forma encontrada de erradicar o conceito de previdência do sistema fechado de previdência complementar.



As modelagens de planos de benefícios devem estar subordinadas aos princípios previdenciários, devendo estabelecer o nível desejado de reposição do benefício em relação aos salários, com vista a manter o padrão de vida das pessoas e suas famílias. É a partir do objetivo de cobertura que se deve estabelecer a taxa de contribuição, sendo necessário que essa taxa de reposição esteja explicitada no regulamento do plano. Também deverá ser exigido, no mínimo, a cobertura de eventos de invalidez e morte. A “reabilitação” dos Planos de Benefícios que ofereçam renda vitalícia é necessária para a retomada do conceito previdenciário devendo ser permitido, inclusive, a opção de migração de Planos CD/Contribuição Definida para Planos que ofereçam renda vitalícia. Os planos de BD/Benefício Definido podem ser bastante adequados para Entidades com número e escala de participantes como, por exemplo, planos de entes públicos. Como forma de proteger os participantes e garantir os planos realmente de caráter previdenciário é imprescindível retirar do texto constitucional a possibilidade de que a gestão de planos de entes públicos seja realizada por entidades abertas de previdência complementar. Caso não seja possível, deve ser obrigatório para aqueles que desejam operar estes planos, oferecer cobertura de invalidez/morte e renda programada com percentual de reposição, de no mínimo, 80% em relação ao último salário, nos mesmos moldes da previdência complementar fechada, de forma a diferenciar produtos meramente financeiros de planos de previdência.

[14] Os processos seletivos dos entes federativos para escolha da EFPC que irão administrar os planos previdenciários para os novos servidores públicos tem apresentado percentual de contribuição muito baixos, como no caso da prefeitura de Salvador (ver plano CapitalPrev no link http://previdencia.salvador.ba.gov.br/images/RPC/Relatrio_Final_Comisso_Seleo_1.pdf) com taxa de contribuição de até 0,50% do salário de participação.




O conceito de direito adquirido e acumulado está contido no artigo 17 da Lei Complementar nº 109, de 2001. O texto estabelece que todas as alterações nos planos de benefícios valem, a partir de sua aprovação, para todos os participantes ativos, respeitado o direito acumulado e o direito adquirido. No parágrafo 1º do mesmo artigo está definido que tais alterações não podem alcançar os participantes já elegíveis e os assistidos.

O artigo 17 e seus parágrafos traz para o âmbito da previdência complementar fechada a compreensão de que o direito adquirido às normas vigentes no contrato previdenciário será apenas, e tão somente, para os elegíveis e já assistidos, considerando que o regulamento do plano gera apenas expectativa de direito para os demais. Tal conceito foi amplamente defendido e aceito em relação à previdência pública e não deveria ter sido aplicado ao sistema fechado, que é de natureza privada, gerando uma disfunção talvez única no país onde um contrato privado pode ser unilateralmente alterado.

Neste momento em que a financeirização dos planos de benefícios substituiu o conceito de previdência, o termo direito acumulado foi substituído por “dinheiro acumulado”, que apresenta uma impropriedade técnica em se tratando de planos com estrutura mutualista. Nesta modalidade de plano, não existe dinheiro acumulado e foi necessário um verdadeiro malabarismo conceitual para que o direito acumulado nestes planos fosse transformado em “reservas” de migração ou de retirada, sujeitas a profundas alterações a partir de escolha de premissas atuariais mais ou menos convenientes.

Os regulamentos dos planos representam um contrato extremamente extenso e complexo que pode e deve ser ajustado ao longo do tempo no sentido de preservar seu objetivo primeiro e sua higidez. Em respeito ao contrato previdenciário privado, as eventuais alterações dos planos deveriam valer somente para os novos entrantes e, em casos excepcionalíssimos, poderiam atingir a todos, desde que precedidas de negociação e acordo com o conjunto dos participantes ativos e assistidos.




É inaceitável que alterações de regulamentos de planos e estatutos sejam impostas por voto de qualidade como acontece hoje, até porque os participantes e assistidos também efetuam contribuições mensais e regulares.

Cuidado adicional deve ser tomado quando se trata de alterações de planos com benefícios vitalícios, onde eventuais alterações, que permitem ruptura do pacto solidário entre participantes, por meio de decisão individual, podem impor perdas irreparáveis para a estrutura vitalícia do plano. Ao oferecer a opção para uma eventual migração individual de plano é importante garantir a solvência e higidez dos planos com renda vitalícia, preservando o direito dos participantes que optarem pelo contrato original.

O arcabouço normativo que veio se desenvolvendo a partir de 2015 para definir os procedimentos e parâmetros técnicos para equacionamento de déficits e distribuição de superávit apresentou um avanço em relação ao que até então vinha sendo desenvolvido. Entretanto alguns aperfeiçoamentos devem ser introduzidos, principalmente em relação aos seguintes pontos:

a) A relação contributiva a ser utilizada para efeito de apurar responsabilidade em relação ao déficit deve ser aquela verificada no período de capitalização do plano. Tal relação contributiva deve ser obrigatoriamente definida no regulamento do plano, ficando para o plano de custeio definir os valores das contribuições de participantes e patrocinadores. Pelas normas vigentes, a relação contributiva a ser utilizada é a verificada no momento de formação do déficit levando com que os participantes assistidos assumam quase que totalmente o pagamento deste déficit, principalmente nos planos onde não há contribuição patronal para esse segmento;




b) Os mecanismos utilizados para definir a taxa parâmetro leva em consideração o valor médio dos últimos 5 anos das NTN-B[15], ou seja, faz a definição dos limites máximos e mínimos serem observados pelas entidades fechadas olhando o passado[16], o que pode gerar imposição de pagamentos de déficits de forma desnecessária. A revisão deste critério é primordial;

c) O sistema não tem a flexibilidade necessária para adotar medidas protetivas aos planos em momentos de profunda instabilidade conjuntural. Os planos de previdência vêm registrando déficits sucessivos em decorrência da instabilidade econômica causada pela pandemia. Trata-se de conjuntura excepcional, cujo enfrentamento deveria ter sido proativo e tolerante, o que não ocorreu. A crise afetou a rentabilidade dos planos de benefícios, mas as regras vigentes também impuseram a adoção de premissas para marcação do passivo que fizeram aumentar o compromisso e volatilidade (desnecessária em planos CD com turnover baixos, como os de servidores públicos) dos planos de benefícios, numa conjuntura em que não foi possível buscar na rentabilização dos recursos garantidores a compensações necessárias. Ficou claramente demonstrado que nossos órgãos de regulação e fiscalização não tem a agilidade, flexibilidade e visão de futuro requerida e necessária para atuar em momentos de crise;

[15] Aqui talvez também tenhamos um viés regulatório com o enforcement pela aquisição de títulos públicos federais dentro do portfólio dos planos previdenciários administrados pelas EFPC.

[16] Atualmente, numa visão prospectiva de taxa de juros, a NTN-B mais longa com vencimento em 2060 oferece taxa próximo de IPCA + 6,0%.



d)A Resolução que trata da distribuição de superávit contraria a Lei 109/2001, onde não está prevista a devolução de recursos para as patrocinadoras, que somente teriam direito a tais recursos para o abatimento de contribuições. Além disto, se tornou prática corrente a distribuição de superávits para patrocinadores e participantes, que também se abstiveram de questionar tal situação. Como consequência desta visão financeira e imediatista, temos planos que geram superávits constantes e consistentes, mas que geram benefícios bem menores do que poderiam oferecer. Superávits de planos deveriam ser utilizados de forma preferencial para a melhoria da cobertura previdenciária e não para repassar recursos provisórios a participantes e patrocinadores.

e)Deve ser reforçado a atenção dos órgãos reguladores e supervisores a figura do Instituidor, seja pela EFPC ou pelo plano de benefícios, como um segmento importante de desenvolvimento da previdência complementar. Desde que foi criado pela LC n° 109, de 2001, esse segmento se desenvolveu e cresceu, e hoje já é uma realidade de poupança previdenciária e de proteção social, tendo atualmente 21 EFPC constituídas por 392 Instituidores



5) Investimentos no setor produtivo

Além de proverem renda para seus assistidos – principal objetivo dos fundos de pensão, com a consequente desoneração futura do Estado – o direcionamento dos recursos financeiros acumulados para investimentos no setor produtivo, assim compreendido o segmento que envolve atividades relacionadas à economia real, consolida a relevância estratégica dos fundos de pensão no financiamento do crescimento econômico do País, como se pode observar junto às principais nações desenvolvidas no mundo.

Cabe destacar que nenhum outro agente integrante do Sistema Financeiro Nacional – bancos, seguradoras, entidades abertas de previdência complementar, cooperativas, empresas de capitalização ou vinculadas ao mercado de capitais, dentre outras – possui disponibilidade financeira equivalente aos fundos de pensão, em prazos compatíveis com os investimentos de longo prazo inerentes às necessidades do setor produtivo, que podem ultrapassar a 5, 10 ou mais anos.

Ocorre que, principalmente na última década, situações pontuais relacionadas a desvios comportamentais de alguns gestores de fundos de pensão – particularmente envolvendo investimentos em infraestrutura no setor produtivo – resultaram em processo de criminalização indiscriminada de administradores e Conselheiros de EFPC, resultando na discriminação dos principais ativos financeiros vinculados aos investimentos estruturados, principalmente os Fundos de Investimento em Participações – FIP.




5) Investimentos no setor produtivo

Nesse sentido, para se ter uma noção de quais classes de ativos podem suportar investimentos de longo prazo, realizados pelas EFPC, faz-se o uso do critério de classes de ativos financeiros (segmentos de aplicação) que o Conselho Monetário Nacional (CMN) atualizou em 2022 (Resolução CMN nº 4.994), a saber:

- Renda Fixa**
- Renda Variável**
- Investimentos Estruturados**
- Imobiliário**
- Investimentos no Exterior**
- Operação com participantes (consignado e financiamento imobiliário)**

Quais foram as classes de ativos financeiros que mais foram investidos e quais óbices atuais para que as EFPC possam direcionar seus investimentos tendo por parâmetro base o atendimento de seu dever fiduciário de atingir ou superar as metas atuariais?



5.1) Renda Fixa. Nessa classe não foram utilizados com grande alcance aplicações que suportassem investimentos em infraestrutura ou de longo prazo. Todavia, alguns são bastante promissores, se adequadamente estruturados, conforme descrito no Anexo I.

5.2) Renda Variável. Nessa classe de ativos, os fundos de pensão realizaram investimentos em participações diretas em empresas; sociedades de propósito específico (SPE); e debêntures conversíveis, conforme descrito no Anexo I.

5.3) Investimentos Estruturados. Os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) foram os instrumentos financeiros selecionados outrora pelos fundos de pensão nos governos democrático-populares.

Nessa classe de ativos foram investidos em Fundos com Ativos únicos (chamado de FIP Proprietário) ou na contratação de um Gestor de private equity via FIP Tradicional (com tese de investimento para o fundo em Infraestrutura).

Ressalta-se que é justamente essa classe de ativos em que se concentrou a Operação “Greenfield”, que foi largamente “criminalizada” pela grande imprensa e pela política partidária. Portanto, trata-se de uma classe em que os gestores das EFPC fogem “como o Diabo da Cruz”. Um maior detalhamento das possibilidades envolvendo essa classe de ativos encontra-se no Anexo I.

5.4) Imóveis e 5.5) Investimentos no exterior. Esses segmentos não são os mais adequados para as classes de ativos financeiros de investimentos em infraestrutura (exceto galpões industriais, lajes corporativas, etc).




6) Rearranjos normativos, institucionais, organizacionais

Aqui tratamos dos rearranjos normativos e institucionais, organizacionais para a melhor governança e gestão dos investimentos (ativos) e pagamento de benefícios (passivos) por parte das EFPC, vis-à-vis aos Planos de Benefícios que administram, tendo em vista a garantia de proteção dos interessados diretos (participantes e assistidos), e indiretos (patrocinadores e/ou instituidores e o Estado brasileiro) na segurança e desenvolvimento do regime da Previdência Complementar.

Essas questões abarcam tanto aquelas relacionadas à estrutura de governança e gestão das EFPC, conforme seu tamanho e patrimônio (ativo e passivo), como as referentes à estrutura normativa do Sistema Fechado (EFPC) e do Sistema Aberto (EAPC e Seguradoras) de Previdência Complementar, vis-à-vis a legislação e normas de regência do Sistema Financeiro Nacional – SFN; e bem assim, aquelas pertinentes às relações entre os órgãos de regulação, normatização e fiscalização das Entidades e agentes que operam os respectivos mercados de Mercado de Capitais, Seguros e Previdência Complementar Privada, inclusive das relações com os órgãos de controle externo do Estado (v.g. TCU/TCE e MPF/MPE).


Nesse sentido, faz-se necessário promover:



I - Harmonização da legislação aplicável aos investimentos dos recursos, fundos e reservas das EFPC e das EAPC nos mercados financeiros e de capitais operados pelos Bancos, Seguradoras e demais agentes de mercado (incluindo dirigentes e funcionários da EFPC, respeitadas as particularidades e necessidades específicas de cada um dos segmentos), com vistas à determinação de competências e regulação das relações funcionais dos respectivos órgãos de normatização e supervisão e fiscalização (v.g. BACEN, CVM, SUSEP e PREVIC), evitando a descoordenação regulatória e sancionadora.

Tem-se visto que há conflitos normativos que causam insegurança jurídica aos agentes de mercado, os quais devem ser superados com revisão e atualização das normas legais e infralegais, além de maior interação entre os órgãos de supervisão para remover sobreamentos e interpretações dúbias (como por exemplo nos investimentos realizados pelas EFPC em fundos de investimento regulados e fiscalizados pela CVM, em que os dirigentes dos fundos de pensão como cotistas são autuados injustificadamente pela PREVIC e os gestores/administradores não sofrem qualquer sanção pela CVM) e com a finalidade de tornar eficazes os processos de análise de investimentos e avaliação de riscos na aplicação de recursos, fundos e reservas dos Planos de Benefícios operados pelos Fundos de Pensão.


Portanto, essa harmonização da legislação deveria ser acompanhado da restrita observância ao contido no art. 64 da LC 109/2001, de forma que os agentes terceirizados que prestam serviços financeiros, de auditorias, agências de rating e de consultorias para os fundos de pensão, estejam efetivamente sujeitos à responsabilização por falhas nos serviços prestados, de modo que a responsabilidade pelos eventuais prejuízos por eles causados não seja atribuída unicamente aos dirigentes, Conselheiros e funcionários das EFPC.



II - Harmonização da legislação aplicável ao Processo Administrativo Sancionador, no âmbito da Previdência Complementar e dos órgãos integrantes do Sistema Financeiro Nacional e dos órgãos de controle da Administração Federal.

No que tange ao Processo Administrativo Sancionador decorrente da aplicação e interpretação das normas referentes ao regime disciplinar a que estão submetidos os dirigentes e funcionários da EFPC, bem como os agentes de mercado financeiro e de capitais, tem prevalecido a função punitiva e fiscal sobre a função supervisora educativa e preventiva, o que se tornou fonte de insegurança jurídica e criminalização dos dirigentes e funcionários dos Fundos de Pensão, notadamente das atividades relativas aos processos de decisão de investimentos, aí incluídas as análises financeiras e de riscos, bem como o monitoramento dos investimentos das EFPC com base nas políticas de investimentos aprovadas pelos seus órgãos estatutários.

Nesse ponto, como já mencionado, uma maior coordenação regulatória, fiscalizatória e sancionadora é requerida entre os órgãos de fiscalização dos diversos mercados que interagem entre si, a exemplo do Decreto nº 5.685, de 2006, que criou o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), com a finalidade de promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam as atividades relacionadas à captação pública da poupança popular.




III – Fortalecimento com a competência para exercer a fiscalização estatal destinada a reger as atividades pertinentes à Previdência Complementar Fechada, com a consequente alteração nas competências e composição do CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar e da CRPC – Câmara de Recursos da Previdência Complementar.

Tal como as Leis Complementares n^os 108 e 109, ambas de 29 de maio de 2001, a Lei n^o 12.154, de 23 de dezembro de 2009, também deverá sofrer revisão, notadamente quanto à composição e designação dos dirigentes da PREVIC.

Nesse contexto, a PREVIC manteria sua atual condição de entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério do Trabalho e Previdência Social, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, com estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira e orçamentária. Nesse particular o uso de auditores da receita federal tem se mostrado inócuo. Além de não possuírem a competência técnica não possuem o conhecimento de mercado. Com efeito, faz-se necessária a mudança para um viés pró mercado e não punitivista. Talvez, com a criação de cargos analistas previdenciários próprios, se possível.

Ademais, a situação atual do regime da Previdência Complementar Fechado, operado pelas EFPC necessita da fiscalização estatal, a fim de garantir e disciplinar a atividade previdenciária dos Fundos de Pensão, fomentando o seu desenvolvimento com equilíbrio e proteção nas relações com o mercado financeiro e de capitais, fortalecendo a PREVIC em sua função de supervisão e controle.



Vale dizer que, assim dotada, a PREVIC estaria aparelhada com os poderes-deveres, com o objetivo de exercer a supervisão e fiscalização tanto dos dirigentes, Conselheiros e funcionários das EFPC, mantendo sua autonomia e independência, e em consonância e cooperação com os demais órgãos de supervisão e controle integrantes da Administração Pública.

Mais uma questão há de ser superada: o poder disciplinar e regulamentador conferido à PREVIC. A autarquia não poderá invadir a competência legislativa regulamentar da Administração Direta, que compete ao CNPC, devendo, assim, ater-se a aspectos técnicos e operacionais, portanto, subalterna às leis de regência do regime da Previdência Complementar, não podendo contrariar ou distorcer a disposição legal, sobretudo para dar segurança jurídica nas relações entre os participantes e assistidos com as EFPC e destas com os agentes do mercado, como acima ressaltado.

É essencial que, no âmbito de seu poder disciplinar e regulamentar, a PREVIC e a CVM possam dar materialidade ao que dispõe o artigo 28 da Lei nº 6.385, de 07/12/1976.



ANEXO




PROPOSIÇÕES RELATIVAS ÀS CLASSES DE ATIVOS, COM VISTAS AO FOMENTO DE INVESTIMENTOS NO SETOR PRODUTIVO

1. Renda fixa

Debêntures Simples. Esses ativos podem ser emitidos por empresas privadas, bancos públicos ou mesmo Sociedades de Propósito Específicos (SPE), desde que tenham registro público. São títulos que prometem um retorno sob algumas condições de prazo e critérios de remuneração, sopesados pelo risco de crédito.

O BNDES estudou a criação de um Fundo de Debêntures em que o próprio banco seria o emissor e o objetivo seria investimentos em infraestrutura. Poderia se pensar em algum hedge (ou fundo garantidor) para dar conforto às EFPC? Não será uma solução fácil, afinal caso tenha um hedge haverá um custo, que na prática corresponde a uma taxa de desconto para o título proposto. Na prática é a contratação de um derivativo. Um redutor, portanto. Seria atrativo à EFPC nesses patamares?

Outra ideia seria a criação de dois fundos, sendo o segundo fundo espelho, em valor da cota na data de origem. O primeiro seria a constituição de um fundo de debêntures de longo prazo para infraestrutura, no qual o investimento seria realizado: os investidores adquiririam cotas sênior deste Fundo 1. O emissor do Fundo teria cotas não sênior, que seria o próprio BNDES. O outro fundo (espelho) seria um fundo de ações, que teria o mesmo valor que o fundo original à época da sua constituição. Na data de resgate do Fundo 1 o cotista sênior teria a **OPÇÃO** de resgate nos critérios do Fundo 1 de 100% até x%. As cotas restantes poderiam ser resgatadas como opção no Fundo 2 (por meio de cotas, não necessariamente liquidez).



Não é fácil essa estruturação, sobretudo porque aumenta o risco para o BNDES e não isenta de risco os investidores do Fundo 1, afinal ambos os fundos teriam risco. Esse critério na prática é um contrato de opção.

2. Renda variável

Participação Direta em empresas (ex.: Invepar) ou via SPE – Sociedade de Propósito Especifico (Ex.: Norte Energia).

Não se conhece forma de mitigação de riscos nessa classe de investimento, exceto pela mitigação de riscos via diluição em vários ativos financeiros (diversificação). Contudo, dada a natureza dos investimentos de longo prazo e sua enorme dimensão, essa participação pode não ser factível, pois haveria de se ter uma carteira de ativos/empresas/SPE. Porém, seria mais adequado estruturar tal proposta via um fundo de investimento, o que mudaria a classe de ativos, como se vê adiante.

Ademais, mitigam-se também os riscos trabalhistas e judiciais por ser uma SPE, não atingindo, por teoria, o investidor, tal qual como ocorreria em um fundo. Diz-se por teoria porque os encargos trabalhistas e tributários classificam-se como créditos privilegiados e, por essa natureza, comportam riscos que exorbitam os padrões de riscos e responsabilidades comuns do direito obrigacional.

Debêntures Conversíveis. Este é outro ativo que seria atrativo às EFPC, potencializando a carteira de investimentos em infraestrutura. Ao contrário da debênture simples, elas teriam a opção de conversão dessa "dívida" para o equity. Isso pode possibilitar uma redução de risco nesta classe, porque se pode converter total ou parcialmente conforme o desenvolvimento dos negócios. Também eventualmente pode facilitar a liquidez para esses papéis, os quais também poderiam ser ofertados por bancos comerciais, de investimento ou de desenvolvimento, empresas etc.


3. Investimentos estruturados

Fundo de Fundos

Um gestor responsável dificilmente faria investimentos nessa modalidade. Mas, se o fizesse seria por meio do chamado “Fundo de fundos”. O que seria isso? A simples contratação de um gestor que teria uma tese de investimento - base de investir em infraestrutura -, e selecionaria, segundo critérios próprios e sem nenhuma participação das EFPC, os FIP aos quais ele investiria o patrimônio do “Fundo de fundos”.


Qual seriam as vantagens e desvantagens dessa modalidade?

- **Vantagens:** (1) Um ponto essencial é a limitação da responsabilidade dos dirigentes, Conselheiros, Gerentes e profissionais técnicos das EFPC (fiscalizados pela PREVIC) pelo exercício das funções fiduciárias e execução das atribuições estatutárias e regimentais nas EFPC, relativamente à seleção de gestores terceirizados (incluindo avaliação da segregação de funções e de potenciais conflitos de interesses), ao processo decisório de investimentos suprido por análises financeiras e de avaliação de riscos (entrada no Fundo de fundos), bem assim ao monitoramento dos investimentos (durante a gestão terceirizada), segundo a matriz de riscos, os indicadores de ALM ou técnicas semelhantes indicadas nas políticas de investimentos vis-à-vis ao resultados da gestão contratada e o desenvolvimento dos negócios na economia do País;



(2) Não menos importante, é a fiscalização dos agentes de mercado, notadamente as pessoas-chaves e membros dos comitês de investimentos dos Fundos das gestoras terceirizadas (fiscalizados pela CVM), o que permitirá à EFPC exercerem o seu dever de ação por violação das normas legais e infralegais e/ou por danos ou prejuízos decorrentes da violação do contrato de prestação de serviços ou do Regulamento do ativo sob gestão. Portanto, recebido o mandato da EFPC em decorrência do processo de seleção, o gestor terceirizado, como mandatário, assume a responsabilidade pelos critérios próprios de seleção dos ativos ou dos FIP aos quais ele investiria os recursos aportados pelos investidores ao Fundo de fundos registrado na CVM.

- **Desvantagens:** as EFPC pagariam taxa de administração e/ou de performance a um intermediário para seleção de FIP, o que, na prática, implicaria pagar o gestor do “Fundo de Fundos” e também o gestor do FIP, que realizaria o investimento final.



FIP diretamente como cotista. Apesar da aversão que os gestores do sistema de previdência complementar assumiram diante da situação de criminalização dos dirigentes que realizaram investimentos nessa classe de ativos, dada sua importância para a geração de retornos mais elevados, possibilitando o atingimento das metas atuariais, eventualmente pode ser imperativo o investimento nos FIP diretamente.

Quais seriam, então, os fatores que ensejam os gestores de fundos de previdência complementar não optarem pela alternativa de utilização de aquisição de cotas de “Fundos de fundos de Participação”? Dois são os fundamentais. O primeiro é o fato de que os resultados seriam excessivamente depreciados por pagar “por dois gestores”, tanto na taxa de administração quanto na performance. O segundo fator é justamente que esse mercado é restrito, com poucos players. Necessariamente os gestores de “Fundos de fundos” poderiam ter uma concentração nos em mesmos ativos, não justificando a utilização de um terceiro para a aquisição de cotas desses mesmos fundos.

Portanto, encarando a necessidade de os Fundos de Pensão voltarem a alocar recursos nesses ativos (FIP), sugerimos alguns critérios adicionais para mitigação de riscos diversos. Seguem algumas recomendações:



Governança:


1. Não participação nos comitês de investimentos dos FIP.

Nesse item cabem alguns esclarecimentos, dado o desconhecimento do tema por de quem não é da indústria sobre o tema (isso inclui órgãos de controle, MPF, Judiciário, etc).

Em primeiro lugar vale o registro do porquê (resumidamente e de forma simplificada) os fundos de pensão exigiram participar como membros dos comitês de investimentos na governança interna do FIP. A origem dessa exigência foram conflitos bastante graves verificados entre os fundos de pensão e gestores de private equity (FIP). Os fundos de pensão tiveram o entendimento que alguns gestores tomavam decisões que não eram do interesse econômico-financeiro dos cotistas, mas em função da autonomia das regras do fundo de participação não foi possível reverter tal distorção em função dessa autonomia.

A solução encontrada na época foi o estabelecimento de participação dos cotistas nos comitês de investimentos, possibilitando travar tais opções fora dos interesses fiduciários pelo gestor.

Concretamente, isso demonstrou ser uma inadequada solução, afinal os erros dos gestores (sejam eles por opções técnicas ou situações de mercado ou, pior, por desvios, omissões ou ilegalidades) foram imputados não aos gestores do Fundo de Participação (não alcançados pela fiscalização da PREVIC), mas sim aos cotistas (as EFPC como investidoras institucionais), em uma inversão completa da motivação originária da participação nos comitês de investimentos internos aos FIP.



Resultado: os gestores de FIP, que causaram danos por má prestação de serviços, não foram fiscalizados nem punidos e os Planos de Benefícios não foram ressarcidos. Sobrou apenas para os dirigentes, conselheiros e empregados das EFPC não só pesadas multas, mas também sofrimentos e vexames de processos administrativos e judiciais muitos deles instaurados após fiscalizações feitas sob pressão das mídias e para satisfazer objetivos de segmentos políticos, econômicos e estatais que atuam em desfavor do sistema fechado de previdência complementar e de alguns Fundos de Pensão em particular.

Por fim, mas essencial, há de se registrar a ocorrência de um clássico Conflito de Agência, em virtude da total assimetria de informações entre os gestores e os comitês de investimentos dos FIP, pois o Gestor é responsável por selecionar os ativos, negociar as condições de entrada no investimento (valuation e preço, governança etc.), realizar due dilligence, discutir com fornecedores e parceiros e mesmos sócios da empresa alvo. Em nenhuma dessas fases os membros dos comitês de investimentos participam do processo. Contudo, para espanto geral face o racional, somente esses membros dos comitês de investimento foram imputados erros por parte dos órgãos de Estado por alguma falha de performance ou mesmo erros de outra natureza.



2. Regulamento do FIP “empoderando” os cotistas para destituição do Gestor/Administrador


O objetivo é tornar mais fácil, mais célere, a possível destituição de um gestor caso os cotistas do Fundo de Participação não mais estejam satisfeitos com sua atuação.

É a materialização da necessária função de monitoramento do investimento realizado pela EFPC, a qual pode impedir, sobretudo, que o gestor atue contra os interesses fiduciários a ele outorgados e, conseqüentemente, a correção de rumos.

3. Criação de um comitê de compliance e acompanhamento. A função desse comitê seria o acesso pelos cotistas de todas as relevantes decisões do Fundo de Participação, possibilitando assim a redução da assimetria de informações, possibilitando, assim, que o cotista, na Assembleia Geral do FIP, tome as melhores decisões.

4. Composição do Comitê de Investimentos do FIP: deverá constar do Regulamento que o Comitê de Investimentos há de ser composto exclusivamente por gestores do FIP ou por membros selecionados pelo gestor como independentes.

Esse conjunto de medidas estabelece de forma definitiva que a responsabilidade única de decisão, deliberação e acompanhamento é dos Gestores e Administradores do FIP. Haverá também segregação da responsabilidade dos dirigentes das EFPC e dos gestores terceirizados, segundo a legislação aplicável, aferível pela ação fiscal dos respectivos órgãos responsáveis, em conjunto ou isoladamente, na conformidade das suas competências.



Ao cotista (EFPC) cabe atuar na Assembleia de Cotistas para aperfeiçoar o regulamento e não qualquer influência sobre as decisões sobre os investimentos, que seriam de única responsabilidade do Gestor/Administrador, aliás como rege a Instrução Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 391.

5. Critério para participação em Fundo de Participação de ativo único.

Quando o FIP tiver como alvo investimentos majoritários em um “único” ativo, a EFPC não deve participar nas seguintes condições: a) que um cotista possua sozinho 50% ou mais de cotas; b) que entre os cotistas exista ao menos três investidores qualificados (fundos de pensão, bancos de investimentos, seguradoras, family office etc). c) quando o ativo resultar de um “envelopamento” de papéis de um mesmo devedor.

A CVM deve ter uma atuação mais efetiva na supervisão dos gestores e administradores dos FIP, punindo efetivamente os responsáveis pelos desvios observados em relação aos regulamentos do FIP, de modo a fazer com que as EFPC possam exercer o dever fiduciário de agir, nas instâncias administrativas ou judiciais, em buscar da recuperação de ativos decorrentes de violação à legislação de regência dos investimentos ou da violação do contrato de prestação de serviços para o qual houve a seleção e contratação do gestor, administrador e custodiante.



TABELAS

Tabela 1 - Os 20 maiores fundos de pensões do mundo

Rank	Fund	Market	Total Assets
1.	Government Pension Investment	Japan	\$1,719,987
2.	Government Pension Fund	Norway	\$1,305,920
3.	National Pension	South Korea	\$765,446
4.	Federal Retirement Thrift	U.S.	\$651,124
5.	ABP	Netherlands	\$607,367
6.	National Social Security	China	\$448,427 ¹
7.	California Public Employees	U.S.	\$426,247
8.	Canada Pension	Canada	\$390,503 ²
9.	Central Provident Fund	Singapore	\$349,787
10.	PFZW	Netherlands	\$306,893 ²
11.	California State Teachers	U.S.	\$259,246
12.	Employees Provident Fund	Malaysia	\$248,203
13.	Local Government Officials	Japan	\$248,094
14.	New York State Common	U.S.	\$226,400
15.	New York City Retirement	U.S.	\$225,450
16.	Employees' Provident	India	\$193,801 ¹
17.	National Wealth Fund	Russia	\$183,002 ³
18.	Florida State Board	U.S.	\$180,221
19.	ATP	Denmark	\$176,606
20.	Ontario Teachers	Canada	\$173,741

Fonte: <https://fundspeople.com/pt/os-20-maiores-fundos-de-pensoes-do-mundo-crescem-146-o-melhor-numero-desde-2004/> extraído em 24/set/2021

Tabela 2 - Alocação de investimentos no fundo de pensão CalPERS/USA, em 2021

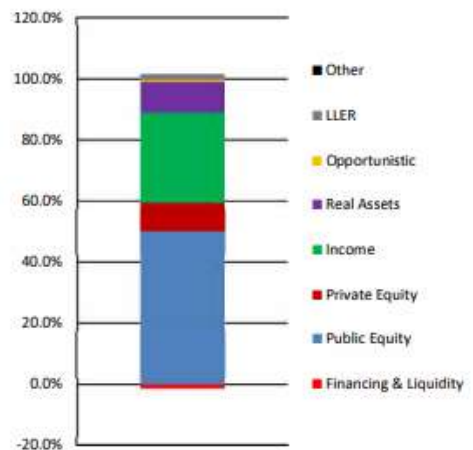
CalPERS Trust Level Quarterly Update - Performance & Risk



Public Employees' Retirement Fund (PERF)
As of September 30, 2021

Asset Allocation

	Ending Asset Value (bil)	Current Allocation (%)	Policy Target Weight (%)	Policy Variance (%)	Policy Range
Public Equity ¹	\$ 241.1	50.2%	50.0%	0.2%	± 7%
Private Equity ²	\$ 44.0	9.2%	8.0%	1.2%	± 4%
Income ³	\$ 142.0	29.6%	28.0%	1.6%	± 6%
Real Assets ²	\$ 48.5	10.1%	13.0%	(2.9%)	± 5%
Total Fund	\$ 11.2	2.3%			
Opportunistic ²	\$ 3.2	0.7%			
LLER ³	\$ 7.8	1.6%			
Other	\$ 0.2	0.0%			
Financing & Liquidity	\$ (7.0)	(1.5%)			
Trust Level Financing ⁴	\$ (14.8)	(3.1%)			
Liquidity ⁴	\$ 7.8	1.6%	1.0%	0.6%	-6% to +3%
Total PERF	\$ 479.8	100.0%	100.0%		



TAP	\$ 0.2
PERF Plus TAP	\$ 480.0

Fonte: <https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/calpers-news/2021/calpers-board-new-asset-allocation-keeps-discount-rate-at-six-point-eight-percent>

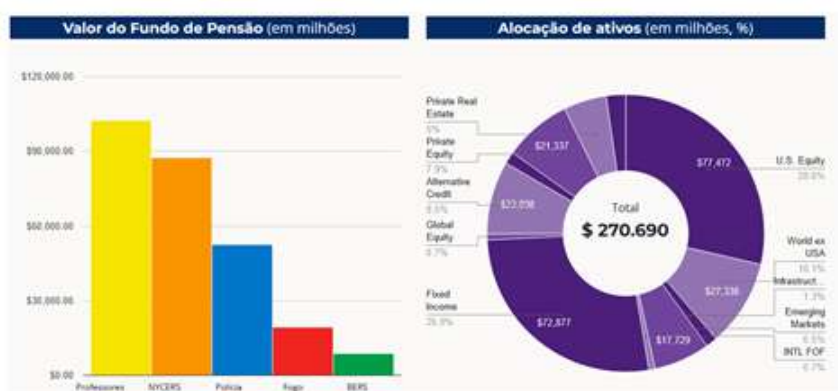
Tabela 3 – Alocação de investimentos no New York City Retirement Systems, em 2021.

Alocação de ativos

Cada um dos cinco sistemas de aposentadoria da cidade de Nova York tem seu próprio Conselho de Curadores que, trabalhando com o Bureau of Asset Management e os consultores do Conselho, toma decisões sobre as alocações de ativos dos fundos com base em fatores como risco econômico, retorno, desempenho e beneficiário distribuições.

O gráfico de alocação de ativos de cinco sistemas

Fundos totais: US\$ 270,7 bilhões (em novembro de 2021)



- 1 Os ativos de renda fixa dos EUA não incluem dinheiro.
- 2 O valor de mercado dos investimentos no mercado privado é reportado de forma desfasada.
- 3 O dinheiro inclui empréstimos de títulos, contas de curto prazo da State Street e BNY-Mellon CD.
- 4 Os totais não podem somar devido a arredondamentos.
- 5 O ano fiscal até a data começa em 1º de julho.

Alocação de ativos (em milhões)	Professores	NYCERS	Polícia	Fogo	BERS	Total
Patrimônio dos EUA	\$ 27.888	\$ 24.665	\$ 16.583	\$ 5.493	\$ 2.843	\$ 77.472
REITS	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Mundo ex EUA	\$ 10.195	\$ 10.301	\$ 4.354	\$ 1.667	\$ 822	\$ 27.338
A infraestrutura	\$ 1.374	\$ 1.130	\$ 709	\$ 222	\$ 186	\$ 3.620
Mercados emergentes	\$ 9.155	\$ 4.349	\$ 2.634	\$ 1.124	\$ 467	\$ 17.729
INTL FOF	\$ 781	\$ 611	\$ 322	\$ 96	\$ 80	\$ 1.890
Renda Fixa	\$ 29.985	\$ 24.741	\$ 11.347	\$ 4.926	\$ 1.877	\$ 72.877
Patrimônio Global	\$ 680	\$ 632	\$ 0	\$ 361	\$ 180	\$ 1.853
Crédito alternativo	\$ 8.236	\$ 6.541	\$ 5.656	\$ 1.770	\$ 895	\$ 23.098
Fundos de hedge	\$ 0	\$ 1	\$ 2.851	\$ 952	\$ 0	\$ 3.805
Private Equity	\$ 7.205	\$ 7.514	\$ 4.282	\$ 1.525	\$ 810	\$ 21.337
Imóveis Privados	\$ 4.315	\$ 4.886	\$ 2.882	\$ 938	\$ 535	\$ 13.556
Dinheiro	\$ 2.663	\$ 1.938	\$ 885	\$ 390	\$ 238	\$ 6.115
Total	\$ 102.478	\$ 87.308	\$ 52.505	\$ 19.465	\$ 8.934	\$ 270.690
Desempenho						
Ano fiscal terminando em 30/06/21 (NET)	24,80%	26,63%	26,37%	24,86%	27,97%	
FYTD (NET)	1,70%	2,28%	2,73%	2,44%	2,49%	

- 1 Os ativos de renda fixa dos EUA não incluem dinheiro.
- 2 O valor de mercado dos investimentos no mercado privado é reportado de forma desfasada.
- 3 O dinheiro inclui empréstimos de títulos, contas de curto prazo da State Street e BNY-Mellon CD.
- 4 Os totais não podem somar devido a arredondamentos.
- 5 O ano fiscal até a data começa em 1º de julho.

Tabela 4 – Alocação de investimentos no ABP/Holanda, em 2021

ABP investment portfolio composition and returns

	Weight in %	Q4 2021		2021		2020	
		Return in %	Return in € billion	Return in %	Return in € billion	Return in %	Return in € billion
Fixed-income securities	39.0	0.8	1.7	-0.9	-1.5	3.7	6.3
Government bonds	6.5	0.0	0.0	-3.6	-1.6	4.2	1.8
Long-term government bonds	12.6	1.4	0.8	-7.1	-3.6	11.6	4.2
Corporate bonds	14.1	0.9	0.7	4.8	3.4	1.3	0.7
Emerging market bonds	5.6	0.4	0.1	1.0	0.3	-4.3	-0.6
Inflation-linked bonds	0.1	1.7	0.0	4.1	0.0	2.8	0.3
Equities	30.2	7.4	12.8	23.0	37.2	8.7	13.8
Equities, developed countries	23.2	9.4	12.5	28.9	35.4	8.2	9.8
Equities, emerging markets	7.0	0.8	0.3	4.3	1.8	10.7	3.9
Alternative investments	21.2	6.3	6.9	32.6	29.1	0.2	1.1
Private equity	7.9	9.8	3.9	39.4	12.4	21.0	5.4
Commodities	6.2	3.7	1.2	45.4	11.1	-20.5	-3.1
Infrastructure	3.8	6.1	1.2	16.1	2.8	-1.3	-0.2
Hedge funds	3.2	3.6	0.6	16.7	2.6	-4.2	-0.9
Real estate	10.0	9.8	4.9	23.0	10.2	-10.2	-4.8
Real estate	10.0	9.8	4.9	23.0	10.2	-10.2	-4.8
Portfolio return (before overlay)	100.4	5.0	26.3	15.1	75.0	3.6	16.5
Overlay	-0.4	-0.9	-4.7	-4.1	-20.2	3.0	14.1
Interest and inflation hedge		-0.1	-0.4	-1.2	-6.2	1.1	5.1
Currency hedging		-0.6	-3.3	-2.3	-11.4	1.7	8.0
Cash and other		-0.2	-1.0	-0.5	-2.7	0.2	1.1
Total	100.0	4.1	21.6	11.1	54.7	6.6	30.6

Fonte: <https://www.abp.nl/english/investments/#:~:text=ABP%20aims%20for%20a%20diversified,geography%2C%20sector%20or%20asset%20class.>



ANAPAR

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE
PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR E AUTOGESTÃO EM SAÚDE

WWW.ANAPAR.COM.BR