

MEGI

Mestrado em Estatística e Gestão de Informação
Master Program in Statistics and Information Management

GESTÃO DE RISCOS EM FUNDOS DE PENSÕES

Evolução e Desafios para as Entidades Fechadas de
Previdência Complementar no Brasil

Milena Amorim Miranda

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de
Informação

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

GESTÃO DE RISCOS EM FUNDOS DE PENSÕES

**EVOLUÇÃO E DESAFIOS PARA AS ENTIDADES FECHADAS DE
PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL**

por

Milena Amorim Miranda

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, Especialização em Análise e Gestão de Risco

Orientador: Doutor Rui Alexandre Henriques Gonçalves

Agosto 2020

DEDICATÓRIA

Dedico este projeto a Deus, ao Mauricio, a minha Esther e ao meu Oscar. Dedico também a vovó Maria e ao vovô Zeca.

AGRADECIMENTOS

Ao apoio, orientações, revisões e bom humor do Prof. Rui Gonçalves.

A fé, apoio e irmandade de Ludmila Miranda e Fabíola Miranda.

Ao apoio e suporte da Sra. Celina Rosa Almeida.

Aos amigos de longa data Fabrício Café, Marcus Fonseca, Raquel Castelpoggi, Rafael Castro e Helio Teixeira.

A gentileza, rapidez e excelência no que faz da Sra. Elvira Pita da Costa.

A Universidade NOVA *Information Management School*, ao seu corpo docente, e todos os colaboradores, que possibilitaram a realização do longo percurso iniciado na pós graduação até a conclusão do mestrado com a entrega desta dissertação.

Aos profissionais que responderam ao questionário e as entidades que aceitaram participar deste estudo.

A todos, muito obrigada.

RESUMO

Embora o tema gestão de riscos tenha surgido de maneira discreta desde 2004 na regulação brasileira para as entidades fechadas de previdência complementar, existem poucos trabalhos documentando o assunto. E isso é especialmente verdadeiro no que se refere a estudos quanto à evolução, aos desafios enfrentados pelos profissionais da área para colocar em prática as diretrizes da Resolução Nº 4.661/2018 do Banco Central do Brasil e aos possíveis aperfeiçoamentos nos requisitos exigidos para aprimorar a gestão de riscos do setor. Procura-se na presente dissertação, proporcionar uma reflexão através de um estudo descritivo exploratório a partir da perspectiva de seis responsáveis pela gestão de riscos no setor. Esses profissionais representam diferentes fundos de pensões que estão entre os treze maiores do Brasil. Na pesquisa, foram feitos questionamentos sobre mudanças processuais, de governança, investimentos necessários para implementar a gestão de riscos, as dificuldades enfrentadas tanto por questões relacionadas ao ambiente interno quanto externo e sugestões de melhorias para a evolução normativa da gestão de riscos do setor. Como metodologia, foi realizada uma pesquisa qualitativa com estratégia de levantamento de informações via questionário on line. Para a análise das respostas foi utilizada a técnica de análise de conteúdo composta pelas seguintes fases: organização do material e leitura flutuante das respostas; exploração do material e definição das três categorias-sínteses; e finalmente, tratamento dos resultados via inferência e interpretação. Com este trabalho de pesquisa, conclui-se que o processo de institucionalização da gestão integrada de riscos ainda não é unanimidade no setor, apesar da cultura de riscos estar disseminada. E sob a ótica dos especialistas, a celeridade da revisão da norma de modo a atender a evolução do mercado e conseqüentemente das transformações necessárias nas práticas de gestão de riscos foi proposta, pois nove anos se passaram entre a Resolução anterior e a vigente.

PALAVRAS-CHAVE

Fundos de Pensões de Reforma; Entidades Fechadas de Previdência Complementar; Gestão de Riscos; Resolução CMN Nº 4.661/2018.

ABSTRACT

Although the topic of risk management was discretely introduced in 2004 in the Brazilian regulation for closed private pension entities, there are few studies documenting the subject. And that is especially true concerning evolution, the challenges faced by the professionals in the field to put into practice the guidelines of Resolution N° 4.661/2018 of the Central Bank of Brazil and possible improvements in the requirements needed to upgrade risk management in the industry. The objective of this dissertation is to provide a reflection through an exploratory descriptive study from the perspective of six specialists responsible for risk management in the sector. They represent different pension funds which are among the thirteen largest in Brazil. In the research, they were asked questions concerning procedural changes, governance, investments necessary to implement risk management, the difficulties faced either by issues related to the internal or external environment, and suggestions for improvements to the normative evolution for the risk management sector. As a methodology, a qualitative research was carried out with an information gathering strategy via an online questionnaire. For the analysis of the answers, it was used the content analysis technique composed by the following phases: Organization of the material and floating reading of the answers; exploration of the material and definition of the three summary categories and finally, the evaluation of results through inference and interpretation. Through this research, it has been concluded that the process of institutionalization of integrated risk management is not yet unanimous in the sector, despite the risk culture being well spread throughout the industry. And from the perspective of the specialists, the frequency for revising the standard in order to meet the evolution of the market and consequently the necessary changes in risk management practices was proposed by them, for there were a nine-year span between the previous and the current Resolution.

KEYWORDS

Pension Funds; Closed Private Pension Entities; Risk Management; Resolution CMN N° 4.661/2018.

ÍNDICE

1. Introdução	1
1.1. Relevância do Tema	2
1.2. Identificação do Problema	5
1.3. Principais questões e problemas a investigar	6
1.3.1. Objetivo Geral	6
1.3.2. Objetivos Específicos	6
2. Revisão da Literatura	8
2.1. Principais Riscos das EFPC	8
2.2. Estruturas de Gestão de Riscos mais usadas no mercado	9
2.3. Evolução da Regulamentação para a Gestão de Riscos nas EFPC no Brasil.....	14
2.3.1. Resolução CGPC N° 13, de 01 de outubro de 2004	16
2.3.2. Resolução CMN N° 4.661, de 25 de maio de 2018	17
2.3.3. Práticas em Gestão de Riscos das Instituições Financeiras do Brasil	22
3. Metodologia	25
3.1. Tipo de Pesquisa	25
3.2. Perfil da amostra, elaboração do questionário e recolha de dados.....	26
3.3. Procedimento de análise dos dados	28
4. Resultados e Discussão	30
4.1. Resultado da pesquisa quantitativa e Análise dos Resultados	30
4.2. Resultados da pesquisa qualitativa e Análise dos Resultados	31
5. Conclusões.....	39
6. Limitações e Recomendações para Trabalhos Futuros	41
7. Bibliografia.....	42
8. Anexos	45

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1 - Histórico da Taxa Básica de Juros do Brasil.....	3
Figura 2.1 – Princípios Fundamentais da OECD	13
Figura 2.2 – Principais órgãos da Previdência Complementar no Brasil.....	15

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1 – Órgão Regulador e Supervisor do SFN dos Operadores Fundos de Pensões	15
Tabela 2.2 – Princípios, regras e práticas do risco e seu monitoramento	16
Tabela 2.3 – Capítulos, Seções e Subseções da Resolução N° 4.661/2018	17
Tabela 2.4 – Evolução das diretrizes de acompanhamento e gerenciamento dos riscos	19
Tabela 2.5 – Comparativo entre Resoluções - Seção III Conflito de Interesse	20
Tabela 2.6 – Evolução das diretrizes de gestão de riscos na Política de Investimentos.....	21
Tabela 3.1 – Perfil da amostra do Consolidado Estatístico Abrapp de 31/12/2019.....	26
Tabela 3.2 – Questões de Pesquisa x Artigos / Legislações.....	28
Tabela 4.1 – Quadro Matricial categoria-síntese 1 “Avanços da Gestão de Riscos”	32
Tabela 4.2 – Quadro Matricial categoria-síntese 2 “Desafios da Gestão de Riscos”	34
Tabela 4.3 – Quadro Matricial categoria-síntese 3 “Melhorias do normativo de Gestão de Riscos”	36

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
AETQ	Administrador Tecnicamente Qualificado
ASG	Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa
ASGI	Ambientais, Sociais, de Governança Corporativa e Integridade
BACEN	Banco Central do Brasil
BD	Benefício Definido
CD	Contribuição Definida
CDel	Conselho Deliberativo
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CMN	Conselho Monetário Nacional
COSO	Committee of Sponsoring Organization
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DNP	Divergência Não Planejada
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ERM	Enterprise Risk Management
ESI	Entidades Sistemicamente Importantes
EUA	Estados Unidos da América
GFC	Global Financial Crisis
OECD	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RAS	Declaração de Apetite por Riscos
RG	Recursos Garantidores
SBR	Supervisão Baseada em Riscos

SELIC **Taxa Básica de Juros do Brasil**

SFN **Sistema Financeiro Nacional**

1. INTRODUÇÃO

Em setembro de 2008 fará 12 anos que o banco de investimentos sediado nos EUA Lehman Brothers faliu. Alguns consideram a Crise Financeira Global¹ (GFC) iniciada nos EUA em 2007-2008 como a maior crise mundial após a recessão de 1930. A GFC teve como marco a quebra do tradicional banco americano de 158 anos e como consequência o colapso do mercado financeiro global que repercutiu na economia real de diversos países. Até aquele momento, de acordo com Davidson (2017), os órgãos reguladores do mercado financeiro permitiam que as instituições financeiras juntassem muitas dívidas hipotecárias ilíquidas para criar títulos derivados de hipotecas (que incluíam hipotecas sub prime² no mix) para vender com lucro aos poupadores, assim, as sementes da catástrofe financeira estavam sendo cultivadas.

A GFC afetou os portfólios de investimentos dos bancos, seguradoras e Fundos de Pensões de todo o mundo. Davidson (2017) afirma que esses ativos tóxicos foram mantidos não apenas por investidores individuais como também por toda a comunidade financeira global como banqueiros, fundos de pensões e outros fundos institucionais, sendo que o lado patrimonial dos balanços dessas instituições e indivíduos entrou em colapso, danificando gravemente ou destruindo o valor contábil do patrimônio líquido dos detentores desses ativos. A crise financeira resultante não poupou nenhuma economia. E como resultado, esses setores financeiros enfrentaram problemas de solvência e deterioração da confiança no sistema interbancário.

Dentre as causas identificadas estão as falhas das autoridades de supervisão, regras de solvência e escopo insuficiente da regulação financeira. Conseqüentemente, os órgãos supervisores e reguladores tiveram que atuar e rever as políticas, tipos de regime regulatório, estratégias e exigência de atendimento a requisitos, feitas aos participantes do mercado financeiro a partir de então.

Segundo Huber & Scheytt (2013), nenhum outro termo recebeu um eco tão significativo na mídia durante a crise financeira global de 2008 do que o de gerenciamento de riscos (Lewis, 2008; Millo e MacKenzie, 2009; Power, 2009). Os *frameworks*² de risco que já existiam passaram a ter maior relevância de modo a melhorar a regulação e supervisão global de cada um dos mercados, são eles: Solvência II no caso do mercado de Segurados em vigor desde 2016 e Basileia III no caso do setor bancário, estruturada em três pilares, em vigor a partir de 2013.

Independente de existir diferentes *frameworks* de gestão de riscos como Orange Book, ISO 31000, COSO ERM, dentre outros, os Fundos de Pensão, seja europeu ou brasileiro, não possuem um *framework* de riscos formal a ser seguido. Segundo Santos (2018), apesar das mudanças ocorridas na supervisão dos fundos de pensões nas últimas décadas, a efectiva transição na cultura de supervisão deve passar por encarar os fundos de pensões como verdadeiros intermediários financeiros sujeitos à mesma transparência e pressões de mercado que os bancos, ao invés de simples esquemas de carácter voluntário.

A crise financeira mundial de 2008 teve um grande impacto nos ativos globais de pensão, com a ODCE a estimar quedas de US\$ 5,4 trilhões (mais de 20%) no final de 2008 (Antolín & Stewart, 2009).

¹ Do inglês *Global Financial Crisis*.

² Documentos Orientativos

No Brasil, o impacto da GFC de acordo com o estudo da Abrapp (Abrapp, 2008), afetou diretamente a rentabilidade dos Fundos de Pensão do país no final de 2008 que ficou em -1,62%. Naturalmente, o segmento mais impactado foi o de renda variável com rentabilidade de -27,05% e a participação nos ativos totais caiu de 36,7% para 28% no ano de 2008. Os ativos totais variaram nominalmente -3,8% no mesmo período.

Os órgãos reguladores têm um papel importante a desempenhar, garantindo aos membros da sociedade que os mercados financeiros são bem organizados e ordenados (Davidson, 2017). No Brasil, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) foi criada em 2009, voltada para fiscalização e supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC). Antes essas funções eram desempenhadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) vinculada ao Ministério da Previdência Social.

Em termos de alterações da regulação brasileira para os Fundos de Pensão, as duas principais alterações, na época da GFC, foram a publicação da Resolução CGPC N° 26, de 29 de setembro de 2008, e a Resolução N° 3.792 do BACEN, em 24 de setembro de 2009. A primeira se preocupou com a distribuição de *superávit* dos planos de benefício definido (BD) e com medidas corretivas caso um fundo de pensão apresentasse *déficit* atuarial por dois exercícios consecutivos, e a segunda era a nova regulação aplicável aos investimentos dos fundos de pensão (Weiss, 2009).

A Resolução N° 3.792/2009 ampliou os limites máximos para as classes de ativos existentes e no caso das aplicações em ações, o limite permitido foi de 50% para 70% dos recursos garantidores (RG). De acordo com as novas diretrizes, também foram criadas novas classes de ativos como os investimentos estruturados e os investimentos no exterior, e ainda, buscou-se simplificar o arcabouço vigente na época. Ou seja, se por um lado a Resolução N° 3.792/2009 permitiu a diversificação dos investimentos com novas classes de ativos, por outro, permitiu aos fundos de pensão correr mais risco. Quanto ao gerenciamento de riscos, a Resolução trouxe o capítulo III dos controles internos e de avaliação de risco e exigia que as EFPC que ainda não tivessem implementado um modelo próprio de monitoramento do risco, deveriam calcular a divergência não planejada (DNP) entre o resultado dos investimentos e o valor projetado para estes investimentos.

Portanto, a partir de 2009, percebe-se que o órgão supervisor do sistema de pensões brasileiro avançou na avaliação do gerenciamento de riscos, na exigência de políticas e documentos internos, treinamentos das equipes e, sobretudo na melhoria da qualidade da gestão, adotando o modelo de supervisão baseado no risco. Segundo, Santos (2008) este tipo de supervisão tem como objetivo direcionar o grau de intervenção consoante o nível de risco de um fundo de pensões como um todo e nas suas diversas componentes, sendo avaliados desde riscos financeiros a atuariais, e também os ligados às características do plano de pensões e da população do fundo, e ao associado e à entidade gestora, revelando-se de grande importância não só para o desenvolvimento do mercado dos fundos de pensões, como também para a estabilidade econômico-social de um país.

1.1. RELEVÂNCIA DO TEMA

A importância da presente dissertação para o sector prende-se sobretudo na análise da evolução que a gestão de Riscos tem tido nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar brasileiras a partir de 2008, e com os desafios enfrentados pelos responsáveis por atender as normas vigentes, e necessidade de melhorias no processo em atendimento as boas práticas de gestão de riscos vigentes

em outros setores. Será realizado um comparativo entre o avanço da gestão de riscos proposto pela Resolução N° 3.792, de 28 de setembro de 2009, que determinava as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar em 2009, frente a Resolução N° 4.661 de 25 de maio de 2018 do Banco Central do Brasil, vigente desde sua publicação em 2018. Finalmente, quanto a uma perspectiva de boas práticas de gerenciamento de riscos, será considerada como referência a Resolução N° 4.557 de 23 de fevereiro de 2017 do Banco Central do Brasil, que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital para as instituições financeiras autorizadas a funcionar³.

Especialistas como Huber & Scheytt (2013) afirmam que de modo instrumental, bem como discussões sociais sobre práticas de gerenciamento de riscos e riscos, inundaram não apenas os periódicos acadêmicos, mas também as revistas especializadas, indicando que o gerenciamento de riscos agora se tornou uma prática onipresente (Hood et al., 2004; Power, 2004b). Segundo Deloitte (2019), ter um programa seguindo a metodologia ERM (do inglês "*Enterprise Risk Management*") tornou-se uma expectativa regulatória e espera-se que as instituições empreguem as idéias geradas por seu programa ERM ao desenvolver estratégias de negócios e tomada de decisões. E complementa, desde o início da série de pesquisas 83% das instituições na pesquisa atual afirmam ter um programa de ERM em vigor, acima dos 73% na pesquisa anterior de 2018, sendo que ter um programa de ERM é mais comum entre instituições nos Estados Unidos/Canadá (92%) em comparação com as da Europa (75%) ou Ásia-Pacífico (79%).

Por outro lado, o ambiente de afrouxamento monetário (redução dos juros) iniciado no Brasil desde outubro de 2016 afeta a gestão dos planos de previdência e sobretudo a alocação dos ativos, sendo que para atingir as metas atuariais (para os planos BDs) ou os índices de referência (para os planos de Contribuição Definida CD), há de se correr mais riscos. Em junho de 2020, a taxa básica de juros do Brasil (Selic) atingiu o menor nível histórico de 2,25% aa. A figura seguinte apresenta o ciclo de quedas de juros no país.



Figura 1.1 - Histórico da Taxa Básica de Juros do Brasil
Fonte: Banco Central do Brasil (2020).

³ De acordo com a Resolução n° 4.553, de 30 de janeiro de 2017.

Vale ressaltar que segundo o Banco Mundial (2014) um Fundo de Pensão é qualquer plano, fundo ou esquema que fornece renda de aposentadoria. De acordo com Alestalo & Puttonen (2005) um fundo de pensão não tem como objetivo obter lucro. O objetivo de um fundo de pensão é maximizar o retorno líquido de longo prazo sobre os ativos do fundo, sujeito a restrições de risco relacionadas a passivos e operacionais (Ambachtsheer, Capelle, & Scheibelhut, 1998). Segundo Alestalo & Puttonen (2005), o objetivo da estratégia de investimento do fundo de pensão é investir os ativos do fundo de pensão de maneira lucrativa e segura, mas também garantir a liquidez da entidade.

Os autores Ambachtsheer et al. (1998) explicam ainda que a consequência disso é que dois tipos de riscos devem ser monitorados: o risco de exposição do balanço patrimonial criado pela decisão do mix de ativos, no que se refere às características financeiras dos passivos, e o risco da exposição adicional criada pela maneira como a política de mix de ativos escolhida é implementada.

Portanto, esse cenário de afrouxamento monetário em conjunto com as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas EFPC previstas na Resolução N° 4.661/2018 do BACEN, favorece os fundos de pensões a rever seus investimentos, sobretudo, nos segmentos de Renda Variável (limite legal máximo de 70% dos Recursos Garantidores (RG) do plano), estruturados (limite legal máximo de 20% dos RG do plano), e investimento em ativos no exterior (limite legal máximo de 10% dos RG do plano), bem como, fortalecer a governança, avaliação e monitoramento de riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros, conforme preconiza a referida norma.

Em contrapartida, Weiss (2009) já tinha observado em 2009 que muitos fundos de pensão tinham aplicações em investimentos alternativos como: fundos de *hedge*, *private equity*, *commodities* e outros, em forma de manada, buscando os retornos mais altos prometidos por estes ativos, sem a plena compreensão dos riscos envolvidos. Neste caso, a dissertação justifica-se pela importância do gerenciamento de riscos para garantir a sobrevivência dos Fundos de Pensões, aumentar o valor de mercado das empresas, influenciar o comportamento dos empregados e aprimorar os resultados relatados (Liu & Low, 2009).

A importância social das EFPC se deve a responsabilidade que essas detêm em administrar recursos de terceiros com investimentos voltados para o longo prazo de maturação. Por esse motivo, é importante que adotem uma gestão de riscos integrada, em que os diferentes componentes atuem no processo de otimização (Rieche, 2005). O autor ainda afirma que se pode entender gestão de riscos como o processo sistemático de identificar, avaliar, classificar e mitigar os fatores de riscos que poderiam atrapalhar os objetivos estratégicos de uma organização. Não se trata simplesmente de reduzir o *trade-off* entre risco e retorno, mas de otimizá-lo.

De acordo com o Consolidado Estatístico Abrapp & Sindapp (2019) da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), em dezembro de 2019 os fundos de Pensão do Brasil possuíam um total de investimentos estimado em R\$ 949 bilhões, 2,6 milhões de participantes ativos, 3,9 milhões de dependentes e 858 mil assistidos. Os ativos das EFPC representavam em dezembro de 2019 cerca de 13,6% do produto interno bruto (PIB).

Baseado na relevância do gerenciamento dos riscos para a gestão e supervisão dos fundos de pensões, avanços nas diretrizes da Resolução brasileira e importância sócio-econômica das EFPC, a dissertação inicia-se com a identificação das principais mudanças ocorridas desde 2009 no que

concerne as exigências para o atendimento da gestão de riscos nas EFPC e percepção quanto o avanço da norma, quanto aos desafios enfrentados na implementação e quanto a possíveis melhorias na resolução atual frente boas práticas de Gestão de Riscos em outros setores. Para tal, será efetuada uma recolha de dados através da realização de questionários enviados via *link* ou e-mail aos profissionais da área de riscos dos maiores fundos de pensões do Brasil com ativos sob gestão acima de R\$10 bilhões. Em simultâneo, será realizada a revisão literária, onde serão estudados trabalhos já publicados e que possam servir de orientação e direcionadores das tendências mais significativas na gestão de riscos. Pretende-se que este estudo possa contribuir para analisar as práticas vigentes e desafios da gestão de riscos nos maiores fundos de pensões brasileiros e, que forneça uma reflexão ao órgão regulador quanto a uma possível inovação normativa futura, divulgação e valorização do tema.

Este trabalho encontra-se estruturado em seis capítulos, iniciando-se os dois primeiros respectivamente pela introdução e revisão de literatura. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia que guiará a investigação, onde se descrevem as técnicas e procedimentos planeados para a recolha de dados. No quarto capítulo serão sumarizados os resultados obtidos, onde são identificadas as respostas individuais e as considerações necessárias para a análise de resultados. No quinto capítulo são apresentadas as respostas freqüentes aos objetivos traçados, e as principais conclusões. No sexto e último capítulo são identificadas as limitações, e oportunidades de estudos para trabalhos futuros.

1.2. IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA

A gestão de riscos para os fundos de pensões é uma atividade essencial, especialmente porque a rotina de tomada de decisão dos administradores inclui uma série de incertezas. O atual cenário de redução de taxas de juros no Brasil estimula os gestores de investimentos dos fundos de pensões a buscar a diversificação dos ativos de modo a bater a meta atuarial e os índices de referência dos planos. As elevadas remunerações dos títulos públicos do segmento de renda fixa ficaram no passado e há a necessidade de buscar investimentos alternativos no mercado, bem como maior complexidade nas estratégias de alocação dos recursos, o que incentiva uma maior tomada de riscos. A adequada gestão de riscos auxiliará nessa mudança de maneira mensurável e responsável.

As funções da gestão de riscos são assegurar o alcance dos objetivos, por meio da identificação antecipada dos possíveis eventos que poderiam ameaçar o atingimento dos objetivos, o cumprimento de prazos, leis e regulamentos etc., implementar uma estratégia evitando o consumo intenso de recursos para solução de problemas quando esses surgem inesperadamente, bem como melhorar continuamente os processos organizacionais (Miranda, 2018).

Ao longo dos anos, a regulamentação financeira tornou-se cada vez mais importante. De acordo com Roncalli, (2020) o gerenciamento de riscos agora é impulsionado principalmente pela regulamentação, não pelo progresso dos modelos matemáticos. O autor afirma que é ainda mais importante que a regulamentação financeira esteja em todo lugar desde a GFC de 2008.

No contexto brasileiro e específico das entidades fechadas de previdência complementar, a legislação sobre os requisitos mínimos de gestão de riscos é definida por Resoluções emitidas pelo BACEN em consonância com as diretrizes mundiais de melhores práticas para o setor. Apenas em maio de 2018 é que o Banco Central emitiu a Resolução N° 4.661 incorporando exigências

relacionadas a avaliação e monitoramento de risco. A referida Resolução trouxe também novidades nas diretrizes para aplicação dos recursos atribuindo responsabilidades pelo processo de gestão de investimentos a todos os profissionais que participam do processo de análise, assessoramento e decisão sobre a aplicação de recursos dos planos.

Pelo que se torna importante estudar as percepções dos responsáveis pela gestão de risco no dia-a-dia nos fundos de pensão quanto ao avanço das regras, desafios na implementação e necessidades de melhorias na atual resolução de modo a melhorar a eficiência do processo.

1.3. PRINCIPAIS QUESTÕES E PROBLEMAS A INVESTIGAR

1.3.1. Objetivo Geral

Identificar as principais mudanças normativas sob o enfoque da gestão de riscos para os fundos de pensões e explorar a percepção dos profissionais atuantes quanto as práticas de gestão de riscos vigentes, ao avanço da norma atual e desafios na implementação, propondo uma evolução que auxiliará no processo organizacional e do setor.

1.3.2. Objetivos Específicos

1.3.2.1. Do ponto de vista da gestão de riscos, a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018 do Banco Central do Brasil, publicada em substituição a Resolução N° 3.792, de 28 de setembro de 2009, o que mudou nas EFPC?

Identificar o avanço no contexto da gestão de riscos das entidades, analisando os principais benefícios com as novas regras impostas, as mudanças processuais realizadas, detectar a melhora da eficiência dos processos, e se foram realizados investimentos em novos recursos para aprimorar a gestão de riscos de modo integrado.

1.3.2.2. Quais são os principais desafios para implementar a Gestão de Riscos na sua EFPC, considerando o contexto interno e externo da Fundação e o porte e complexidade diante a Resolução vigente?

Capturar a percepção dos responsáveis pela gestão de riscos quanto a dificuldade de implementar a gestão de riscos de acordo com a norma. Avaliar se a complexidade se dá pelo ambiente interno devido a necessidade de mudanças em processos, na governança, em investimentos necessários ou pelo ambiente externo pela dificuldade da norma não estar aderente a realidade enfrentada pelos gestores, ausência de um *framework* exclusivo para o setor. Os fundos de pensões têm uma cultura própria, complexa e diversificada, mesmo os maiores. Estudar a fonte dos obstáculos, como surgiu, e como se mantém, torna-se essencial para capturar o fenômeno e avançar em melhorias para o setor.

1.3.2.3. Do ponto de vista da gestão de riscos, a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018 do Banco Central do Brasil, é satisfatória ou há espaço para ampliar os requisitos exigidos para aprimorar a gestão de risco do setor?

Recolher a opinião de colaboradores que participam no processo de gestão de riscos nos fundos de pensão, acerca de uma possível evolução normativa para as entidades fechadas de previdência

complementar, propondo quais diretrizes são necessárias aos fundos de pensão para aprimoramento do tema de maneira prática e efetiva.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. PRINCIPAIS RISCOS DAS EFPC

Risco pode ser definido como a volatilidade de resultados inesperados, normalmente, relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse (Jorion, 2010). Segundo Moreno & Lopes (2004), volatilidade é a flutuação no seu sentido mais puro, sem qualquer traço de previsibilidade, podendo gerar ganhos ou perdas sendo que toda volatilidade é uma incerteza, mas nem toda incerteza é uma volatilidade. Já a incerteza é a volatilidade com conseqüências e respectivas curvas de probabilidade conhecidas. De acordo com o Guia Previc Melhores Práticas em Investimentos 2019 (2019), os principais riscos inerentes aos investimentos dos Fundos de Pensões são de mercado, de crédito, de liquidez, operacional, legal e sistêmico. Os riscos com maior impacto e probabilidade de ocorrência, para o sistema ou para determinada entidade ou plano de benefício devem ser o principal foco de análise.

Quanto a definição do risco de mercado, o Comitê de Basileia de supervisão bancária o define como o risco de perdas (em posições extra patrimoniais) decorrentes de movimentos nos preços de mercado. Os riscos sujeitos aos requisitos de capital de risco de mercado incluem, mas não estão limitados ao: risco de inadimplência, risco de taxa de juros, risco de *spread* de crédito, risco de patrimônio, risco cambial (FX) e risco de *commodities* para instrumentos de carteira negociável, além do risco cambial e risco de *commodities* para instrumentos não negociáveis (Supervision, 2019). O risco de crédito é o risco de perdas devido à inadimplência de uma contraparte em cumprir suas obrigações contratuais, ou seja, efetuar os pagamentos necessários. Refere-se principalmente a transações de dívida, como empréstimos e títulos. O risco de crédito da contraparte é outra forma de risco de crédito, mas diz respeito à contraparte das transações de balcão (Roncalli, 2020).

Já a definição de liquidez, refere-se a capacidade do ativo de ser vendido o mais rápido possível, sem causar um movimento significativo de preços (Roncalli, 2020). Segundo Jorion (2007), o risco de liquidez pode ser agrupado em risco de liquidez do ativo e risco de liquidez do financiamento. O primeiro diz respeito à possibilidade do valor de liquidação do ativo ser significativamente diferente de sua atual marcação a mercado, enquanto o segundo refere-se a possibilidade, para uma instituição, de incorrer em problemas de caixa e não conseguir levantar a quantia necessária para honrar suas obrigações, o que pode levar a inadimplência.

De acordo com a definição do Comitê de Basileia de supervisão bancária, o risco operacional pode ser entendido como o risco de perda resultante de processos, pessoas e sistemas internos inadequados ou com falha ou de eventos externos. Nota-se que essa definição inclui o risco legal, mas exclui o risco estratégico e de reputação (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). O Comitê classifica ainda os eventos que originam a perda em sete categorias distintas: fraude interna; fraude externa; práticas de emprego e segurança no trabalho; clientes, produtos e práticas de negócios; danos a ativos físicos; interrupção nos negócios e falhas no sistema; e finalmente, execução, entrega e gerenciamento de processos. O risco legal reflete a possibilidade de sofrer perdas oriundas de contratos não-executáveis legalmente ou de contratos cuja documentação é inapropriada (Jorion, 2010).

E finalmente, existem inúmeras definições de risco sistêmico porque este é um conceito multifacetado. Sabe-se que liquidez e riscos sistêmicos estão altamente relacionados. Segundo

Roncalli (2020), o risco sistêmico compreende o risco para o bom funcionamento do sistema, bem como o risco criado pelo sistema. Eventos sistêmicos estão associados a externalidades negativas e podem causar o comprometimento de todo o sistema financeiro. Por fim, implica repercussões significativas na economia real e efeitos negativos no bem-estar econômico.

Naturalmente, os fundos de pensão incorrem em outros riscos como o risco atuarial, riscos de reinvestimento, risco de governança, risco de solvência, risco de reputação, risco estratégico, dentre outros. Segundo o Guia Previc Melhores Práticas Atuariais para EFPC (2012), os riscos atuariais estão basicamente presentes nos planos de benefício definido (BD) e de contribuição variável (CV) que oferecem renda vitalícia ou garantia de benefício mínimo, e de contribuição definida (CD) que oferecem benefícios de risco mutualistas por morte, invalidez ou morbidez. Esses riscos podem levar ao surgimento de desequilíbrio atuarial (*déficit* ou *superávit*). A Resolução MPS/CNPC nº9, de 29 de novembro de 2012, demanda o ateste dos controles de monitoramento dos riscos atuariais mediante documentação comprobatória e fundamentada.

O risco de reinvestimento é importante para os fundos de pensão devido à natureza de longo prazo de seus passivos (Randle & Rudolph, 2014). Enquanto o risco de governança é descrito como risco de concorrência ou falha de concorrência e incluem taxas excessivas, conflitos de interesse, decisões tendenciosas, apropriação indébita, bem como objetivos e estratégias inadequadas e outros aspectos de má governança (OECD & IOPS, 2011). Já o risco de solvência compreende o risco de um fundo de pensão não possuir ativos suficientes para cumprir seu passivo (OECD & IOPS, 2011). O risco de reputação pode ser definido como o prejuízo, além das perdas monetárias imediatas, sofrido pelos negócios usuais de uma instituição em decorrência de um dano a sua reputação (Jorion, 2010). Finalmente, o risco estratégico é aquele resultante de decisões estratégicas de negócios e compreende os riscos inerentes à sensibilidade do fundo de pensão a fatores externos (como risco político, demografia, concorrência, tecnologia, resseguro, fusões, do patrocinador do plano, estabilidade política, desastres naturais, etc.), e também o risco de não pagamento de contribuições (OECD & IOPS, 2011).

É importante destacar que não existem meios para eliminar por completo todos os riscos aplicáveis as EFPC, contudo, existem procedimentos a serem colocados em prática para gerenciá-los e mitigá-los, mantendo-os em patamares aceitáveis para a segurança das partes envolvidas. Jorion (2007) afirma que o gerenciamento de riscos pode ser justificado em dois níveis: no nível da empresa, o gerenciamento de riscos é essencial para identificar e gerenciar os riscos do negócio; já no nível da indústria, o gerenciamento de riscos é um fator central para a compreensão e prevenção de riscos sistêmicos. Esses dois conceitos, *hedge* e diversificação, juntamente com o seguro, são os principais pilares da moderna gestão de riscos (Roncalli, 2020).

2.2. ESTRUTURAS DE GESTÃO DE RISCOS MAIS USADAS NO MERCADO

Pode-se entender gestão de riscos como o processo sistemático de identificar, avaliar, classificar e mitigar os fatores de riscos que poderiam atrapalhar os objetivos estratégicos de uma organização. Não se trata simplesmente de reduzir o *trade-off* entre risco e retorno, mas de otimizá-lo (Rieche, 2005). Desde a GFC, modelos de gestão de riscos específicos para determinados setores como bancos e seguradoras e *frameworks* aplicáveis a qualquer indústria ou setor surgiram em resposta a evolução dos mercados financeiros e atuação dos órgãos reguladores e supervisores. Segundo, Stewart (2009), as estruturas de gerenciamento de riscos podem ser definidas como o processo

efetuado pelo conselho deliberativo, diretores, gerência e outras pessoas - projetado para fornecer segurança razoável em relação à consecução dos objetivos em termos de: eficácia e eficiência das operações; confiabilidade dos relatórios financeiros; e conformidade com leis e regulamentos. O processo não envolve apenas uma política ou procedimento executado em um determinado ponto do tempo, mas deve estar operando continuamente em todos os níveis da organização e envolver todos os funcionários. Dentre os *frameworks* mais reconhecidos mundialmente estão a ISO 31000, e COSO ERM.

Quanto a ISO 31000, a Organização Internacional de Normatização surgiu em 1947 (do inglês *International Organization for Standardization*) e publicou a norma ISO 31000: *General Guidelines for Principles and Implementation of Risk Management em 2009*. A versão brasileira da norma foi produzida pela ABNT (Associação Brasileira de Normas Técnicas) contendo as mesmas diretrizes e estrutura que a norma original. A grande vantagem da ISO 31000 é que ela promove o gerenciamento de riscos, de maneira genérica permitindo que organizações de diferentes portes, setores econômicos e natureza (pública, privada) possam adotar seus princípios. Portanto, caso fosse de interesse, um Fundo de Pensão também poderia adotá-la. Segundo Purdy (2010), as principais vantagens na aplicação da norma ISO 31000 à gestão de riscos de uma empresa são: criar e proteger valor; integrar todos os processo organizacionais; fazer parte da tomada de decisão; abordar de modo explícito à incerteza; ser sistemática, estruturada e oportuna; basear-se nas melhores informações disponíveis; se adequar às necessidades; considerar fatores humanos e culturais; ser transparente e inclusiva; ser dinâmica, iterativa e responsiva à mudança; e finalmente, facilitar o processo de melhoria contínua da organização. Quanto aos pontos negativos na adoção da ISO 31000, Leitch (2010) destaca: falta de clareza da norma quanto à agregação de riscos, a terminologia é confusa e evita termos matemáticos, a norma não é auditável e, portanto, alguns requisitos não podem ser cumpridos.

No que se refere a COSO, o Comitê das Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway (do inglês *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO*) surgiu em 1985 focado em contribuir para a melhoria da qualidade dos relatórios financeiros. A primeira publicação do comitê foi direcionada ao tema controles internos tornando-se referência mundial. Apenas em 2004, o comitê lançou o documento Gerenciamento de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada (do inglês *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*) conhecido como COSO II ou COSO II ERM, o qual as empresas podem identificar e gerenciar seus riscos através de um processo disciplinado de oito componentes que abrangem: ambiente interno; definição de objetivos; identificação de eventos; avaliação de riscos; resposta ao risco; procedimentos de controle; informação e comunicação e finalmente, monitoramento. E ainda, os objetivos da organização são analisados no contexto de quatro categorias: estratégicos, operacionais, de comunicação e conformidade e sob os seguintes níveis da organização: nível da organização, divisão ou subsidiária, unidade de negócio. De acordo com Moeller R. (2007), o gerenciamento dos riscos é entendido como um processo coordenado pelo principal órgão de governança de uma organização, conselho de administração, juntamente com a diretoria e demais profissionais, cujo objetivo é estabelecer estratégias para identificar potenciais eventos que possam afetar a instituição e administrar os riscos para mantê-los aderentes ao apetite a risco da organização, além de buscar garantir o cumprimento dos seus objetivos. Dentre as vantagens, apresenta-se como um *framework* integrado de referência internacional, aplicável a empresas de diferentes setores. Quanto aos pontos negativos, Moeller R. (2007) apresenta como limitações da norma que independente do projeto e da operação de

gerenciamento de riscos, só há como garantir a execução dos objetivos estratégicos de uma organização, pois existem limitações próprias do processo administrativo, como falhas humanas, que atrapalham a realização dos objetivos. Ainda por cima, falhas no controle e a descontinuidade do processo de gestão de riscos corporativos podem ocorrer.

Segundo Massaini (2017), de forma geral, as metodologias de gestão de risco apresentadas possuem etapas e atividades semelhantes, considerando que todas incentivam o controle sistematizado, contínuo e sistêmico dos riscos. De acordo com Jorion (2007) a gestão de riscos corporativos ou gestão integrada de risco (do inglês *Enterprise Risk Management* - ERM) tem como propósito medir, controlar e administrar a totalidade dos riscos aos quais a empresa está sujeita, incluindo todas as categorias de risco em todas as linhas de negócio em que a empresa atua.

Bromiley, McShane, Nair, & Rustambekov (2015) apresentam no seu trabalho as diferentes concepções na definição e práticas a respeito do tema gerenciamento de riscos na visão de reguladores e demais autores. Enquanto alguns pesquisadores definem o risco independentemente dos objetivos da empresa, outros definem explicitamente o risco em termos de alcance dos objetivos organizacionais. Outra grande distinção é entre aqueles que vêem o risco como um grande problema a ser mitigado e aqueles que vêem o risco como uma fonte potencial de criação de valor. Os autores afirmam ainda que à medida que os reguladores pressionam as empresas a integrar o gerenciamento de riscos à governança corporativa, novas categorias e definições de riscos foram criadas, levando ao gerenciamento de riscos do tudo que resultou no gerenciamento de risco do nada. Por outro lado, em alguns aspectos existe uma concordância entre os elementos do ERM, são eles: gerenciar o risco de uma carteira (a corporação) é mais eficiente do que gerenciar os riscos de cada uma das subsidiárias individuais; incorporar não apenas riscos tradicionais, mas também riscos estratégicos; e finalmente, as empresas não devem apenas considerar o risco como um problema para mitigar. Por fim, o trabalho adota uma visão cética quanto os benefícios em adotar um ERM e afirma que os estudos ainda irão demonstrar os benefícios, uma vez que a história recente e GFC levantaram dúvidas sobre a eficácia do gerenciamento de riscos como prática.

Outros conceitos relevantes a respeito da temática gerenciamento de riscos corporativos que devem ser mencionados são apetite a risco, cultura de riscos e o modelo de três linhas de defesa. De acordo com Moeller R. (2007) apetite a riscos é a quantidade de riscos que uma organização está disposta a aceitar para agregar mais valor. O apetite ao risco para Gontarek (2016) é definido como a articulação escrita do nível agregado e dos tipos de risco que uma empresa aceitará ou evitará para atingir os objetivos do seu negócio. Segundo Moeller R. (2007), existem alguns elementos que auxiliam na determinação do apetite a risco de uma empresa, são eles: perfil dos riscos, capacidade de risco, tolerância ao risco, nível de risco desejado. Gontarek (2016) afirma que uma cultura de risco robusta é pré-requisito para a criação de uma estrutura eficaz de apetite a risco. Contudo, observar e medir a cultura corporativa e os níveis de conduta é notoriamente difícil em qualquer ambiente. Cultura foi definida como o mecanismo que fornece valores e comportamentos que moldam a conduta e contribuem para criar confiança e uma reputação positiva frente às partes interessadas, internas e externas. De acordo com o autor, garantir uma cultura de risco robusta, no caso dos bancos, pode resultar em impactos positivos na satisfação no trabalho, retenção e recrutamento de funcionários, além disso, pode estar relacionada à mitigação de riscos operacionais no setor. E o lugar onde se avalia o compromisso de uma empresa com a cultura de riscos é o código de ética que deve definir o tom e ser transmitido internamente e externamente às partes interessadas. Bromiley

et al. (2015) acredita que a literatura sobre ERM tem sido lenta para abordar muitos dos principais conceitos. Regulações e normas usam termos vagos como "cultura de risco" e "apetite por risco" e diretrizes em gerenciamento de riscos geralmente falam de empresas que adotam "culturas de risco" apropriadas. No entanto, as questões sobre exatamente o que significa apetite ao risco, se as empresas têm um apetite consistente e se os processos de gerenciamento de riscos têm o efeito pretendido nos níveis de risco da empresa, tem sido amplamente ignorados.

Outro conceito relevante, o modelo de três linhas de defesa, aplicável a qualquer organização não importando seu porte ou setor, tornou-se conhecido a partir da Declaração de Posicionamento do *The Institute of Internal Auditors* (IIA) e tem como objetivo melhorar a comunicação do gerenciamento de riscos e controle por meio da formalização dos papéis e responsabilidades dos envolvidos. A primeira linha de defesa no gerenciamento de riscos é da gestão operacional através do controle da gerência, a segunda compreende as funções de gerenciamento de riscos e conformidade estabelecidas pela gerência e a terceira é a avaliação independente promovida pela auditoria Interna. É de responsabilidade dos órgãos de governança e da alta administração garantir que o modelo de três linhas de defesa seja aplicado aos processos de gerenciamento de riscos e controle da organização.

No caso específico dos Fundos de Pensão, os órgãos de supervisão aderiram a abordagem de supervisão baseada em riscos presente no setor financeiro. A supervisão baseada em riscos permite que grande parte da responsabilidade do gerenciamento de riscos fique com os próprios fundos de pensão, enquanto a agência supervisora verifica a qualidade dos processos de gerenciamento de riscos do fundo e adapta sua postura regulatória em resposta (Stewart, 2009). Por isso, a importância em capturar a percepção dos gestores de risco quanto a aderência das regras impostas pelo órgão de supervisão frente a complexidade na implementação da gestão e melhorias para o tema.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) estabelece diretrizes quanto aos requisitos necessários para um sistema de gerenciamento de riscos nos fundos de pensão. Embora o Brasil não seja membro da OECD, é essencial acompanhar o avanço das regulamentações e requisitos impostos aos fundos de outros países para avaliar o progresso da gestão de riscos no país frente às melhores práticas. A OECD estabeleceu dez princípios fundamentais que estão divididos em três partes: princípios fundamentais, princípios específicos aos planos ocupacionais e princípios específicos para os planos de previdência pessoal, conforme figura abaixo:

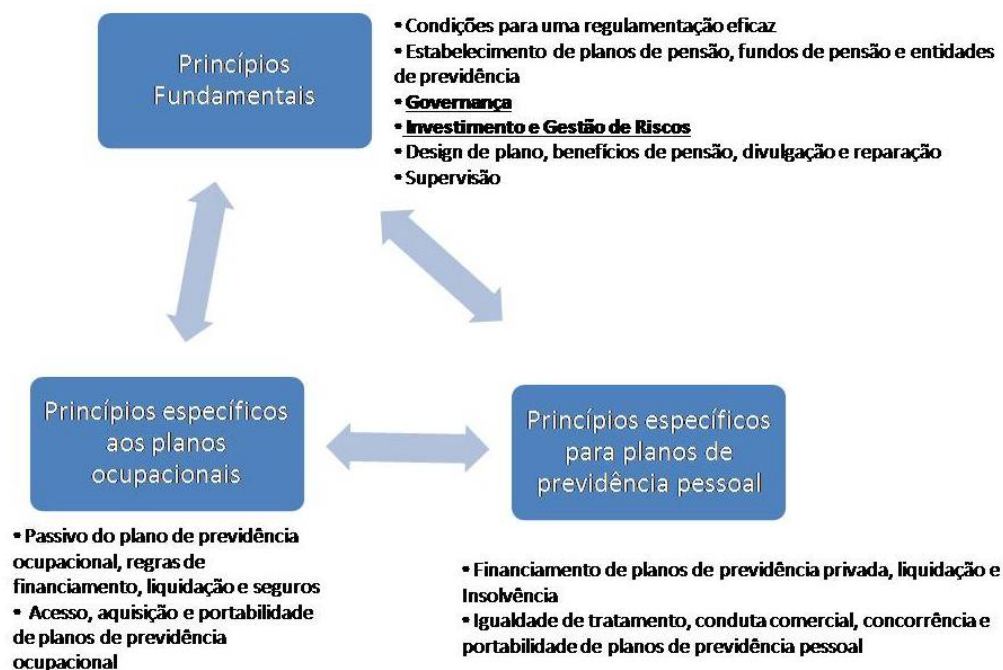


Figura 2.1 – Princípios Fundamentais da OECD
 Fonte: OECD *Core Principles of Private Pension Regulation* (2016)

A gestão de riscos surge dentro do Princípio Fundamental número 3 Governança e do número 4 Investimentos e Gestão de Riscos. O princípio da Governança afirma que a regulação da governança deve ser orientada pelo objetivo primordial de atender aos melhores interesses dos membros e participantes do plano, além de garantir a solidez dos planos e setor. Além disso, a estrutura de governança deve garantir uma divisão apropriada das responsabilidades, prestação de contas e adequação das pessoas a essas responsabilidades. Os fundos de pensão devem ter controle, comunicação e estruturas apropriadas que incentivem a boa tomada de decisões, a execução adequada e oportuna, a transparência e a revisão e avaliação regulares (OECD, 2016). Quanto ao Princípio relacionado aos Investimentos e Gestão de Riscos, a OECD indica que os Fundos de Pensão devem promover a aderência as técnicas modernas e eficazes de gerenciamento de riscos e de padrões de gerenciamento de riscos. Uma das recomendações sobre a política de investimentos indica que o processo de gestão de risco de investimentos deve ser estabelecido de modo a apoiar a consecução dos objetivos de investimento. Ele deve medir e procurar controlar adequadamente o risco do portfólio e gerenciar os ativos e eventuais passivos de maneira coerente e integrada. Essas etapas devem fazer parte de um sistema abrangente de gerenciamento de risco (OECD, 2016).

A adoção de um programa de gestão integrada de riscos nas entidades surgiu como conclusão de recente estudo sobre o setor. Guioiti, Costa, & Botelho (2020) realizaram uma pesquisa sobre os seis riscos expostos na norma pertinente ao setor que foram citados nos relatórios dos auditores independentes, através de ênfases ou ressalvas. O texto aborda as principais legislações, teorias e práticas vigentes no mercado que devem fundamentar uma análise de risco para que seja diminuída a exposição ao risco esperada pelos órgãos competentes, participantes ativos e aposentados nas EFPC. A investigação estudou sessenta relatórios de demonstrações contábeis produzidos pelos auditores independentes do final do exercício de 2011 até 2016 das 10 maiores EFPCs, em volume de

investimentos. O resultado mostrou que 4 dentre as 10 fundações estudadas não possuíam nenhum parágrafo de ênfase ou ressalva em suas demonstrações fechadas relacionada à gestão de riscos, enquanto as outras seis entidades possuíam registros que evidenciavam risco atuarial (três entidades), risco operacional (duas entidades) e finalmente, risco de contraparte e legal (duas entidades). Os autores afirmam que as quatro entidades que não possuíam apontamentos dos auditores, evidenciam uma gestão de riscos integrada e competência na administração de recursos que resultam em proteção do patrimônio, redução da volatilidade e foco no equilíbrio atuarial. O estudo concluiu que o tema gestão de riscos vem tendo relevância no contexto das fundações, especialmente, porque essas organizações são suscetíveis a diversos fatores de riscos que podem causar danos aos resultados das fundações e conseqüentemente aos participantes. E ainda, o artigo afirma que é impraticável a eliminação de todos os possíveis riscos aplicáveis as EFPC. A partir daí, os autores sugerem a adoção de um programa de gestão integrada de riscos nas entidades, uma vez que elas administram recursos de terceiros, com longo prazo de maturação, sem focar no lucro, e devem prezar pelo equilíbrio atuarial, proteção do patrimônio e redução da volatilidade. Contudo, há como condição necessária para a implantação desse programa a existência de uma cultura corporativa que defina responsabilidades individuais e esteja determinada a gerenciar os riscos. E finalmente, os autores reforçam a tese de que os órgãos competentes do setor, tanto normativo quanto fiscalizador, devem desenvolver mecanismos de monitoramento para que os potenciais riscos recebam o tratamento com a seriedade apropriada.

Vale ressaltar a relevância do tema gerenciamento de riscos dos fundos de pensão também como valor adicionado a empresa patrocinadora. O estudo de Lin, MacMinn, Tian, & Yu (2017) apresentava o impacto positivo que a gestão de riscos em um fundo de pensão fictício que administra um plano de benefício definido agrega ao gerenciamento de risco de uma empresa patrocinadora. Considerou-se uma empresa fictícia patrocinadora de um plano BD que enfrentaria três principais riscos em seu plano: risco de longevidade, risco de investimentos e risco de taxa de juros. O valor de mercado da empresa patrocinadora é comparado quando se faz a gestão de riscos considerando o efeito dos riscos de um fundo de pensão junto com os outros riscos em um programa de gestão integrada de riscos (ERM). Utilizando o modelo de otimização que maximizava o valor esperado da empresa sujeito a restrições de riscos advindos do fundo de pensão, os pesquisadores concluíram que o desempenho da empresa sofrerá se ela ignorar o risco de pensão em seu planejamento estratégico, contudo, ao considerar o efeito de aposentadoria em um programa ERM, a patrocinadora iria obter benefícios adicionais de diversificação, levando a um valor mais alto da empresa por meio de menor *hedge* de risco do projeto e / ou mais investimentos em projetos mais arriscados, porém com maior retorno.

2.3. EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO PARA A GESTÃO DE RISCOS NAS EFPC NO BRASIL

Considerando a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), tem-se uma subdivisão em três níveis, são elas: órgãos normativos, supervisores, e operadores. No caso da previdência complementar fechada no Brasil temos:

Órgão Normativo	Supervisor	Operador
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)
Atuam para definição das políticas dos fundos de previdência complementar fechados (fundos de pensão). Tem a função de regular o regime de previdência complementar	Assumem diversas funções executivas, como a fiscalização das instituições sob sua responsabilidade, assim como funções normativas, com o intuito de regulamentar dispositivos legais ou normas editadas pelos órgãos normativos	

Tabela 2.1 – Órgão Regulador e Supervisor do SFN dos Operadores Fundos de Pensões
Fonte: (CVM, 2013)

Originalmente, o primeiro órgão regulador chamava-se Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) que posteriormente passou a ser denominado Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

Existe ainda, a Câmara de Recursos da Previdência Complementar (CRPC), órgão colegiado que aprecia e julga os recursos interpostos contra decisões da Diretoria Colegiada da Previc e a Subsecretaria de Políticas do Regime de Previdência Complementar (SPPC), órgão do Ministério da Fazenda, responsável pela promoção de políticas públicas no âmbito das EFPCs.

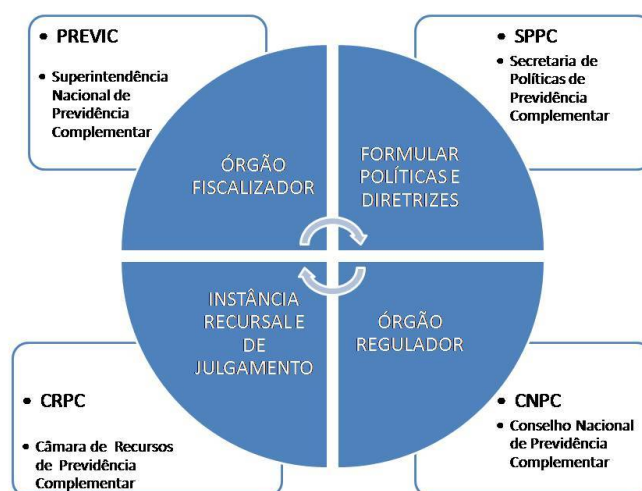


Figura 2.2 – Principais órgãos da Previdência Complementar no Brasil
Fonte: Adaptação da autora

Além dos órgãos citados, vale destacar que parte da função reguladora das entidades fechadas de previdência complementar é exercida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Fazenda.

De acordo com CVM (2013), o Conselho Monetário Nacional é o órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado pela Lei 4595/64, conhecida como a Lei da Reforma Bancária, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, para promover o progresso econômico e social do país e a estabilidade da moeda.

2.3.1. Resolução CGPC Nº 13, de 01 de outubro de 2004

Considera-se como um marco para a gestão de riscos do setor, a publicação da Resolução nº 13 do CGPC em 01 de outubro de 2004, que estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas EFPC. Trata da estrutura de governança, dos riscos e seu monitoramento, da manifestação do conselho fiscal e determina outras medidas. Os principais artigos e parágrafos a respeito dos riscos e de seu monitoramento, estão detalhados na tabela abaixo:

Resolução CGPC Nº 13	
Artigo 12	Todos os riscos que possam comprometer a realização dos objetivos da EFPC devem ser continuamente identificados, avaliados, controlados e monitorados.
Artigo 12 § 1º	Os riscos serão identificados por tipo de exposição e avaliados quanto à sua probabilidade de incidência e quanto ao seu impacto nos objetivos e metas traçados.
Artigo 12 § 1º	Os riscos identificados devem ser avaliados com observância dos princípios de conservadorismo e prudência, sendo recomendável que as prováveis perdas sejam provisionadas, antes de efetivamente configuradas.
Artigo 13	Os sistemas de controles internos devem ser continuamente reavaliados e aprimorados pela EFPC, com procedimentos apropriados para os riscos mais relevantes identificados nos processos de seus diferentes departamentos ou áreas.

Tabela 2.2 – Princípios, regras e práticas do risco e seu monitoramento

Fonte: Elaboração da autora com base na Resolução CGPC nº13/2004

A referida resolução estava desde então alinhada às tendências que viriam a surgir posteriormente como o modelo de supervisão, e conseqüentemente da gestão, baseada em riscos para os fundos de pensões (do inglês *risk based supervision* RBS). No Brasil, esse termo despontou por volta do ano de 2009 quando a Previc iniciou um trabalho de consultoria com o Banco Mundial que resultou em nova metodologia de supervisão, publicação de guias de melhores práticas, elaboração de matrizes de riscos, dentre outras entregas.

De acordo com Santos (2008), um modelo de gestão baseada em riscos deve ser passível de aplicação a todos os fundos de pensões, quer estes financiem planos de benefício definido, planos de contribuição definida ou planos mistos, tendo por base a determinação do respectivo perfil de risco, atendendo às características específicas de cada um.

De acordo com o Banco Mundial, (Randle & Rudolph, 2014) a supervisão baseada em risco (SBR) para fundos de pensões é atualmente definida como uma abordagem pela qual a autoridade supervisora direciona seus recursos escassos para os principais riscos apresentados aos membros dos fundos de pensões. Esse modelo opõe-se as regras ou supervisão baseada em conformidade que envolve a verificação rigorosa da conformidade com um conjunto de regras, independentemente de sua importância relativa para atingir o objetivo dos participantes.

Nesse sentido, a Resolução nº 13/2004 trouxe mudanças no modelo de gestão ao qual as entidades deveriam atentar-se: focada no risco e não apenas em conformidades às normas. As entidades devem conjugar a gestão baseada em regras com a análise de riscos, verificando e monitorando os riscos aos quais estão sujeitas, ao demandar responsabilidades e a qualificação dos conselheiros, ao exigir um gerenciamento ativo dos riscos, de modo a antever problemas futuros.

2.3.2. Resolução CMN Nº 4.661, de 25 de maio de 2018

A Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) Nº 4.661 de 25 de maio de 2018 é a Resolução vigente que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Contém doze capítulos e está dividida em seções e subseções conforme apresenta a tabela abaixo:

Capítulo I	DAS DIRETRIZES PARA APLICAÇÃO DOS RECURSOS		
Capítulo II	DOS CONTROLES INTERNOS, DA AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO DE RISCO E DO CONFLITO DE INTERESSE		
	Seção I Dos Controles Internos		
	Seção II Da Avaliação e Monitoramento de Risco		
	Seção III Do Conflito de Interesse		
Capítulo III	DOS REQUISITOS DOS ATIVOS		
CAPÍTULO IV	DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO		
CAPÍTULO V	DOS INVESTIMENTOS E LIMITES DE ALOCAÇÃO		
	Seção I Dos Segmentos para Aplicação de Recursos		
	Seção II Dos Ativos	Subseção	Subseção I Do Segmento de Renda Fixa Subseção II Do Segmento de Renda Variável Subseção III Do Segmento Estruturado Subseção IV Do Segmento Imobiliário Subseção V Das Operações com Participantes Subseção VI Do Segmento Exterior
CAPÍTULO VI	DOS LIMITES DE ALOCAÇÃO E CONCENTRAÇÃO POR EMISSOR		
	Seção I Dos Limites de Alocação por Emissor		
	Seção II Dos Limites de Concentração por Emissor		
CAPÍTULO VII	DO EMPRÉSTIMO DE VALORES MOBILIÁRIOS		
CAPÍTULO VIII	DOS DERIVATIVOS		
CAPÍTULO IX	DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO CONSTITUÍDOS NO BRASIL		
CAPÍTULO X	DO DESENQUADRAMENTO PASSIVO		
CAPÍTULO XI	DAS VEDAÇÕES		
CAPÍTULO XII	DAS DISPOSIÇÕES TRANSITÓRIAS E FINAIS		
	Seção I Das Disposições Transitórias		
	Seção II Das Disposições Finais		

Tabela 2.3 – Capítulos, Seções e Subseções da Resolução Nº 4.661/2018

Fonte: Elaboração da autora com base na Resolução Nº 4.661/2018

De acordo com OECD (2016), a regulação de um fundo de pensão deve garantir que um processo estruturado de gerenciamento de riscos esteja presente. Isso é essencial para medir e controlar o risco do portfólio adequadamente. Os riscos da carteira devem ser avaliados em relação ao perfil de risco geral do fundo de pensão, incluindo a aderência entre ativos e eventuais passivos. O processo de gerenciamento de riscos deve identificar os riscos mais críticos que os fundos de pensões enfrentam, incluindo riscos subjetivos, como os relacionados à governança do plano.

Observa-se que o tema gerenciamento de riscos está detalhado no capítulo II dos controles Internos, da avaliação e monitoramento de risco e do conflito de interesse da Resolução CMN N° 4.661/2018. Será realizada uma análise detalhada das seções I - dos controles internos, seção II -da avaliação e monitoramento de risco, e finalmente, da seção III -do conflito de interesse, comparando a evolução da Resolução N° 4.661/2018 frente a Resolução N° 3.792/2009 cuja estrutura se encontra no capítulo "8. Anexos", identificada como "Anexo II".

A norma vigente dedica o Capítulo II dos controles internos, da avaliação e monitoramento de risco e do conflito de interesse, seção I aos controles internos. Os parágrafos 1º e 2º do artigo 7º apresentam uma redação inédita enquanto o parágrafo 7º foi replicado da antiga Resolução que diz que a EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos que garantam a observância dos limites, requisitos e demais disposições, considerando porte, complexidade, modalidade e forma de gestão de cada plano administrado. Quanto ao parágrafo 1º, houve uma evolução de conceitos, pois agora se exige a separação de funções e definição clara de papéis e responsabilidades, inclusive com a definição das alçadas daqueles que participam do processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre a aplicação dos recursos dos planos. Já no parágrafo 2º do artigo 7º, nota-se uma evolução técnica, pois agora se prevê a adoção das tecnologias para a EFPC manter registro, por meio digital, de todos os documentos que suportam a tomada de decisão na aplicação dos recursos dos quais a EFPC tenha poder decisório sobre a sua realização.

Finalmente, os artigos 8º e 9º do capítulo II seção I trazem relevantes contribuições. O artigo 8º retira do administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) a atribuição de controlar os riscos dos recursos garantidores dos planos. O artigo 9º determina a designação de um administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos. É relevante destacar que essa diretriz está alinhada ao princípio da adequação quanto ao porte, complexidade e riscos intrínsecos aos planos de benefícios geridos pelas entidades, segundo o artigo 1º da Resolução CGPC n° 13, de 1º de outubro de 2004. Contudo, existe uma tendência de criação da posição de diretor de risco CRO (do inglês *chief risk officer*) nas instituições financeira que conduz sessões sobre o tema gerenciamento de riscos diretamente com o conselho de administração.

Resolução N° 3.792, de 24 de setembro de 2009	Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018	Comentário
<p>Capítulo II DAS DIRETRIZES PARA APLICAÇÃO DOS RECURSOS PELOS ADMINISTRADORES</p> <p>Art. 7º Nos termos do art. 35, §§ 5º e 6º, da Lei Complementar n°. 109, de 2001, a EFPC deve designar o administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ), responsável pela gestão, alocação, supervisão, <u>controle de risco</u> e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos e pela prestação de informações relativas à aplicação desses recursos.</p> <p>(Redação dada pela Resolução n° 4.275, de 31/10/2013)</p>	<p>Capítulo II DOS CONTROLES INTERNOS, DA AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO DE RISCO E DO CONFLITO DE INTERESSE</p> <p>Seção I Dos Controles Internos</p> <p>Art. 8º A EFPC deve designar o administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) como principal responsável pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos e pela prestação de informações relativas à aplicação desses recursos, nos termos dos §§ 5º e 6º do art. 35 da Lei Complementar n° 109, de 2001.</p> <p>Art. 9º <u>A EFPC deverá designar administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos, considerando o seu porte e complexidade, conforme regulamentação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).</u></p>	<p>O AETQ deixa de ser responsável pelo controle de risco.</p> <p>Há de se designar um administrador ou comitê com a função de gestão de riscos da EFPC.</p>

Tabela 2.4 – Evolução das diretrizes de acompanhamento e gerenciamento dos riscos
Fonte: Elaboração da autora com base na Resolução N° 3.792/2009 e Resolução N° 4.661/2018

A Resolução CMN N° 4.661/2018 dedica o Capítulo II aos controles internos, da avaliação e monitoramento de risco e do conflito de interesse. Surge então o conceito de monitoramento de risco e o tema conflito de interesse que na Resolução CMN N° 3.792/2009 não estava em destaque. O artigo 10º da seção II da avaliação e monitoramento de risco, que abre o assunto, atribui às entidades o dever de identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros inerentes a cada operação. O avanço aqui se deu na exigência de se analisar o risco, não apenas os já previstos na Resolução anterior como também, quaisquer outros riscos inerentes a cada operação realizada pela entidade. O parágrafo 1º do artigo 10 ressalta que deve ser realizada análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias, e o parágrafo 2º exige uma análise dos riscos independente da existência da avaliação de agência classificadora de risco.

A Resolução n° 4.275/2013 alterou a redação da Resolução N° 3.792/2009, Capítulo VII dos investimentos, seção V da condição dos ativos, e afirmava que a análise de risco deveria ser aprovada pelo órgão de governança competente e podia-se considerar, dentre outros critérios, a opinião emitida por agência de classificação de risco de crédito reconhecida pela CVM. O parágrafo 3º do artigo 10 clarifica que além do risco, deve ser avaliado, monitorado e gerenciado também o retorno esperado dos investimentos administrados pela entidade, bem como o administrado por terceiros, conforme o parágrafo 2º do artigo 11. E finalmente, o 4º e último parágrafo do artigo 10º expõe o viés da sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança a ser incorporado nas análises de investimentos das EFPC, também de risco. O artigo 11 da resolução referida reforça que a entidade deve adotar regras e implementar procedimentos para a seleção e o monitoramento de

administração de carteiras de valores mobiliários e de fundos de investimento. O parágrafo 1º do artigo 11 apresenta redação similar ao do artigo 9º da Resolução Nº 3.792/2009 que afirma que a EFPC deve avaliar se a segregação das funções de gestão, administração e custódia é suficiente para mitigar situações de conflito de interesse.

A Resolução CMN Nº 4.661/2018 dedica a seção III do Capítulo II dos controles internos, da avaliação e monitoramento de risco e do conflito de interesse ao tema conflito de interesse. Nota-se na tabela abaixo uma evolução na abrangência do conceito de conflito de interesses que não se limita aos prestadores de serviços e clareza quanto à possível foco de conflito.

Resolução Nº 3.792, de 24 de setembro de 2009	Resolução Nº 4.661, de 25 de maio de 2018	Comentário
Art. 10. A EFPC deve avaliar a capacidade técnica e potenciais conflitos de interesse dos seus prestadores de serviços. Parágrafo único. Sempre que houver alinhamento de interesses entre o prestador de serviços e a contraparte da EFPC, esta deve se assegurar de que o prestador de serviços tomou os cuidados necessários para lidar com os conflitos existentes.	Seção III Do Conflito de Interesse Art. 12. A EFPC deve avaliar a capacidade técnica e potenciais conflitos de interesse de seus prestadores de serviços <u>e das pessoas que participam do processo decisório, inclusive por meio de assessoramento.</u> Parágrafo único. <u>O conflito de interesse será configurado em quaisquer situações em que possam ser identificadas ações que não estejam alinhadas aos objetivos do plano administrado pela EFPC independentemente de obtenção de vantagem para si ou para outrem, da qual resulte ou não prejuízo.</u>	Ampliou a avaliação a ser feita quanto a potenciais conflitos de interesse não limitando aos prestadores de serviços como em 2009.

Tabela 2.5 – Comparativo entre Resoluções - Seção III Conflito de Interesse

Fonte: Elaboração da autora com base na Resolução Nº 4.661/2018 e Resolução Nº 3.792/2009

Vale destacar que ao comparar o parágrafo 1º do artigo 13 da Resolução Nº 3.792/2009 com a norma vigente, a diretriz de cálculo da “divergência não planejada” (*tracking error*) definida como a diferença entre o resultado dos investimentos e o seu valor projetado foi extinta. Contudo, na Resolução Nº 4.661/2018 Seção II Da Avaliação e Monitoramento de Risco parágrafo 3º do artigo 10 afirma que a EFPC deve avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos.

A OECD (2016) atribui ao órgão de governança do Fundo de Pensão, nesse caso ao Conselho Deliberativo, a definição das principais metas ou missão do fundo de pensão, além de identificar os principais riscos e definir as principais políticas, incluindo a política de investimento, a política de remuneração, a política de gerenciamento de riscos.

O tópico gerenciamento de riscos também estava presente no Capítulo V da Política de Investimento da Resolução Nº 3.792/2009 revogada. Na tabela a seguir é possível identificar a evolução das diretrizes de acompanhamento e gerenciamento dos riscos de 2009 para 2018 na Política de Investimentos.

Resolução N° 3.792, de 24 de setembro de 2009	Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018	Comentário
<p>Capítulo V DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO</p> <p>Art. 16</p> <p>§ 3º A política de investimento de cada plano deve conter, no mínimo, os seguintes itens:</p> <p>VII - a metodologia e os critérios para avaliação dos riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico.</p>	<p>Capítulo II DOS CONTROLES INTERNOS, DA AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO DE RISCO E DO CONFLITO DE INTERESSE</p> <p>Seção II Da Avaliação e Monitoramento de Risco</p> <p>Art. 10. A EFPC, na administração da carteira própria, deve identificar <u>analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros inerentes a cada operação.</u></p> <p>§ 1º <u>A EFPC deve realizar análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias reais ou fidejussórias.</u></p> <p>§ 2º <u>A utilização de avaliação de agência classificadora de risco não substitui a necessária análise dos riscos mencionados no caput.</u></p> <p>§ 3º <u>A EFPC deve avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos.</u></p>	<p>Não existe mais a diretriz de apresentar na Política de Investimentos a metodologia e critérios para avaliação dos riscos.</p>
<p>VIII - a observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental.</p>	<p>Art. 10.</p> <p>§ 4º <u>A EFPC deve considerar na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.</u></p>	<p>As considerações quanto as questões ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG) dos investimentos deve sempre que possível ter em conta o viés do risco.</p>

Tabela 2.6 – Evolução das diretrizes de gestão de riscos na Política de Investimentos
Fonte: Elaboração da autora com base na Resolução N° 3.792/2009 e Resolução N° 4.661/2018

Nota-se que a resolução vigente foi aprimorada quanto à gestão de riscos, com a incorporação das melhores práticas internacionais, especialmente aquelas relacionadas à gestão baseada em riscos. Surge o conceito de monitoramento de riscos, além da expansão dos riscos a serem mapeados de acordo com a operação de modo obrigatório e previamente. As questões ASG passam a ter um viés de risco e fica estabelecida a existência de um administrador ou comitê com a função de gestão de risco na entidade, segregando as funções de gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos investimentos, todas de responsabilidade do AETQ, da gestão de riscos. E finalmente, o merecido

destaque ao tema conflito de interesse pode ser explicado por ser um dos grupos de condutas ilícitas descritas no Decreto nº 4.942, de 30 de dezembro de 2003 que regula o processo administrativo para sanções em caso de infração à legislação do regime de previdência complementar (Zanetti, 2017).

2.3.3. Práticas em Gestão de Riscos das Instituições Financeiras do Brasil

A legislação vigente para as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN que se relaciona a gestão de riscos é a Resolução CMN nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital. As exigências a serem cumpridas pelas instituições se diferenciam de acordo com as regras determinadas pela Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017, que categoriza as instituições de Segmento 1 (S1) até segmento 5 (S5), considerando o porte definido com base na proporção sobre o Produto Interno Bruto (PIB) e atividade internacional. Vale destacar que o Capítulo VIII da Resolução CMN nº 4.557/2017 versa sobre as dispensas específicas por segmento das instituições S2, S3 e S4. De acordo com o artigo 3º da Resolução nº 4.557/2017, fica determinado que as instituições enquadradas no segmento S5 devem implementar uma estrutura simplificada de gerenciamento contínuo de riscos, conforme os artigos 61 a 67. Nota-se que a simplificação para o efetivo gerenciamento de riscos das instituições S5 teve a eliminação da diretriz “avaliar os riscos decorrentes das condições macroeconômicas e dos mercados em que a instituição atua”.

Dentre as boas práticas de gerenciamento de riscos já presentes na atual Resolução das instituições financeiras, pode-se destacar os seguintes requisitos:

- Gerenciamento de riscos contínuo e integrado.
- Declaração de Apetite por Riscos (RAS) - determina que os níveis de apetite por riscos devem ser documentados na RAS, considerando os tipos, níveis, capacidade, os objetivos estratégicos, as condições de competitividade e o ambiente regulatório da instituição. O alinhamento do perfil de risco aos objetivos estratégicos das organizações é um requisito freqüente nos *frameworks* de risco, conforme já abordado anteriormente.
- Cultura de gerenciamento de riscos – surge como uma das atribuições do conselho de administração realizar a disseminação. O tema deve compor inclusive os relatórios gerenciais tempestivos para a diretoria da instituição, o comitê de riscos, e o conselho de administração, quando existente, versando sobre o grau de disseminação da cultura de gerenciamento de riscos (exceto para S3 e S4).
- Governança do gerenciamento de riscos (capítulo V)
- Governança de TI
- Transparência da estrutura de gerenciamento de riscos (capítulo VII)
- Indicação de um diretor para gerenciamento de riscos (do inglês *Chief Risk Officer* -CRO)
- Constituição de comitê de riscos

- Programa de Testes de estresse

Logicamente, a regulação para as instituições financeiras no Brasil está alinhada as boas práticas internacionais como o Acordo de Basileia III, publicada em dezembro de 2010, revista em junho de 2011, para entrada em vigor em janeiro de 2013. Contudo, as possíveis melhorias na resolução vigente para o setor não são alvo deste estudo.

Apenas como referência para o setor financeiro, o estudo de Gontarek (2016) afirma que desde o estabelecimento do Acordo de Basileia III, existem expectativas elevadas de que os bancos implementem uma estrutura de governança de risco que inclua um comitê de risco em nível de diretoria, um diretor de risco (CRO) com poderes, a declaração de apetite por riscos (RAS) aprovada pela diretoria e o desenvolvimento de uma cultura de risco robusta sob responsabilidade da diretoria. O autor afirma que cada vez mais, os dois últimos elementos, apetite ao risco e também cultura e conduta, estão ganhando importância à medida que a atenção regulatória tem como foco não apenas o capital enquanto métrica.

Por fim, a análise de boas práticas de gestão de riscos foi realizada com base nas regras impostas às instituições financeiras por dois motivos: as regras para gerenciamento de riscos tem avançado mais rapidamente no setor financeiro do que no setor de seguros e a Previc e BACEN desde 2016 possuem um convênio firmado visando ampliar a cooperação entre as duas entidades no que tange aos dados e metodologias de trabalho. Acredita-se que desse intercâmbio sairá frutos regulatórios e de melhorias na supervisão para o setor das EFPC.

Vale lembrar que deve existir um equilíbrio nos requisitos exigidos pelos órgãos reguladores dos fundos de pensões, visando a proteção das partes interessadas e a estabilidade financeira, frente ao momento econômico desafiante de aumento do passivo dos planos BD dos fundos de pensões devido ao aumento da expectativa de vida conjugado com a queda nas taxas de juros. Os autores Boon, Brière, & Rigot, (2018) realizaram um recente estudo em que mostraram como a evolução da regulação do setor de fundos de pensões nos EUA, Canadá e Holanda afetou o portfólio de investimentos dos planos BDs por vinte anos, desde 1992 até 2011. Foram comparados sete requisitos regulatórios classificados em três categorias: restrições de investimento, requisitos de avaliação e requisitos de financiamento. Em comum, o estudo apontou que durante o período analisado todos os fundos de pensões tinham que obedecer à regra da pessoa prudente (do inglês *prudent person rule* PPR), uma lei composta por deveres e princípios orientados ao comportamento, mas que não proíbe explicitamente os gestores de explorar ou limitar oportunidades de investimentos. Dentre esses deveres, destacam-se agir com prudência e com a devida diligência com relação à administração de um fundo de pensão e de seus ativos; dever de lealdade a entidade e seus membros; e princípio de diversificação. Nos Fundos de Pensões, diferente do setor bancário e de seguros, há menos harmonização regulatória entre os países, inclusive até recentemente, os fundos de pensões do Canadá, Europa e economias emergentes, eram regulados com base em restrições rígidas de investimento, como limites de portfólio. No entanto, atualmente essas regras de investimento estão sendo flexibilizadas e substituídas por requisitos de solvência (nos EUA, Reino Unido e Canadá) ou por requisitos de capital baseado em risco (na Europa continental). Nota-se que as restrições baseadas em VaR amplamente utilizadas por bancos e seguradoras em todo mundo, estão presentes apenas em alguns países como a Holanda que impõem requisitos de capital de solvência em fundos de pensões com base em uma avaliação VaR. Os autores afirmam que a

Comissão Européia também está demonstrando grande interesse em estender a regulamentação baseada em VaR dos fundos de pensões em toda a Europa. Os resultados das regressões apresentadas no estudo destacam que a regulamentação tem em muitos casos mais influência sobre as escolhas de alocação de ativos do que as características dos fundos de pensões, como maturidade, porte e taxa de desconto das obrigações. Entre as opções regulatórias consideradas, os requisitos de capital baseado em risco e a marcação a mercado MtM têm o maior impacto econômico. Contudo, os autores mostram que em meio a preocupações de que a regulamentação baseada em risco possa levar a riscos excessivos durante o estresse do mercado financeiro, são fornecidas evidências que atenuam essa apreensão: a exposição relativa de um investidor com restrição de limite de risco e de um investidor sem restrição é semelhante durante períodos de crise e sem crise.

3. METODOLOGIA

Neste capítulo, será esclarecida a estratégia de investigação, o método para a recolha de informação, perfil da amostra, bem como as técnicas de elaboração do questionário adotado e os procedimentos de análise de dados. O tema dessa dissertação baseia-se na escassez de estudos sobre gestão de riscos nos fundos de pensões e na recente mudança normativa que impôs uma regra única independente da complexidade da massa de participantes, do porte das instituições e riscos inerentes dos planos geridos. Além do mais, o ambiente atual de redução de juros do Brasil estimulará as entidades a correr mais riscos para atingir as metas atuariais e os índices de referência. Levando tudo isso em consideração, é relevante saber a opinião dos gerentes de riscos quanto às práticas de gestão de riscos atuais, antecessoras e sucessoras, especialmente porque eles podem ser responsabilizados no futuro.

3.1. TIPO DE PESQUISA

A finalidade dessa dissertação se categoriza como pesquisa básica estratégica a qual busca aprofundar o conhecimento acadêmico sobre gestão de riscos nas entidades fechadas de previdência complementar no Brasil, assim como avançar no desenvolvimento de melhorias para a regulação do setor e servir de fonte de boas práticas para os fundos de pensões. A natureza dessa dissertação é definida como descritiva, pois busca-se coletar informações acadêmicas e documentos publicados recentemente e interpretar de maneira organizada, buscando responder o problema da investigação a ser apresentado a seguir. Ao mesmo tempo, a pesquisa se caracteriza por ser exploratória, pois investigações na literatura e consultas aos especialistas em gestão de riscos dos fundos de pensões brasileiros foram realizadas. A pesquisa exploratória, de acordo com Vergara (2004) pode ser realizada em áreas onde há pouco conhecimento acumulado e sistematizado e devido a sua natureza de sondagem, não comporta hipóteses que podem vir a surgir no decorrer ou final da pesquisa. Saunders, Lewis, & Thornhill (2009) indicam que um estudo exploratório é útil para esclarecer a compreensão de um problema de maneira flexível. Quanto a estratégia da investigação, foi utilizada neste trabalho o levantamento (do inglês *survey*) muito popular em pesquisa de negócios e gestão por ser percebida como confiável para responder a perguntas do tipo quem, o que, onde e quanto. Além do mais, permite a coleta de grande quantidade de dados por meio de questionário aplicado a uma amostra, obtendo dados padronizados que permitem rápida comparação (Saunders et al., 2009).

O método dedutivo foi utilizado tanto para a coleta das respostas ao questionário quanto para a análise das respostas, ou seja, as legislações e teorias já existentes que estavam disponíveis foram utilizadas para criar a abordagem adotada no processo de pesquisa qualitativa e análise de dados. Um ponto interessante a respeito da pesquisa qualitativa é que ela permite a realização de estudos aprofundados sobre uma ampla variedade de tópicos, além de oferecer liberdade na seleção de temas de interesse frente aos outros métodos de pesquisa que tendem a ser limitados (Yin, 2016). Os métodos de recolha de informação foram usados em combinação, são eles: análise documental e questionários. Os questionários enviados às entidades selecionadas da amostra foram a principal fonte primária de recolha de informação para este trabalho. Durante 3 semanas do mês de julho de 2020 a pesquisa esteve aberta e os respondentes puderam contribuir para esta investigação. Já os dados recolhidos através de revisão literária, livros, teses, legislações e artigos científicos são informações secundárias utilizadas ao longo do trabalho. Portanto, a dissertação apresentada

caracteriza-se por ter abordagem dedutiva qualitativa, criada a partir da estratégia de levantamento com natureza descritiva exploratória na qual se pretende responder ao seguinte problema da Investigação: Qual a percepção dos gestores de riscos das principais Entidades Fechadas de Previdência Complementar diante das exigências normativas em vigor desde maio de 2018 quanto a atuação, viabilização e avanço de novas regras na gestão de riscos do setor?

3.2. PERFIL DA AMOSTRA, ELABORAÇÃO DO QUESTIONÁRIO E RECOLHA DE DADOS

Segundo Gil (1989), a amostragem por acessibilidade ou por conveniência é destituída de qualquer rigor estatístico e se caracteriza por ser o menos rigoroso de todos os tipos de amostragem, pois o pesquisador seleciona os elementos a que tem acesso, admitindo que estes possam representar o universo da população. A amostra é composta por seis fundos de pensões do Brasil que em termos de patrimônio individual estão acima de R\$ 10 bilhões na data base de 31 de dezembro de 2019, de acordo com o relatório Consolidado Estatístico disponível no site da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP). Essas entidades juntas possuem um volume de investimento de aproximadamente R\$ 421 bilhões dos R\$ 949 bilhões registrados como investimento de todas as EFPCs no consolidado estatístico, representando, assim, 44% do volume total. Em termos de população, essas seis entidades juntas respondem por 9% dos participantes ativos, 21% dos dependentes e 32% dos assistidos do total de EFPC em dezembro de 2019. Vale lembrar que todas as entidades selecionadas para participar da pesquisa estão enquadradas como Entidades Sistemicamente Importantes (ESI), para fins de supervisão prudencial e proporcionalidade regulatória, de acordo com o órgão supervisor, Previc. Apesar da amostra parecer pequena, a quantidade de respostas obtidas é representativa, especialmente porque os fundos com volume menor de ativos sob gestão costumam realizar *benchmarking* junto as maiores entidades, então, coletar as opiniões dessas seis entidades ajuda a compreender que ideias são propagadas e quais práticas são adotadas no setor. A tabela abaixo lista das entidades participantes desta pesquisa:

Posição no Ranking da Abrapp#	EFPC	R\$ bilhões	% do total das EFPC
1	Previ	212.882.527	22%
2	Petros	90.415.883	10%
3	Funcef	73.594.495	8%
8	Sistel	19.300.918	2%
11	Fapes	14.695.314	2%
13	Fundação Atlântico	10.985.243	1%
Total da Amostra	6	421.874.380	
Total das EFPC		949.952.730	44%

Tabela 3.1 – Perfil da amostra do Consolidado Estatístico Abrapp de 31/12/2019
Fonte: Elaboração da autora adaptada de (Abrapp & Sindapp, 2019)

O questionário foi enviado diretamente via e-mail para o gerente/assessor/especialista ou diretor responsável por riscos, controle, governança e *compliance* das entidades. Quando não foi possível localizar o e-mail do responsável pelo tema risco em determinada fundação, foi enviado um *e-mail* para o “fale conosco” ou “formulário de atendimento”. E finalmente, a abordagem de contato através da plataforma *LinkedIn* de envio do *link* da pesquisa para o responsável foi realizada quando as tentativas anteriores não tiveram sucesso. A investigadora garantiu aos respondentes que a pesquisa seria anônima e com garantia da confidencialidade das informações partilhadas. A estrutura da pesquisa encontra-se no capítulo “8. Anexos”, identificado como “Anexo I”.

O questionário foi dividido em quatro grandes grupos, a saber:

1. Dados Profissionais do respondente;
2. Avanços da Gestão de Riscos nas EPFC, percebido pelos respondentes, a partir da publicação da Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018;
3. Desafios da Gestão de Riscos em atendimento a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018; e
4. Necessidade de melhorias na norma atual em atendimento as boas práticas de Gestão de Riscos em outros setores.

As perguntas foram categorizadas de acordo com os objetivos em três grupos distintos: avanços da gestão de riscos nas EPFC de 2018 até o momento, desafios da gestão de riscos em atendimento a nova norma e, finalmente, a percepção da necessidade de melhorias na norma em atendimento as boas práticas de gestão de riscos vigentes em outros setores. Cada uma dessas categorias possuía duas, uma e uma pergunta aberta, respectivamente. Os participantes não tiveram conhecimento dessas categorias de modo a não direcionar as respostas dadas. Inicialmente a pesquisa ficou disponível entre os dias 13 de julho e 24 de julho de 2020. Em seguida, foi realizado novo contato com os responsáveis que ainda não haviam participado da pesquisa e houve extensão do prazo de conclusão até 31 de julho de 2020. O questionário foi respondido “*on-line*” através do plano pago da plataforma “*Survey Monkey*” que permite o acesso a pesquisa via computador, *tablet* ou telemóvel, com uma duração média de 14 minutos. No total, foram recolhidos 6 inquéritos referentes a 6 entidades, entre os dias 13 de julho e 31 de julho de 2020.

As questões a serem investigadas tiveram por fundamento os seguintes artigos e legislações, conforme a tabela abaixo:

#	Bloco de Questões do Questionário	Artigos e Legislações
2	Avanços da Gestão de Riscos nas EPFC, percebido pelos respondentes, a partir da publicação da Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Resolução N° 4.661 de 25, de maio de 2018 BACEN. ✓ Resolução N° 3.792, de 24 de setembro de 2009 BACEN ✓ <i>Regulation and pension fund risk-taking</i> (Boon et al., 2018)
3	Desafios da Gestão de Riscos em atendimento a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Gestão de Riscos em Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil: Legislações, Teorias e Práticas de Mercado (Guiotti et al., 2020)
4	Necessidade de melhorias na norma atual em atendimento as boas práticas de Gestão de Riscos em outros setores	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Processo de Adaptação às Novas Normas de Gestão Integrada de Riscos sob a Ótica da Teoria Institucional (Friedrich, Boff, & Zanievicz, 2019) ✓ Resolução N° 4.557, de 23 de fevereiro de 2017 BACEN.

Tabela 3.2 – Questões de Pesquisa x Artigos / Legislações

Fonte: Elaboração da autora

3.3. PROCEDIMENTO DE ANÁLISE DOS DADOS

Adotou-se a abordagem dedutiva qualitativa para esta dissertação, empregando a estratégia de levantamento via questionários. Assim, os dados que foram coletados serão tratados de forma não estatística, com exceção das informações referentes a qualificação dos profissionais tratadas em uma planilha do *software* Excel de modo quantitativo. Independente do modo como serão analisados os dados, o rigor em se verificar a precisão das informações, garantir uma análise detalhada e reconhecer os vieses indesejáveis do próprio autor, deve ser almejado (Yin, 2016). Quanto a técnica de tratamento das respostas abertas e semi-abertas, foi utilizada a análise de conteúdo. De acordo com a autora Bardin (2011) essa técnica de análise da comunicação permite de forma objetiva realizar inferência do conteúdo a partir das variáveis inferidas, como as palavras, contidas nas respostas. Essa metodologia possui três fases: pré-análise; exploração do material; e última fase tratamento dos resultados via inferência e interpretação (Bardin, 2011). Durante a pré-análise, o material foi organizado e seguido por uma leitura flutuante das repostas. Leitura flutuante é uma leitura aberta as idéias, realizada de forma intuitiva (F. M. Santos, 2012). Em seguida, foram escolhidas as categorias com base nas questões norteadoras e finalmente, os temas foram organizados. Vale lembrar que todas as regras impostas pela metodologia foram seguidas: nenhuma resposta foi omitida, a amostra utilizada é representativa para o setor em termos de volume de recursos sob gestão, bem como da representatividade do percentual de participantes do setor. Além disso, a técnica utilizada e o prazo concedido para participação na pesquisa foi igual para todos e as respostas eram pertinentes. Na fase de exploração das respostas foram escolhidas as unidades de codificação adotando-se como unidade de registro a palavra. O critério de categorização utilizado foi o semântico e os temas foram escolhidos *a priori* da pesquisa. As categorias adotadas, que atendem as regras de qualidade da metodologia são as seguintes: (1) Avanços da Gestão de Riscos; (2) Desafios da Gestão de Riscos; e (3) Melhorias na norma atual de Gestão de Riscos. A seguir, os temas nas categorias foram definidos com base no conceito do referencial teórico. As duas últimas fases da

metodologia, exploração das respostas do questionário e tratamento dos resultados via inferência e interpretação, estão detalhadas no capítulo 4.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta a exploração das respostas do questionário provenientes da pesquisa qualitativa e o tratamento dos resultados via inferência e interpretação. Primeiramente, foram reveladas as informações que caracterizam a amostra de respondentes considerando os dados profissionais. Em seguida, as quatro categorias para cada grupo de respostas foram propostas, de acordo com a metodologia de análise de conteúdo, detalhada anteriormente. E para atender a última fase da metodologia, foi realizado o tratamento dos resultados através de inferência e interpretação. Esta retorna aos marcos teóricos para embasar o estudo (F. M. Santos, 2012). Yin (2016) afirma que nem todos os estudos têm a pretensão de generalização analítica dos resultados, contudo, estudos qualitativos têm a propensão a generalizar para outras situações. Nesse sentido, o questionário de pesquisa de levantamento utilizado neste estudo teve como objetivo obter informação descritiva que permita explicar a percepção dos gestores de riscos das principais Entidades Fechadas de Previdência Complementar diante das exigências normativas em vigor desde maio de 2018 quanto a atuação, viabilização e avanço de novas regras na gestão de riscos do setor. Foram recolhidas 6 respostas no total.

O questionário divide-se em quatro blocos principais, a saber:

1. Dados profissionais dos respondentes;
2. Avanços da Gestão de Riscos nas EPFC, percebido pelos respondentes, a partir da publicação da Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018;
3. Desafios da Gestão de Riscos em atendimento a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018;
4. Necessidade de melhorias na norma atual em atendimento as boas práticas de Gestão de Riscos em outros setores;

4.1. RESULTADO DA PESQUISA QUANTITATIVA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta parte do trabalho é detalhado o perfil dos respondentes, a contemplar informações relativas a idade, experiência com o tema Gestão de Riscos, principais responsabilidades nas funções, experiência em Fundos de Pensões, e formação acadêmica. A maior frequência da idade dos respondentes situa-se entre os 45 e os 54 anos (50%). Nos anos de experiência com a gestão de riscos, verifica-se que a maioria dos respondentes tem pelo menos 5 anos de experiência, havendo maior frequência nos profissionais com 10 anos ou mais de experiência com o tema. Dentre as opções aplicáveis que descrevem as atribuições com a gestão de riscos, os profissionais poderiam selecionar quantas opções desejassem e a mais votada foi “identificar, analisar e avaliar” correspondendo a 4 respondentes, e 3 inquiridos selecionaram a opção “gerenciar”. Quanto ao tempo de trabalho na atual entidade, os respondentes com pelo menos 5 anos, mas menos de 10 anos totalizam 66,67% do universo de respondentes. E finalmente, quanto a formação acadêmica, a maior frequência de respostas foi de respondentes economistas.

4.2. RESULTADOS DA PESQUISA QUALITATIVA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados das respostas dos blocos 2 a 4 do questionário compõem a parte qualitativa do trabalho. Nesta seção são comparadas as respostas obtidas com o que foi efetivamente encontrado sobre o tema gestão de riscos na análise documental, compondo a fundamentação teórica que dará consistência e sentido à interpretação da pesquisa. Conforme mencionado na seção 3.3, as três categorias-síntese adotadas foram definidas *a priori* a partir da teoria estudada, são elas: (1) Avanços da Gestão de Riscos; (2) Desafios da Gestão de Riscos; e (3) Melhorias na norma atual de Gestão de Riscos. A seguir, foram agrupados os temas nas categorias definidas, em quadros matriciais e elaboradas as definições de cada categoria, respeitando o conceito do referencial teórico.

Categoria-síntese 1 – Avanços da Gestão de Riscos

Quanto a definição dessa categoria, os responsáveis pela gestão de riscos das entidades da amostra foram questionados sobre a evolução do tema de 2009 para 2018, buscando capturar os avanços da Gestão de Riscos nas EFPC a partir da publicação da Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018. Foram feitas quatro perguntas no total, sendo duas abertas e duas fechadas que remeteram aos seguintes temas: Benefícios ao implementar, Integração aos demais processos, Eficiência e Investimentos realizados. A primeira questão colocada era uma pergunta aberta, para coleta de opinião, e de resposta não estruturada que pretende aferir o ganho em adotar os novos procedimentos exigidos pela norma publicada em 2018: “Quais são os benefícios para a sua Fundação ao implementar a Gestão de Riscos preconizada pela Resolução N° 4.661?”. A questão posterior era também uma pergunta aberta para coleta de opinião voltada ao tema “Integração aos demais processos”, que pretende aferir se a gestão de riscos era parte integrante de todos os processos organizacionais, incluindo o planejamento estratégico e gestão de projetos, ou se a gestão de riscos era uma atividade vista como acessória desconectada da estratégia da entidade. A pergunta subsequente era fechada e pretendia aferir a eficiência dos procedimentos foi: “Você concorda que a atual Resolução melhorou a eficiência da Gestão de Riscos na sua entidade?”, a maioria das respostas (5) foi concordante, contra apenas 1 discordante. A resposta mais frequente foi a “Concordo”. Finalmente, a última pergunta do bloco 2 de questões, “Selecione os recursos nos quais foram necessários investimentos para implementar a atual Resolução no que tange o gerenciamento de riscos” pretende-se aferir o investimento realizado pela entidade para atender as necessidades de adaptação e melhorias em sistemas, equipe, contratação de serviços, dentre outros, para estar aderente a Resolução. Logicamente os respondentes poderiam selecionar quantas opções desejassem, bem como, complementar a coleta de opinião ao selecionar a opção “outros recursos (especifique)”. Na análise às respostas obtidas, (2) respondentes assinalaram investimentos em sistemas, (1) em Ferramentas de Apoio e/ou Treinamento específico, (2) em Contratação de equipe, (2) em contratação de serviço(s) especializado(s) e (2) respondentes detalharam seus investimentos, a saber, conforme a tabela a seguir:



Tabela 4.1 – Quadro Matricial categoria-síntese 1 “Avanços da Gestão de Riscos”
Fonte: Elaboração da autora

No que se refere ao tema "benefícios ao implementar", os resultados indicaram o fortalecimento da governança das entidades através da segregação de funções e independência da atuação das áreas como um ponto positivo. O maior detalhamento das informações sobre os investimentos realizados de modo padronizado, bem como a análise dos investimentos sob o aspecto do risco, permitem adequada avaliação dos riscos incorridos e dificulta o investimento em ativos de alto risco. Autores como Antolín & Stewart (2009) destacam que é necessário reforçar a gestão de riscos dos fundos de pensões para reduzir a exposição indevida a investimentos arriscados. Além disso, a governança dos fundos de pensões precisa ser aprimorada para evitar a exposição a ativos não totalmente compreendidos. Quer dizer, os resultados obtidos estão aderentes à literatura. Quanto a integração aos demais processos, quatro respondentes (67%) afirmam que a gestão de Riscos se tornou parte integrante de todos os processos organizacionais e direcionadora de ações, sendo parte central do processo decisório inclusive do planejamento estratégico, contribuindo para o processo de tomada de decisão, permeando todas as áreas da entidade. Contudo, em algumas entidades (33%) a integração ainda enfrenta resistências, mas, por se tratar de uma exigência legal, esse cenário de recusa tende a mudar. Especialmente, visto que os responsáveis pela gestão de risco concordam em grande maioria (83%) que a norma vigente auxilia na melhora da eficiência da gestão de riscos das

fundações, exceto um respondente que discorda totalmente da afirmação. Em relação à questão "de eficiência", Stewart (2009) afirma que as estruturas de gerenciamento de risco são definidas como um processo que fornece uma garantia razoável em termos de eficácia e eficiência das operações e deve operar continuamente em todos os níveis da organização envolvendo toda a equipe.

Salienta-se que para colocar em prática a atual Resolução N° 4.661/2018 no que tange o gerenciamento de riscos, todas as entidades respondentes realizaram investimentos em diferentes recursos, sejam eles sistemas, equipe, treinamento, serviços especializados, ferramentas de apoio e treinamentos. Além disso, foi revelada a necessidade de aprimorar a gestão do conhecimento na gerência responsável pelo tema e realizar melhorias em relatórios e reportes, em uma entidade (17%). Vale lembrar que o porte, complexidade e riscos intrínsecos aos planos de benefícios administrados, mesmo na amostra selecionada de entidades com gestão de recursos acima de 10 bilhões é diverso e não se sabe qual o ônus total final que as entidades passaram a incorrer com as contratações/investimentos necessários. Contudo, deduz-se que no caso das entidades de menor estrutura, provavelmente foi necessário investir em outros recursos além dos listados para ter uma estrutura mínima que atenda a implementação das diretrizes. De acordo com o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (2004), as EFPC devem manter estrutura suficiente para administrar seus planos de benefícios, evitando desperdícios de qualquer natureza ou a prática de custos incompatíveis. Logo, a gestão de riscos e a estrutura necessária devem estar alinhadas ao orçamento das entidades.

Assim, há relatos na literatura que apóiam os resultados encontrados na "Categoria-síntese 1: Avanços da Gestão de Riscos", especialmente quanto ao tema benefícios ao implementar a gestão de riscos cujas respostas obtidas estão coerentes e alinhadas com o que a literatura apresenta. No entanto, questões relativas à integração da gestão de riscos nos processos organizacionais como tema direcionador de ações devem ser revistas e trabalhadas, com a divulgação de pesquisas que melhor esclareçam os benefícios, visando minimizar a resistência e entendimento sobre o tema.

Categoria-síntese 2 – Desafios da Gestão de Riscos

A segunda categoria, "Desafios da Gestão de Riscos" tem como definição mapear as dificuldades enfrentadas, percebidas pelos respondentes, ao implementar a Gestão de Riscos em atendimento a Resolução N° 4.661, de 25 de maio de 2018. Foram feitas seis perguntas no total, sendo uma aberta e as cinco demais semi-abertas que permitiam comentários livres de modo a esclarecer a resposta. A primeira pergunta "Falta uma metodologia de gerenciamento de riscos aplicável exclusivamente aos Fundos de Pensões? Se sim, o que ela deveria contemplar?" questiona se a falta de um *framework* de gerenciamento de riscos exclusivo ao setor de fundos de pensões dificulta o atendimento do normativo em vigor. A resposta mais escolhida foi "Não" com 83,33% e apenas (1) respondente optou pela resposta "sim" e detalhou a questão, conforme apresenta o quadro matricial da categoria a ser exibido a seguir. A pergunta subsequente questiona a falta de recursos disponíveis no mercado para o monitoramento e reporte dos principais riscos de um fundo de pensão. A resposta mais escolhida foi "Não" com 83,33%. Um respondente optou pela resposta "sim" e complementou como mostra o quadro matricial a seguir. A questão seguinte pergunta o quanto a promoção de uma cultura de gestão integrada de riscos dirigida a todos os empregados está disseminada na entidade. A maioria dos respondentes considera que a cultura de gestão integrada de riscos está muito disseminada internamente, obtendo-se 66,67% das respostas. Apenas

(2) respondentes consideram o tema “mais ou menos” disseminado o que evidencia a probabilidade de existir espaço para melhorias. A pergunta subsequente questiona os respondentes acerca da abrangência da atual Resolução, do atendimento das particularidades das entidades e da facilidade de interpretação e implementação dos aspectos de gerenciamento de riscos descritos no normativo. Houve um empate de opiniões e três inquiridos (optaram pelo “Não”) comentaram a resposta conforme descrito no quadro matricial, quanto a características das partes interessadas, setor e da norma que consideram importante ressaltar como situações de adversidades. Na próxima pergunta, questiona-se os respondentes acerca dos impactos na autonomia das áreas e da governança da Fundação em atendimento a Resolução vigente. A opção “Não” foi unanimidade (100%) entre os inquiridos, que afirmavam que não houve conseqüências quanto a este aspecto. E finalmente, a última pergunta do bloco três do questionário sobre os desafios era aberta e tencionava obter opinião acerca do tipo de gestão de riscos, se era realizada de maneira estruturada (contendo indicadores, limites, processo de validação) ou de maneira segmentada.

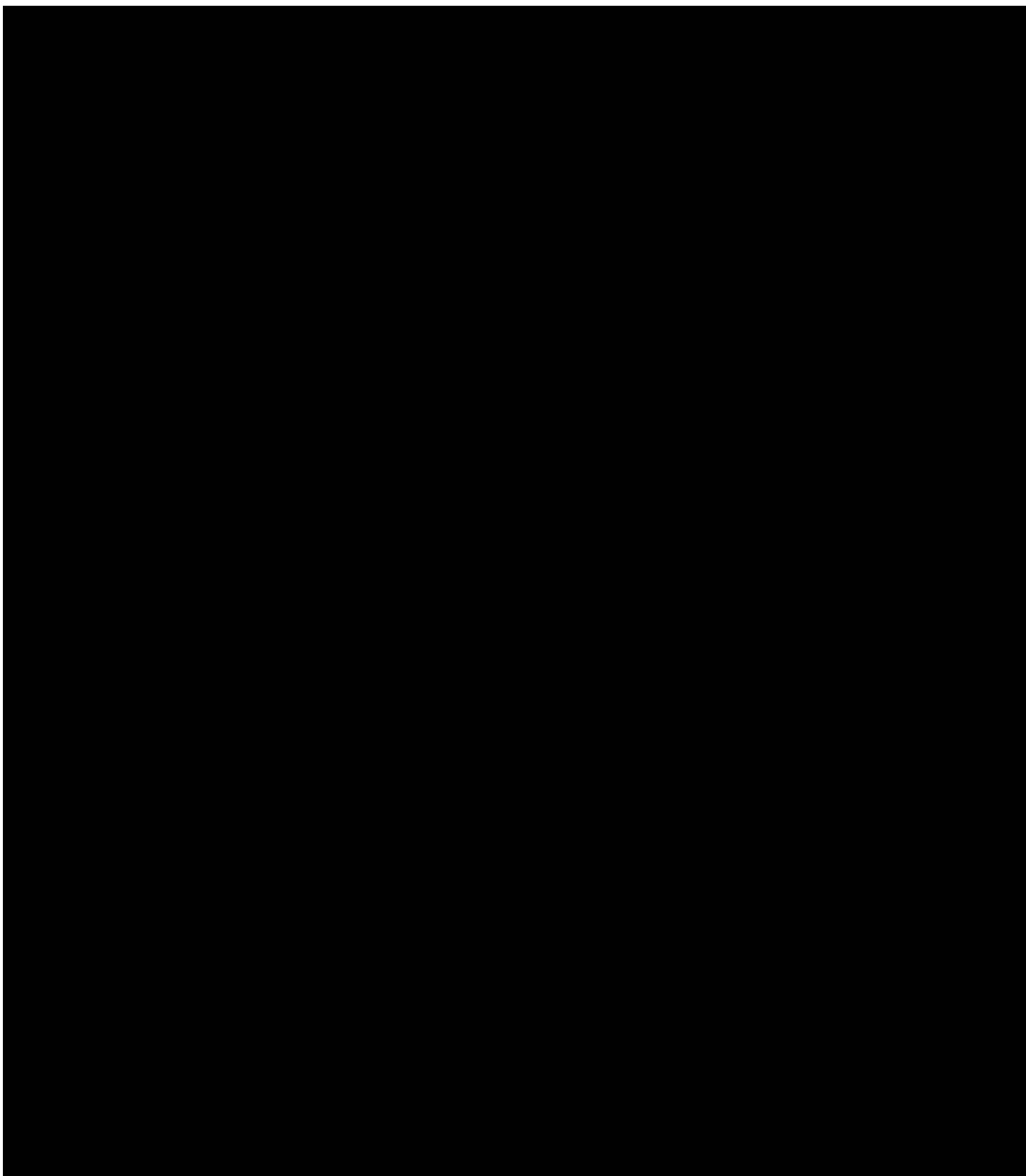


Tabela 4.2 – Quadro Matricial categoria-síntese 2 “Desafios da Gestão de Riscos”
Fonte: Elaboração da autora

Os resultados dessa categoria indicam quais são os desafios, na percepção dos responsáveis pela gestão de riscos nas entidades, a serem enfrentados pelas EFPC para viabilizar a gestão de riscos seja por questões externas ou internas. As respostas quanto a necessidade de um *framework* devido a falta de uma metodologia exclusiva de gestão de riscos aplicável ao setor e quanto a falta de recursos disponíveis no mercado para o monitoramento e reporte dos riscos, na ótica dos respondentes, estão coerentes e alinhadas, sendo ambas a maioria das respostas como negativa (83%). Embora, um único respondente tenha afirmado tal necessidade em ambas as questões (17%) apontando a necessidade de uma metodologia para gerenciar apenas três dos sete riscos obrigatórios pela norma (mercado, crédito e atuarial) o comentário feito para embasar a resposta quanto a falta de recursos foi desprezado por ter sido considerado evasivo. O resultado do tema cultura de gestão integrada de riscos mostra que o assunto está presente nas entidades de maneira muito difundida (67%), contudo, ainda há espaço para promover o assunto nas entidades nas quais esteja relativamente difundido (33%).

Quanto ao atendimento das especificidades das entidades do setor por parte da norma vigente, não houve consenso entre os respondentes e sim empate de opiniões. Sabe-se que o universo das entidades é heterogêneo devido a complexidade da massa de participantes, porte, diferentes planos sob gestão. Assim, é difícil uma norma única abarcar toda diversidade. Além do mais, as entidades não possuem a opção de acatar ou não a norma, pois ela é impositiva, o que faz com que algumas generalizações como o tratamento igual dado a entidades tão distintas, leve a discordância. Esse resultado reforça o estudo de Zanetti (2017), ao afirmar que no campo regulatório dos fundos de pensões, percebe-se que o Estado não apenas fomenta o gerenciamento de riscos, mas também, por vezes, obriga as entidades a monitorar seus riscos a partir de instruções que eventualmente podem se tornar problemáticas para as EFPC em geral, em função do detalhamento excessivo. Ainda sobre esse tema, o resultado da pesquisa também mostra a forma equivocada como alguns *stakeholders* creditam o não atingimento dos *benchmarks* dos investimentos a incapacidade das equipes avaliar todos os riscos existentes nas operações. Isto pode conduzir a uma decisão errada, insatisfação com os resultados atingidos ou provocar retrocessos no processo de gestão de riscos.

A gestão integrada de riscos já é uma realidade entre as entidades (67%) e boas práticas como indicadores, limites de risco, processos de validação foram adotadas pelas entidades de maneira a se adaptar a estrutura e realidade de cada uma. Entretanto, para algumas entidades o gerenciamento de riscos ainda é realizado de maneira isolada (33%). Burns & Scapens (2000) corroboraram os achados e afirmam que novas regras e novas práticas impostas as organizações por meio de novas normas, levam tempo para serem institucionalizadas. As instituições devem adotar uma abordagem compreensiva no que tange a gestão de risco. Jorion (2007) afirma que uma abordagem caso a caso pode deixar passar riscos significantes, ou pior, empurrar os riscos para lugares menos visíveis, gerando uma sensação enganadora de segurança. No entanto, verifica-se que há uma contradição entre os respondentes, pois todos afirmam que a Resolução N° 4.661/2018 vigente desde 2018 não impactou a autonomia das áreas nem a governança das entidades. Entretanto, para realizar a gestão integrada de riscos preconizada pela norma, algumas entidades tiveram que atualizar a estrutura de governança internamente (33%). As respostas dos inquiridos é ainda refutada pelo recente relatório da OECD Pensions Outlook (2018). O estudo afirma que reguladores e formuladores de políticas adotaram medidas para tornar mais robustas as estruturas regulatórias e de supervisão da previdência complementar, inclusive no Brasil. Isso inclui a melhoria da governança dos fundos de pensões, políticas e estratégias de investimento e gerenciamento de riscos de investimento, com o

objetivo de garantir um foco mais sólido no melhor interesse dos membros, uma vez que medidas para melhorar a transparência são essenciais.

Com isso, pode-se afirmar que os resultados encontrados na pesquisa para a categoria-síntese desafios estão de acordo e aderentes com as referências na literatura e que existem pontos de convergência entre eles. No entanto, questões relativas ao processo de absorção e mudança para uma cultura de gestão integrada de riscos e à diferenciação entre definição dos *benchmarks* de investimentos e avaliação de riscos, devem ser estimulados no setor e esclarecidos com a utilização de pesquisas que promovam a compreensão sobre o assunto, respectivamente.

Categoria-síntese 3 – Melhorias da norma atual de Gestão de Riscos

A categoria-síntese 3 foi criada com o objetivo de mapear as melhorias necessárias na Resolução vigente, frente às diretrizes das normas de gestão de riscos de outros setores que poderiam ser incorporadas em uma futura revisão por parte do órgão normativo. Para esta categoria foi feita uma pergunta aberta para que os participantes da pesquisa comentassem livremente acerca de possíveis melhoramentos na Resolução vigente, seja em processo, flexibilização, fortalecimento ou criação de novas regras, ou seja, qualquer inovação legal sob o aspecto normativo da gestão de riscos. As respostas obtidas são as que se seguem no quadro matricial abaixo:

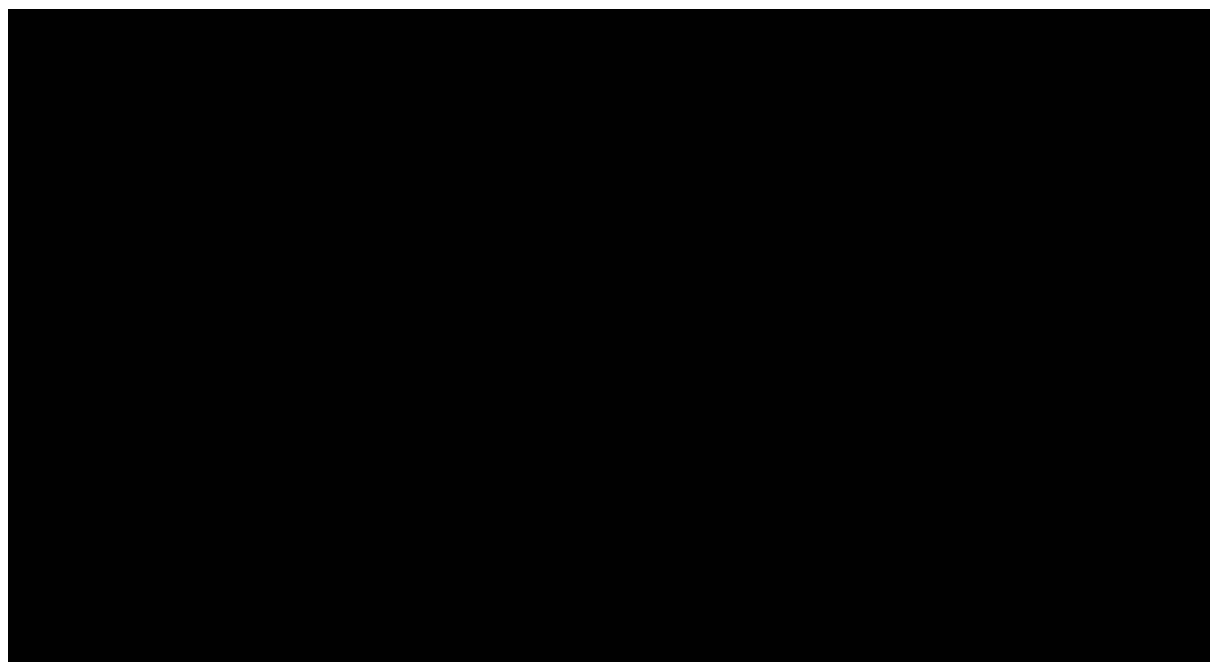


Tabela 4.3 – Quadro Matricial categoria-síntese 3 “Melhorias do normativo de Gestão de Riscos”
Fonte: Elaboração da autora

Ao considerar o aperfeiçoamento da Resolução N° 4.661/2018 sob a ótica dos inquiridos, os resultados indicaram fatores externos que contribuirão com as rotinas das entidades em relação à medição do risco, bem como, sugestão de adequação em regras existentes e uma nova diretriz tendo por influência o setor de seguros. No que se refere aos fatores externos, uma resposta do questionário propõe a compreensão por parte dos órgãos de governança, sobretudo, do conselho deliberativo de que a assunção de riscos devidamente avaliados é uma boa prática de gestão de

investimentos. De acordo com a resposta, esse esclarecimento contribuirá para apoiar a atuação dos gestores da entidade quando os investimentos não performam 100% conforme o esperado, de modo a não imputar culpa por fatores de riscos alheios a gestão. Entretanto, a disseminação da filosofia de gestão de riscos não faz parte das atribuições do órgão regulador, nem do fiscalizador. Moeller R. (2007) afirma que essa filosofia reflete os valores da organização, influencia a cultura e estilo de operação, bem como afeta a forma como os riscos são identificados, aceitos e administrados. Dar transparência quanto às análises de riscos e de investimento às partes interessadas traz legitimidade ao trabalho realizado pelas equipes e esclarece eventuais dúvidas.

Com base nos achados da pesquisa, três diretrizes podem ser fortalecidas no futuro como: a adequação da estrutura e mecanismos de controle interno e gerenciamento de riscos; ampliação dos segmentos permitidos e limites de exposição de modo a diversificar ainda mais os investimentos dos fundos de pensões e, finalmente, a obrigatoriedade de certificação para os profissionais que atuam com gestão de riscos nas entidades. Quanto ao controle interno, não fica claro na resposta como as estruturas de controle devam ser fortalecidas, mas entende-se que esse deve ser um requisito que mereça revisão, na visão do inquirido. Outro requisito que não foi plenamente esclarecido na resposta, contudo, foi enfatizado e vale uma atualização foi a diversificação dos *portfólios* dos investimentos. Também Boon et al. (2018) em estudo sobre regulação e tomada de risco dos fundos de pensões no Canadá, Holanda e EUA, afirmam que todos os fundos de pensões desses países cumprem a regra da pessoa prudente (do inglês, prudent person rule PPR) composta de vários deveres e princípios de orientação comportamental incluindo o dever de agir com prudência e com a devida diligência no que diz respeito à gestão de um fundo de pensão e de seus ativos; um dever de lealdade para com o fundo de pensões e seus participantes; e um princípio de diversificação. O PPR não proíbe explicitamente os fundos de pensões de explorar ou limitar as oportunidades de investimento. E ainda, o conceito de diversificação sugerido está alinhado a teoria de portfólios de Markowitz, a primeira formalização matemática da ideia de diversificação dos investimentos (Rubinstein, 2002). Portanto, a necessidade de diversificação sugerida está alinhada a práticas de gestão de riscos.

Quanto a certificação, esse processo se iniciou com a publicação da Resolução CNPC N° 19 em 2015 e vem se aperfeiçoando ao longo do tempo. Até o momento é exigida a certificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho fiscal e do conselho deliberativo; dos membros dos comitês de assessoramento que atuam na avaliação e aprovação de investimentos; e dos demais empregados diretamente responsáveis pela aplicação dos recursos garantidores dos planos, ficando fora da obrigatoriedade os profissionais responsáveis pela gestão de riscos das entidades. Recentemente, a Previc (2020) publicou a Instrução Normativa N° 29, de 21 de julho de 2020, que apresentou o conteúdo programático mínimo para a prova de conhecimento a ser adotado pelas certificadoras. Nota-se que o conteúdo de gestão de riscos é requerido dentro do tema II - Administração e governança das EFPC, no conteúdo IV - Investimentos como gestão de riscos e de investimentos e no tema supervisão VII- Supervisão baseada em riscos. Destaca-se a associação positiva e necessária entre a gestão de riscos e de investimentos, ainda mais considerando o aumento das exigências regulatórias e da responsabilidade dos profissionais dedicados a gestão de riscos. Em um ambiente regulatório em evolução que irá exigir cada vez mais atuação e responsabilidade dos profissionais de gestão de riscos, estimular a habilitação parece um caminho adequado para o efetivo desempenho das regras.

E por fim, um respondente apontou uma diretriz já adotada no setor de seguros que são as provisões técnicas com base em eventos futuros. A sugestão é de que os planos possuam recursos em excesso para a cobertura das provisões com base em eventos futuros de risco. Essa sugestão requer pesquisas e estudos de viabilidade que até o presente momento não estão disponíveis. No entanto, o relatório da OECD Pensions Outlook (2018) traz uma sugestão factível e adotada pelos fundos de pensões de outros países. O organismo afirma em seu último relatório, que dentro dos limites de seu mandato, o Conselho Deliberativo (CDeI) deve estabelecer um orçamento de risco especificando o risco geral e a composição do risco. De modo a realizar o acompanhamento, o CDeI deve receber relatórios regulares da administração para ter ciência se o limite está sendo respeitado ou não. Por fim, o relatório afirma que o grau de tolerância em torno do orçamento de risco (e outras restrições de investimento) é um determinante importante da capacidade da administração de reagir a eventos extremos, como uma quebra de mercado ou eventos significativos em mercados ou submercados específicos, sem ter que esperar pela aprovação do CD. Isso pode ter um resultado significativo no desempenho do *portfólio* das entidades.

Pode-se concluir, a partir da análise das respostas livres ao questionário, que houve uma desvirtuação do tema quando se imputa ao órgão normativo ou de supervisão disseminar o conhecimento quanto a gestão de riscos e gestão de investimentos. A divulgação das práticas caberia aos diretores das entidades, e até a associação dos fundos de pensões de modo a dar transparência quanto a filosofia de gestão de riscos das entidades. Os resultados desta pesquisa estão consoantes com o que a literatura aponta no que tange à diversificação e aumento dos limites dos investimentos e recursos para a cobertura de eventos de risco. Em vista disso, reitera-se a importância da presença de gestores de riscos e técnicos habilitados para o sucesso da implementação das novas exigências ou mesmo, aperfeiçoamento das ações já vigentes nas fundações. Vale lembrar que as novas regras sugeridas oportunizam melhorias que devem estar alinhadas as capacidades de atendimento das entidades e objetivos.

5. CONCLUSÕES

Este estudo se propôs a investigar a evolução e os desafios enfrentados na gestão de riscos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar do Brasil. Para tanto, realizou-se uma pesquisa de caráter qualitativo e quantitativo via questionário *on line*, de modo a identificar a percepção de seis responsáveis pela gestão de riscos nas entidades, diante das exigências normativas em vigor desde maio de 2018 quanto a atuação, viabilização e avanço de novas regras para o setor. Para responder a questão de pesquisa, foram propostos três objetivos específicos cujas transcrições e conclusões alcançadas serão comentadas.

O primeiro objetivo específico intencionava identificar o que mudou no processo das entidades pesquisadas do ponto de vista da gestão de riscos de 2009 para 2018 quando a Resolução N° 4.661/2018 substituiu a Resolução N° 3.792/2009. Atentando-se para o resultado da pesquisa foi possível observar que as entidades não estavam preparadas para prontamente atender todos os requisitos diante das mudanças legais, pois foi necessário investir tanto em ativos físicos, como em capital humano. A melhora da governança se deu por maior transparência nas análises de investimentos que passaram a ser também sob o enfoque do risco e nos controles internos com a gestão de riscos assumindo o centro do processo decisório, o que resulta em segurança para os participantes. O processo de institucionalização da gestão integrada de riscos ainda não é unanimidade no setor, uma vez que enfrenta a resistência dos envolvidos que não creditam valor nas práticas exigidas.

Já o segundo objetivo específico buscava mapear os principais desafios para implementar a Gestão de Riscos nas entidades, considerando o contexto interno e externo das Fundações, o porte e a complexidade diante da Resolução vigente. Ao se analisar os resultados da pesquisa, verificou-se que fatores externos como inexistência de um *framework* de gestão de riscos para o setor e as ferramentas disponíveis pelo mercado para monitoramento e reporte dos riscos não são empecilho para as entidades. O desafio surge por fatores internos tanto na compreensão do conceito quanto nas boas práticas de gestão integrada de riscos que ainda não estão consolidadas no setor. Apesar da cultura de riscos estar disseminada, as entidades não entendem que a gestão de riscos é uma ferramenta para a previsão de perdas e de mapeamento de riscos estratégicos. Outro desafio diz respeito a norma ser única para regular entidades tão distintas.

No terceiro e último objetivo específico, desejava-se saber se a norma vigente era satisfatória ou haveria espaço para ampliar os requisitos exigidos para aprimorar a gestão de risco do setor. Pelos resultados, fica evidente que há espaço para melhorias como: o estabelecimento do requisito de orçamento de riscos e a exigência de certificação dos membros dos comitês de riscos e demais técnicos que atuam com essa atividade. A celeridade da revisão da norma de modo a atender a evolução do mercado e conseqüentemente das transformações necessárias nas práticas de gestão de riscos também foi proposta, pois nove anos se passaram entre uma Resolução e outra.

Partindo dos objetivos específicos, pode-se agora responder à questão principal desta dissertação. O objetivo geral buscava identificar as principais mudanças normativas sob o enfoque da gestão de riscos para os fundos de pensões, os desafios na implementação e uma possível melhoria na norma vigente. Quanto às mudanças de 2009 para 2018, surgiu o conceito de monitoramento de riscos, além da expansão dos riscos a serem mapeados de acordo com a operação de modo obrigatório e

previamente, mesmo na existência da avaliação de riscos realizada por agência classificadora de risco. Outro fator foi a retirada da atribuição de controlar os riscos dos recursos garantidores dos planos do administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ). Apesar dos entrevistados terem contribuído com respostas pouco aprofundadas, pode-se identificar que os profissionais consideram a norma vigente adequada e que contribui para a melhora da eficiência dos processos. Por sua vez, quanto aos desafios para implementá-la, não houve consenso entre os respondentes. Alguns profissionais consideram que a norma por ser única não é simples nem fácil de implementar, e portanto, não atende as particularidades das entidades, atribuindo a dificuldade na implementação a própria norma. E finalmente, como potencial inovação legal, o caminho da certificação para os profissionais atuantes na gestão de riscos surge como mais valia para a área e setor.

Sendo assim, frente a discussão elaborada anteriormente, conclui-se que para as entidades fechadas de previdência complementar a gestão integrada de riscos deveria ser um processo de melhoramento contínuo ativo e não passivo realizado por mera exigência legal, aliada ao empenho integrado de diferentes áreas internamente, de modo a esclarecer conceitos especialmente junto aos agentes de governança e com isso ser institucionalizada pela capacidade de gerar valor.

6. LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Como trabalho de pesquisa deve-se apresentar as limitações que condicionaram a dissertação, e que se prendem com restrições de recursos como tempo, meios humanos e técnicos. O fato de este estudo se dedicar à investigação de práticas e percepções de profissionais da área de riscos de renomadas entidades via questionário *on line* pode criar insegurança e atenuar determinadas evidências, impactando na qualidade das informações prestadas. Uma das dificuldades para reunir dados para o estudo, foi contactar os responsáveis pela gestão de riscos de alguns fundos de pensões e convencê-los a contribuir com a pesquisa para o setor. A amostra inicial de respondentes era de treze entidades que atendiam o perfil de mais de dez bilhões de Reais de recursos garantidores sob gestão. Contudo, quatro gerentes de riscos desconsideraram o convite; dois não foram convidados diretamente sendo enviado um *e-mail* para o “fale conosco” cujo prazo estimado de retorno ultrapassava o prazo de captura de respostas da pesquisa; e finalmente, um gestor de risco estava disposto a participar, mas, a diretoria não apoiava a iniciativa devido a confidencialidade das informações. Apesar da investigadora garantir a confidencialidade das informações a serem prestadas, há sempre o receio, por parte dos respondentes, de que possam ser identificados pelo leitor ou entidade que representa. Então, essa incerteza pode de alguma forma encobrir os resultados, visto que as pessoas tendem a responder a pesquisa de modo comedido.

Como recomendação para trabalhos futuros, seria importante a ampliação da amostra para avaliar se os resultados são consistentes com outras entidades e desta forma seria possível a obtenção de mais dados. Outro estudo importante a realizar seria, a aplicação do mesmo questionário em entidades cujo volume de ativos sob gestão seja mínimo de acordo com o *ranking* de entidades adotado neste estudo, permitindo um estudo comparativo com maior representatividade de opiniões do setor.

7. BIBLIOGRAFIA

- Abrapp, S. (2008). Consolidado Estatístico ABRAPP Sindapp Dezembro de 2008. Retrieved June 19, 2020, from Consolidado Estatístico dezembro/2008 Abrapp Sindapp website: http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado_Estatistico_2008_12.pdf
- Abrapp, & Sindapp. (2019). Consolidado Estatístico Abrapp Sindapp Dezembro 2019. Retrieved June 15, 2020, from Consolidado Estatístico dezembro/2019 Abrapp Sindapp website: [http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado Estatístico_12_2019.pdf](http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado_Estatistico_12_2019.pdf)
- Alestalo, N., & Puttonen, V. (2005). ASSET ALLOCATION IN FINNISH PENSION FUNDS. *Journal of Pension Economics and Finance*, 28(4), 1–30.
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Scheibelhut, T. (1998). Improving Pension Fund Performance. *Financial Analysts Journal*, 54(6), 15–21. <https://doi.org/10.2469/faj.v54.n6.2221>
- Antolín, P., & Stewart, F. (2009). *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis* (No. 36). Retrieved from <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/224386871887.pdf?expires=1591208436&id=id&accname=guest&checksum=96176628C8847F428EEB103380663376>
- Bank, T. W. (2014). *Risk and Opportunity managing risk for development*. <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9964-4>
- Bardin, L. (2011). *Análise do Conteúdo - Edição revista e ampliada*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2011). Principles for the Sound Management of Operational Risk. *Bank for International Settlements*, (June 2011), 1–19. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/bcbs195.pdf>
- Boon, L. N., Brière, M., & Rigot, S. (2018). Regulation and pension fund risk-taking. *Journal of International Money and Finance*, 84, 23–41. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.01.005>
- Bromiley, P., McShane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions. *Long Range Planning*, 48(4), 265–276. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.07.005>
- Burns, J., & Scapens, R. W. (2000). Conceptualizing management accounting change: An institutional framework. *Management Accounting Research*, 11(1), 3–25. <https://doi.org/10.1006/mare.1999.0119>
- Conselho de Gestão da Previdência Complementar. (2004). *Resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004* (p. 3). p. 3.
- CVM. (2013). *TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro* (Vol. 53). <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Davidson, P. (2017). Who's Afraid of John Maynard Keynes? Challenging Economic Governance in an Age of Growing Inequality. In *Who's Afraid of John Maynard Keynes?: Challenging Economic Governance in an Age of Growing Inequality*. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-64504-9>
- Deloitte. (2019). *Global risk management survey - Reimagining risk management to mitigate looming*. Retrieved from <https://www2.deloitte.com/bg/en/pages/finance/articles/global-risk-management-survey-2019.html>
- Friedrich, M. P. A., Boff, M. L., & Zanievicz, M. da S. (2019). Processo de Adaptação às Novas Normas de Gestão Integrada de Riscos sob a Ótica da Teoria Institucional Resumo. XIX

- USP International Conference in Accounting, 1–19. Retrieved from https://congressosp.fipecafi.org/anais/Anais2019_NEW/ArtigosDownload/1817.pdf
- GIL, A. C. (1989). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (1a ed.; Atlas, Ed.).
- Gontarek, W. (2016). *Risk governance of financial institutions : The growing importance of risk appetite and culture*. 9, 120–130.
- Guiotti, I., Costa, A., & Botelho, D. (2020). Gestão de Riscos em Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil: Legislações , Teorias e Práticas de Mercado. *Journal of Administrative Sciences*, 26(1), 21. <https://doi.org/10.5020/2318-0722.2020.26.1.9107>
- Huber, C., & Scheytt, T. (2013). The dispositif of risk management: Reconstructing risk management after the financial crisis. *Management Accounting Research*, 24(2), 88–99. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2013.04.006>
- Jorion, P. (2010). *Value at Risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro* (2a ed.; McGraw-Hill, Ed.).
- Leitch, M. (2010). ISO 31000:2009 - The new international standard on risk management: Perspective. *Risk Analysis*, 30(6), 887–892. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2010.01397.x>
- Lin, Y., MacMinn, R. D., Tian, R., & Yu, J. (2017). Pension Risk Management in the Enterprise Risk Management Framework. *Journal of Risk and Insurance*, 84(S1), 345–365. <https://doi.org/10.1111/jori.12196>
- Liu, J. Y., & Low, S. P. (2009). Developing an organizational learning-based model for risk management in Chinese construction firms: A research agenda. *Disaster Prevention and Management: An International Journal*, 18(2), 170–186. <https://doi.org/10.1108/09653560910953243>
- Massaini, S. A. (2017). *Gestão de Riscos Corporativos (ERM) e sua relação com o desempenho inovador de empresas de grande porte no Brasil* (Vol. 1). Retrieved from <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-01122017-115432/publico/CorrigidaSilvye.pdf>
- Miranda, R. F. de A. (2018). *Implementando a gestão de riscos no setor público*. 181.
- Moeller R., R. (2007). *COSO Enterprise Risk Management*.
- Moreno, R., & Lopes, W. de P. (2004). Uma Reflexão Sobre Taxonomia de Risco, seus Índices e Aspectos Qualitativos, na Avaliação de Investimentos Estrangeiros Diretos. *XXVIII Enanpad*, 1–13. Retrieved from <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2004-fin-0875.pdf>
- OECD. (2016). *OECD Core Principles of Private Pension Regulation*.
- OECD, & IOPS. (2011). *Good practices for pension funds' risk management systems*. Retrieved from <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/46864889.pdf>
- Outlook, O. P. (2018). *OECD Pensions Outlook 2018*. https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en
- Previc. (2012). *Guia Previc Melhores Práticas Atuariais para EFPC* (p. 34). p. 34. <https://doi.org/10.16309/j.cnki.issn.1007-1776.2003.03.004>
- Previc. (2019). *Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na previdência complementar fechada* (p. 23). p. 23.
- Purdy, G. (2010). ISO 31000:2009 - Setting a new standard for risk management: Perspective. *Risk Analysis*, 30(6), 881–886. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2010.01442.x>
- Randle, T., & Rudolph, H. P. (2014). *Pension Risk and Risk-Based Supervision in Defined Contribution Pension Funds*. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6813>

- Rieche, F. C. (2005). Gestão de Riscos em Fundos de Pensão no Brasil: Situação Atual da Legislação e Perspectiva. *Revista Do BNDES*, 12(23), 219–242. Retrieved from m
- Roncalli, T. (2020). *Handbook of Finacial Risk Management* (C. Press, Ed.).
- Rubinstein, M. (2002). Markowitz ' s " Portfolio Selection " : A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3), 1041–1045.
- Santos, C. C. A. dos S. (2008). *Supervisão dos fundos de pensões baseada na avaliação dos riscos* (Universidade Técnica de Lisboa Instituto Superior de Economia e Gestão). Retrieved from https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/674/1/Tese_final.pdf
- Santos, F. M. (2012). Resenha ANÁLISE DE CONTEÚDO: A VISÃO DE LAURENCE BARDIN. *Revista Eletrônica de Educação*, 6(1), 383–387. <https://doi.org/10.14244/%19827199291>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students* (5th ed.).
- Stewart, F. (2009). Pension Funds' Risk-Management Framework: Regulation and Supervisory Oversight. In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1809775>
- Supervision, B. C. on B. (2019). *Basel Committee on Banking Supervision Calculation of RWA for market risk*. Retrieved from https://www.bis.org/basel_framework/chapter/MAR/10.htm?tldate=20201231&inforce=20191215
- Vergara, S. C. (2004). *Projetos e Relatórios de pesquisa em Administração* (2a ed.).
- Weiss, R. (2009). *Fundos de Pensão no Brasil: Antes e Depois da Crise de 2008*. (1), 1–13.
- Yin, R. K. (2016). *Pesquisa Qualitativa do inicio ao fim*. Penso.
- Zanetti, A. F. de. (2017). *Gestão temerária de fundos de pensão* (PUC -SP). Retrieved from <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/20461/2/Adriana Freisleben de Zanetti.pdf>

8. ANEXOS

Anexo I - QUESTIONÁRIO AOS RESPONSÁVEIS PELA GESTÃO DE RISCOS DOS 13 MAIORES FUNDOS DE PENSÕES DO BRASIL

Bloco 1 – Dados Pessoais do respondente

1. Qual é a sua idade?
 - Entre 25 e 34 anos
 - Entre 35 e 44 anos
 - Entre 45 e 54 anos
 - Entre 55 e 64 anos
 - Outro (especifique)
2. Aproximadamente, quantos anos de experiência você possui com Gestão de Riscos?
 - Menos de 1 ano
 - Pelo menos 1 ano, mas menos de 3 anos
 - Pelo menos 3 anos, mas menos de 5 anos
 - Pelo menos 5 anos, mas menos de 10 anos
 - 10 anos ou mais
3. Selecione as opções aplicáveis que descrevem sua atribuição com a Gestão de Riscos?
 - Gerenciar
 - Coordenar
 - Identificar, Analisar e Avaliar
 - Controlar
 - Outro (especifique)
4. Há quanto tempo você trabalha nessa Entidade?
 - Menos de 1 ano
 - Pelo menos 1 ano, mas menos de 3 anos
 - Pelo menos 3 anos, mas menos de 5 anos
 - Pelo menos 5 anos, mas menos de 10 anos
 - 10 anos ou mais
5. Indique sua formação acadêmica
 - Administração
 - Contabilidade
 - Economia
 - Engenharia
 - Outra (especifique)

Bloco 2 - Avanços da Gestão de Riscos nas EFPC a partir da publicação da Resolução Nº 4.661, de 25 de maio de 2018.

Com base em sua opinião:

6. Indique quais são os benefícios para a sua Fundação ao implementar a Gestão de Riscos preconizada pela Resolução Nº 4.661?

7. A Gestão de Riscos se tornou parte integrante de todos os processos organizacionais e direcionadora de ações ou ainda é vista como uma atividade acessória?
8. Você concorda que a atual Resolução melhorou a eficiência da Gestão de Riscos na sua entidade?
 - Concordo plenamente
 - Concordo
 - Não concordo nem discordo
 - Discordo
 - Discordo totalmente.
 - Comente, se necessário.
9. Selecione os recursos nos quais foram necessários investimentos para implementar a atual Resolução no que tange o gerenciamento de riscos?
 - Sistemas
 - Ferramentas de Apoio e/ou Treinamento específico
 - Contratação de equipe
 - Contratação de serviço(s) especializado(s)
 - Outros recursos (especifique)

Bloco 3 - Desafios da Gestão de Riscos em atendimento a Resolução Nº 4.661, de 25 de maio de 2018

Com base em sua opinião, responda:

10. Falta uma metodologia de gerenciamento de riscos aplicável aos Fundos de Pensões?
Se sim, o que ela deveria contemplar?
 - Não
 - Sim, e ela deveria contemplar...
11. Faltam recursos disponíveis no mercado para o monitoramento e reporte dos principais riscos dos Fundos de Pensões⁴ de maneira integrada?
 - Não
 - Sim, por exemplo...
12. Quão disseminada está a cultura de gestão integrada de riscos na sua Fundação?
 - Nada
 - Pouco
 - Mais ou menos
 - Muito
 - Demais
13. Em sua opinião, a norma vigente atende as particularidades da sua Fundação e seu contexto, sendo simples de interpretar e fácil de implementar?
 - Sim
 - Não...
14. A autonomia das áreas e a governança da Fundação foram impactadas em atendimento a Resolução vigente?

⁴ Risco de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico, ASGI (Ambiental, social, governança e integridade)?

- Não
 - Sim, do seguinte modo...
15. Sua entidade consegue realizar uma gestão integrada de riscos (contendo indicadores, limites, processo de validação, etc.) ou a gestão de riscos é realizada de maneira segmentada?

Bloco 4 - Necessidade de melhorias na norma atual em atendimento as boas práticas de Gestão de Riscos em outros setores⁵

Com base em sua opinião, responda:

16. Quais melhorias podem ser incorporadas na Resolução vigente de modo a aprimorar a Gestão de Riscos nos Fundos de Pensões no futuro?⁶

⁵ Pode ser usado como referência o setor bancário e a Resolução N° 4.557, de 23 de fevereiro de 2017.

⁶ Espera-se como exemplo de resposta a sugestão de se ter um Diretor para gerenciamento de riscos (CRO), a obrigatoriedade da Declaração de Apetite por Riscos (RAS) para os Fundos de Pensão.

Anexo II - EVOLUÇÃO DA RESOLUÇÃO Nº 4.661/2018 FRENTE A RESOLUÇÃO Nº 3.792/2009 QUANTO AO TEMA GESTÃO DE RISCOS

Resolução Nº 3.792, de 24 de setembro de 2009.	Resolução Nº 4.661, de 25 de maio de 2018.	Comentário
Capítulo III DOS CONTROLES INTERNOS E DE AVALIAÇÃO DE RISCO	Capítulo II DOS CONTROLES INTERNOS, DA AVALIAÇÃO E <u>MONITORAMENTO DE RISCO E DO CONFLITO DE INTERESSE</u>	Surge o conceito de monitoramento de riscos e o tema conflito de interesse que antes não estava detalhado.
Art. 9º Na aplicação dos recursos, a EFPC deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos, incluídos os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico, e a segregação das funções de gestão, administração e custódia.	<p>Seção II Da Avaliação e Monitoramento de Risco</p> <p>Art. 10. A EFPC, na administração da carteira própria, deve identificar, <u>analisar</u>, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico <u>e outros inerentes a cada operação.</u></p> <p><u>§ 1º A EFPC deve realizar análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias reais ou fidejussórias.</u></p> <p><u>§ 2º A utilização de avaliação de agência classificadora de risco não substitui a necessária análise dos riscos mencionados no caput.</u></p> <p><u>§ 3º A EFPC deve avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos.</u></p> <p><u>§ 4º A EFPC deve considerar na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.</u></p> <p>Art. 11. A <u>EFPC deve adotar regras e implementar procedimentos para a seleção e o monitoramento de administração de carteiras de valores mobiliários e de fundos de investimento.</u></p> <p>§ 1º A EFPC deve avaliar se a segregação das funções de gestão, administração e custódia é suficiente para mitigar situações de conflito de interesse.</p> <p><u>§ 2º A EFPC deve analisar e monitorar o risco e o retorno esperado dos</u></p>	<p>Prevê além da identificação, avaliação, controle e monitoramento a análise dos riscos.</p> <p>Amplia as diretrizes de avaliação e monitoramento de riscos de acordo com a operação, não se limitando aos riscos "clássicos".</p> <p>Deve ser realizada análise prévia dos riscos dos investimentos, incluindo suas garantias, bem como o gerenciamento do risco e retorno esperado.</p> <p>A análise da sustentabilidade econômica dos investimentos deve estar presente nas análises de risco sempre que possível.</p> <p>Exige-se adoção de regras e procedimentos para monitoramento de carteiras de valores mobiliários e fundos de investimentos e avaliação do risco e retorno esperado.</p>

	<u>investimentos administrados por terceiros.</u>	
Art. 10. A EFPC deve avaliar a capacidade técnica e potenciais conflitos de interesse dos seus prestadores de serviços. Parágrafo único. Sempre que houver alinhamento de interesses entre o prestador de serviços e a contraparte da EFPC, esta deve se assegurar de que o prestador de serviços tomou os cuidados necessários para lidar com os conflitos existentes.	Seção III Do Conflito de Interesse Art. 12. A EFPC deve avaliar a capacidade técnica e potenciais conflitos de interesse de seus prestadores de serviços <u>e das pessoas que participam do processo decisório, inclusive por meio de assessoramento.</u> Parágrafo único. <u>O conflito de interesse será configurado em quaisquer situações em que possam ser identificadas ações que não estejam alinhadas aos objetivos do plano administrado pela EFPC independentemente de obtenção de vantagem para si ou para outrem, da qual resulte ou não prejuízo.</u>	Ampliou a avaliação a ser feita quanto a potenciais conflitos de interesse.
Art. 11. A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos, observados o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado, que possibilitem que limites, requisitos, condições e demais disposições estabelecidos nesta Resolução sejam permanentemente observados.	Seção I Dos Controles Internos Art. 7º A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos que garantam a observância dos limites, requisitos e demais disposições estabelecidas nesta Resolução, considerando o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado. <u>§ 1º A EFPC deve definir claramente a separação de responsabilidades e objetivos associados aos mandatos de todos os agentes que participem do processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre a aplicação dos recursos dos planos da entidade, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância.</u> <u>§ 2º A EFPC deve manter registro, por meio digital, de todos os documentos que suportem a tomada de decisão na aplicação dos recursos dos planos, quando se tratar de gestão própria, de fundo de investimento exclusivo ou de aplicação na qual a EFPC tenha poder decisório sobre a sua realização.</u>	Artigo 11º tem a redação mantida. O § 1º e § 2º do Art. 7 são novos.
Art. 12. A EFPC deve gerenciar os ativos de cada plano de forma a garantir o permanente equilíbrio econômico-financeiro entre estes ativos e o passivo atuarial e demais obrigações do plano.	CAPÍTULO I DAS DIRETRIZES PARA APLICAÇÃO DOS RECURSOS Art. 5º Parágrafo único. A gestão dos fluxos de pagamentos dos ativos deve ser compatível com os prazos e o montante das obrigações atuariais, com o objetivo de manter o equilíbrio econômico-financeiro entre	Mantido e direcionado para outro capítulo.

	ativos e passivos do plano.	
<p>Art. 13. A EFPC deve acompanhar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos diretos e indiretos com o uso de modelo que limite a probabilidade de perdas máximas toleradas para os investimentos.</p> <p>Parágrafo único. Até a implementação de modelo próprio de monitoramento do risco mencionado no caput, a EFPC deve calcular a <u>divergência não planejada (DNP)</u> entre o resultado dos investimentos e o valor projetado para estes investimentos.</p>	<p>Seção II Da Avaliação e Monitoramento de Risco</p> <p>Art. 10.</p> <p>§ 3º A EFPC deve avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos.</p>	<p>Surge a seção II dedica ao tema Da Avaliação e Monitoramento de Risco</p> <p>Não existe mais a diretriz de cálculo da divergência não planejada.</p>
<p>Capítulo II DAS DIRETRIZES PARA APLICAÇÃO DOS RECURSOS PELOS ADMINISTRADORES</p> <p>Art. 7º Nos termos do art. 35, §§ 5º e 6º, da Lei Complementar nº. 109, de 2001, a EFPC deve designar o administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ), responsável pela gestão, alocação, <u>supervisão, controle de risco</u> e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos e pela prestação de informações relativas à aplicação desses recursos.</p> <p>(Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013)</p>	<p>CAPÍTULO II DOS CONTROLES INTERNOS, DA AVALIAÇÃO E MONITORAMENTO DE RISCO E DO CONFLITO DE INTERESSE</p> <p>Seção I Dos Controles Internos</p> <p>Art. 8º A EFPC deve designar o administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) como principal responsável pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos e pela prestação de informações relativas à aplicação desses recursos, nos termos dos §§ 5º e 6º do art. 35 da Lei Complementar nº 109, de 2001.</p> <p>Art. 9º <u>A EFPC deverá designar administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos, considerando o seu porte e complexidade, conforme regulamentação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).</u></p>	<p>O AETQ deixa de ser responsável pela supervisão e controle de risco.</p> <p>Há de se designar um administrador ou comitê com a função de gestão de riscos da EFPC.</p>

