

**Gestão dos Riscos e Desempenho Financeiro nos Fundos  
de Pensão Fachesf e Celpos**

**Risk Management and Financial Performance  
in Fachesf and Celpos Pension Funds**

Fernando José Vieira Torres<sup>1</sup>  
Joséte Florencio dos Santos<sup>2</sup>  
Moisés Araújo Almeida<sup>3</sup>  
Edilson dos Santos Silva<sup>4</sup>

**Resumo**

O presente artigo investiga as práticas de Gerenciamento dos Riscos e Análise do Desempenho Financeiro dos dois maiores fundos de pensão em Pernambuco (Fachesf e Celpos), de acordo com a Secretaria de Previdência Complementar (SPC). Para isso foram utilizados dados primários e secundários pesquisados no ano de 2008 via *websites* e entrevistas semi-estruturada junto a estas entidades. Os resultados foram comparados com a Resolução nº 13 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e a Resolução nº 3.456/2007 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que são normas legais consideradas como referência na área de gerenciamento dos riscos e análise do desempenho financeiro nos fundos de pensão. A pesquisa evidenciou que ambos os fundos adotam práticas de mitigação dos riscos, mas diferem na sua sistematização. A Fachesf utiliza um modelo descentralizado, enquanto que a Celpos pratica um controle centralizado. Com

---

Artigo recebido em 16/09/2010, aprovado em 02/12/2010

Os autores agradecem a CAPES, CNPq, FACEPE e Programa THESIS/UFS pelo auxílio financeiro recebido.

<sup>1</sup> Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Professor Assistente da Universidade Federal da Paraíba (UFPB). Endereço profissional: Campus Universitário IV – Litoral Norte, Fone: (83)3292-3767, E-mail: [fjttorres@hotmail.com](mailto:fjttorres@hotmail.com)

<sup>2</sup> Doutora em Administração pelo COPPEAD da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração (PROPAD) da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Endereço profissional: Departamento de Ciências Administrativas, Sala 27 - Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Av. dos Professores, s/n – Bairro Cidade Universitária – CEP: 50.670-901 – Recife – PE, Fone: (81) 2126-7158 / 2126-8368, E-mail: [jfs@ufpe.br](mailto:jfs@ufpe.br)

<sup>3</sup> Doutorando em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE). Professor Assistente da Universidade Federal de Sergipe (UFS). Endereço profissional: Departamento de Ciências Contábeis – Campus Prof. Alberto Carvalho, Avenida Vereador Olímpio Grande, s/n – Bairro Centro – CEP: 49.500-000 – Itabaiana – SE, Fone: (79) 3432-8219 / 3432-8200, E-mail: [moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br](mailto:moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br)

<sup>4</sup> Doutorando em Administração pelo PROPAD/UFPE. Endereço: Rua Professor Chaves Batista, 350, Apto. 102 – Bairro Várzea – CEP: 50740-030 – Recife – PE, Telefone: (81) 3271-0643 / 9648-2789, E-mail: [santosedilson@hotmail.com](mailto:santosedilson@hotmail.com)

relação ao desempenho financeiro, foi contatado que ambos adotam políticas conservadoras de aplicação dos recursos e obtiveram resultados financeiros acima da meta atuarial.

**Palavras chave:** Fundos de Pensão; Gerenciamento dos Riscos; Desempenho Financeiro; Fachesf; Celpos.

### Abstract

This article investigates the practices of risk management and analysis of financial performance of the two largest pension funds in Pernambuco, Fachesf and Celpos, according to *Secretaria de Previdência Complementar* (SPC). For this we used primary and secondary data surveyed in 2008 via websites and semi-structured interviews with these entities. The results derived from this data collection were compared with Resolution n. 13 of *Conselho de Gestão da Previdência Complementar* (CGPC) and Resolution n. 3.456/2007 *Conselho Monetário Nacional* (CMN), considered as statutory reference in the field of risk management and analysis of financial performance in the pension funds. The research showed that both funds adopt practices of mitigation, but differ in their systematization, Fachesf uses a decentralized model, while the practice Celpos centralized control, and, with respect to financial performance, it was proved that both adopt policies conservative application of financial resources and the results were above the actuarial target.

**Keywords:** Pension Funds, Risk Management, Financial Performance; Fachesf; Celpos.

## Gestão dos Riscos e Desempenho Financeiro nos Fundos de Pensão Fachesf e Celpos

### 1. Introdução

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), comumente chamadas de fundos de pensão, são entidades sem fins lucrativos que recebem as contribuições financeiras de pessoas e empresas (participantes e patrocinadoras), com a missão de administrar estes recursos capitalizando-os para pagamento das presentes e futuras aposentadorias (benefícios) destes participantes e todos que vierem a integrar o grupo vinculado (BLECHER, 2004).

Uma EFPC está exposta, como destacou Rieche (2005), em maior ou menor grau, a diferentes tipos de riscos, tais como: os de mercado, crédito, liquidez, operacional, e, em especial, ao descasamento entre ativos e passivos, por terem obrigações a honrar de longo prazo (pagamento dos benefícios). Sabe-se que a gestão de riscos é um processo sistemático de identificar, avaliar, classificar e diminuir os fatores de riscos que poderiam atrapalhar os objetivos estratégicos de uma organização.

Neste sentido, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou, em 2007, o Guia de Orientação para o Gerenciamento de Riscos Corporativos, com o propósito de oferecer aos conselheiros de administração de todos os tipos de organizações (governamentais, civis, limitadas, cooperativas e sociedades anônimas brasileiras) reflexões e orientações para uma efetiva implementação de modelos de gerenciamento de riscos corporativos, contribuindo para a otimização da estrutura de governança das organizações brasileiras.

Ao gerenciar melhor os riscos de suas aplicações, os fundos terão mais recursos para seus investidores. Desta maneira, para fazer frente aos pagamentos dos benefícios aos contribuintes, os fundos necessitam ser administrados como empresas, embora os objetivos sejam um pouco distintos. Enquanto na empresa é visado o aumento do patrimônio para que ocorra um retorno positivo para os acionistas, nos fundos a preocupação é com o pagamento dos benefícios aos assistidos. Portanto, a alocação correta dos recursos, a opção sobre os tipos de planos de previdência ofertados, o nível de Governança Corporativa (GC) associada a cada fundo, a gestão do ativo/passivo influenciam nos resultados dos mesmos (LIMA et al., 2006).

Assim, este artigo tem como objetivo analisar as práticas de gerenciamento dos riscos e o desempenho financeiro das duas maiores Entidades Fechadas de Previdência Complementar que atuam no Estado de Pernambuco - a Fundação Chesf de Assistência e Seguridade Social (Fachesf) e a Fundação Celpe de Seguridade Social (Celpos).

Tal pesquisa é inédita, porque é o primeiro estudo sobre a Fachesf e Celpos em relação ao gerenciamento dos riscos e à análise do desempenho. Assim, torna-se relevante estudá-las pela importância que as EFPC exercem na sociedade, da sua presença cada vez mais importante como investidor no mercado de capitais e pelo desequilíbrio existente na literatura sobre uma análise mais detalhada sobre os fundos de pensão.

## **2. Referencial Teórico**

### **2.1 Gestão de Risco e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar**

A gestão de riscos é um elemento primordial na estratégia de qualquer organização. É o processo através dos quais as organizações analisam metodicamente os riscos decorrentes das respectivas atividades. O ponto chave de uma gestão de riscos é a identificação e tratamento dos mesmos, tendo como objetivo acrescentar valor de forma sustentável para a organização.

Risco pode ser definido como uma medida numérica de incerteza. Brasiliano (2002) ressalta que, diante das novas tendências, a gestão de riscos corporativos deve abranger as quatro dimensões:

- Risco de mercado – Possibilidade de retornos abaixo ou acima do esperado, em decorrência de variações na taxa de juros, taxa de câmbio, preço de ações e commodities.
- Risco de crédito – Possibilidade de retornos abaixo ou acima do esperado, relacionado ao recebimento de um valor contratado/acordado a ser pago por um tomador de empréstimo, descontados as expectativas de recuperação e realização de garantias.
- Risco operacional – Possibilidade de retornos abaixo ou acima do esperado em virtude dos seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir às falhas humanas, danos à infra-estrutura de suporte, utilização indevida de modelos matemáticos ou produtos, alterações no ambiente dos negócios ou situações adversas ao mercado.
- Risco legal – Possibilidade de retornos abaixo ou acima do esperado, caso seus contratos não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador.

O IBGC iniciou em 2006 uma série de publicações e em 2007 publicou o Guia de Orientação para o Gerenciamento de Riscos Corporativos (GRC), com o objetivo de oferecer aos conselheiros de administração de todos os tipos de organizações (governamentais, civis, limitadas, cooperativas e sociedades anônimas brasileiras) reflexões e orientações para a implementação de modelos de gerenciamento de riscos corporativos. Trata-se de um caderno de sugestões e recomendações que devem ser avaliadas para a realidade de cada organização. O guia sugere que para o gerenciamento tenha o resultado desejado é necessário que a organização disponha de uma estrutura mínima de GC, ou seja, um conselho de administração, conselho deliberativo ou um conselho consultivo.

Para o IBGC (2006), o GRC é um instrumento de tomada de decisão da alta administração que objetiva melhorar o desempenho da organização através da percepção de oportunidades de ganhos e de redução da possibilidade de perdas, indo além das esferas legais. Ou seja, o GRC agrega valor para a empresa porque contribui fundamentalmente para a realização de seus objetivos e metas de desempenho representando mais do que um conjunto de procedimentos e políticas de controle, facilitando a adequação da organização para requerimentos legais e regulatórios, fatores críticos para a sua longevidade (IBGC, 2006).

É importante ressaltar que sempre existirão riscos desconhecidos pela organização, por isso, o processo de identificação e análise geral de riscos devem ser monitorados e aprimorados periodicamente. Rieche (2005) destaca que em alguns campos de pesquisa o risco é utilizado como referência para mensurar o tamanho do intervalo de confiança associado a uma estimativa qualquer, enquanto em outros representam o grau de incerteza em relação a algum resultado esperado. Boulier e Dupré (2003) evidenciam que os fundos de pensão, apesar de não atuarem como instituições financeiras, administram recursos de terceiros. Sendo assim, é importante que adotem uma gestão de riscos integrada, em que diferentes componentes atuem no processo de otimização citado da gestão. As EFPC têm objetivos distintos de bancos e, por consequência, não somente mantêm investimentos com prazos mais longos de maturação, como também enfatizam o equilíbrio atuarial e não a obtenção de lucros.

Neste sentido, em 2005, por meio da parceria entre a Associação Brasileira dos Fundos de Pensão (ABRAPP), Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (SINDAPP) e o Instituto Cultural de Seguridade Social (ICSS), foi apresentado o Manual de Controles Internos das EFPC. O controle pode ser associado à diminuição da incerteza em relação a eventos futuros. Os controles podem ser considerados eficientes e eficazes se: a alta administração e diretoria tiverem segurança de que os objetivos das operações da entidade estão sendo alcançados; as demonstrações financeiras são elaboradas de maneira confiável e as leis e regulamentos aplicáveis estão sendo cumpridos.

Para um melhor entendimento sobre o conjunto de ameaças que uma EFPC está sujeita, foi considerada uma categoria de riscos, de acordo com esse Manual: risco de mercado, de contraparte, operacional, legal e atuarial. Segundo o mesmo, os riscos também podem ser classificados como antecedentes (mercado, contraparte, operacional e atuarial) e consequentes (risco legal).

É importante destacar a relação existente entre tipo de benefício ofertado, Contribuição Definida (CD) e Benefício Definido (BD), e o risco de mercado. No CD todo o risco do rendimento das aplicações recai sobre o participante, porque a diminuição do retorno reduzirá o seu benefício pago no futuro. Enquanto que no BD esse tipo de risco é das entidades, porque a remuneração do assistido já está fixada (PEREIRA; MIRANDA; SILVA, 1997).

Há também a necessidade de desenvolvimento de funções internas que proporcionem às entidades o monitoramento dos riscos aos quais está sujeita, a partir da prévia definição dos níveis

considerados aceitáveis de exposição. Para alcançar uma gestão eficiente de riscos, a área de controles internos deve ter total patrocínio da alta administração e comprometimento de todos os níveis hierárquicos, tendo em vista a necessidade de acesso e suporte às suas atividades, assim como a independência na avaliação da conformidade dos controles nas demais unidades da organização.

Sendo assim, pode-se concluir que o gerenciamento dos riscos de uma EFPC é um dos pilares para o alcance do chamado equilíbrio atuarial, que é entendido como sendo um item mais importante e complexo de ser alcançado que o equilíbrio financeiro. Este último é pelo menos a igualdade entre as despesas e desembolsos correntes com as provisões para outros tipos de reservas e receitas correntes acumuladas de um fundo de pensão. Já o equilíbrio atuarial exige, além disso, que as despesas e demais desembolsos futuros correspondam a fontes presumivelmente capazes de, pelo menos, se equiparem aos gastos (PEREIRA; MIRANDA; SILVA, 1997).

A diferença básica entre esses dois tipos de equilíbrios é que no financeiro é examinada a solvência (capacidade de pagamento em dia dos seus compromissos correntes) do fundo, enquanto que no equilíbrio atuarial é verificada sua capacidade de honrar seus compromissos a longo prazo (são levados em conta parâmetros sociais os quais não se tem certeza, a exemplo da taxa de mortalidade dos associados).

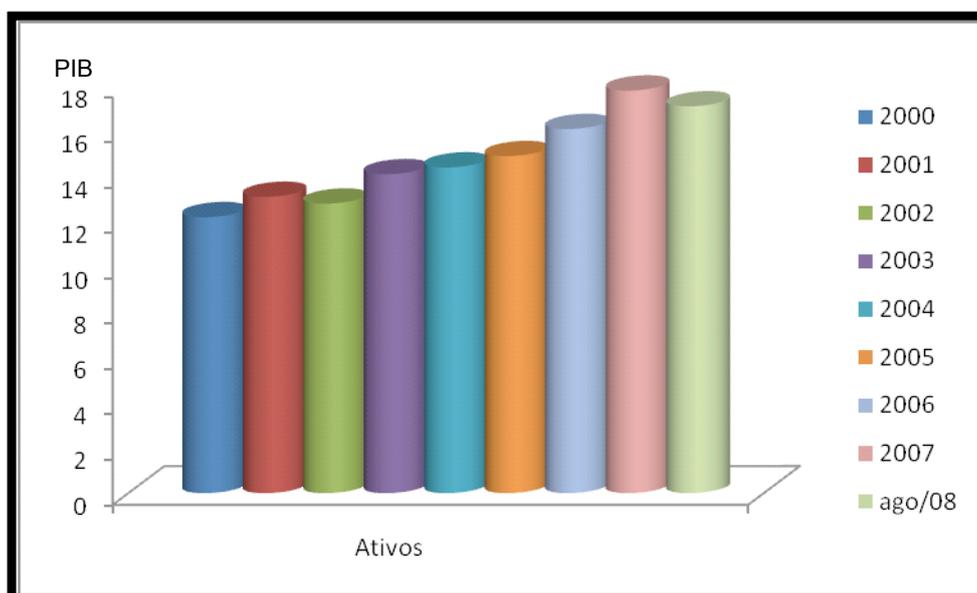
A gestão ativo/passivo surge para equilibrar as obrigações (passivos) com os bens e direitos (ativos), além dos riscos gerados pela diferença entre os dois grupos patrimoniais. Aspectos como pagamento de benefícios ao menor custo possível e com segurança, estabilidade e confiança da gestão financeira farão com que o fundo prospere.

A Resolução CGPC nº 13, publicada em outubro de 2004, pode ser citada como sendo um importante aspecto legal de incentivo e desenvolvimento da governança nos fundos, porque a mesma detalha a estrutura que as EFPC devem possuir. Ela estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas EFPC. Para isso, a Resolução incentiva a utilização de código de boas práticas de GC, assim como ressalta a importância de uma atuação ativa do conselho fiscal. Também destaca a necessidade da verificação, por parte do fundo, da observância do nível de competência técnica que o gestor de uma EFPC deve possuir, além da existência de uma estratégia para monitoramento dos riscos inerentes aos fundos, o constante

controle interno que deve existir nessas entidades, a utilização de auditorias independentes pelos fundos, entre outros.

## 2.2 Os fundos de pensão e sua contribuição econômico-financeira

O crescimento do patrimônio do fundo demonstra o seu grau de credibilidade assim como a competência da sua gestão. Em 2007, os ativos totais dos fundos somavam R\$ 456 bilhões, o que representava 17,8% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Até agosto de 2008 o percentual era de 17,1% (Figura 1). Todos esses valores são oriundos da poupança previdenciária de aproximadamente dois milhões de trabalhadores ativos e 619 mil aposentados. Convém destacar que 88,2% dos recursos retornam aos trabalhadores em forma de aposentadorias, 11,2% chega como pensão aos dependentes e 0,6% é referente a auxílios.



**Figura 1 – Evolução dos Ativos x PIB**  
Fonte: IBGE/ABRAPP

De acordo com dados da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), até junho de 2008, o número de fundos de pensão que atuavam no país era de 369 sendo classificados entre públicos e privados, e eram distribuídos da seguinte forma: 244 entidades na região Sudeste, que é a que possui o maior número de EFPC, representando 66% do total; as regiões Sul, Nordeste e Centro-Oeste participam com 16%, 9% e 8%, respectivamente, cabendo a região Norte o menor número de fundos de pensão com apenas 4, representando pouco mais de 1% do total.

Basicamente os fundos de pensão trabalham com três tipos de planos de aposentadoria:

- Contribuição Definida (CD): o benefício a ser obtido é determinado pela poupança que o trabalhador acumulou durante sua vida de contribuinte.
- Benefício Definido (BD): o valor do benefício a ser pago ao beneficiário já é sabido antecipadamente, normalmente definido em função de um percentual do último salário ou uma média dos últimos salários (excluindo a parcela paga pelo INSS).
- Misto (M): também chamado de contribuição variável (CV), é uma junção dos dois tipos detalhados anteriormente.

De acordo com dados divulgados pela SPC (2008), os tipos de benefícios ofertados por essas entidades até junho de 2008 são de plano BD como 35,3% do total, enquanto que o CD e CV participam com 34% e 30,7%, respectivamente. Percebe-se um equilíbrio entre o percentual de benefícios nas três categorias, mas com um leve predomínio do plano BD.

Com relação à região Nordeste, ela possui 33 fundos de pensão, com destaque para a Bahia que possui 7 entidades (22%) e Pernambuco, com 6 (21%), que possuem o maior número de EFPC, seguidos pelo Ceará, com 6 entidades (18%).

Neste estudo serão analisados fundos de pensão localizados em Pernambuco, especificamente a Fachesf e o Celpos. De acordo com o *ranking* da SPC, a Fachesf ocupa a 49ª posição no critério tamanho da população dentre todos os fundos de pensão brasileiros, enquanto que a Celpos está situada na 113ª posição. Em relação aos ativos de investimentos, a Fachesf ocupa a 19ª posição e a Celpos está situada na 92ª posição. Ao analisar o mesmo *ranking* agora observando somente os Estados da região Nordeste, pode-se agrupar as 10 maiores EFPC por ativos de investimentos, conforme pode ser observado no quadro 1 a seguir.

Posição	Entidade	Estado	Tipo de Patrocínio	Valores (R\$MM)	Participação (%)
1ª	FACHESF	PE	Público	3.503	32,06
2ª	CAPEF	CE	Público	1.990	18,22
3ª	BANDEPREV	PE	Privado	1.172	10,73
4ª	FAELBA	BA	Privado	1.033	9,46
5ª	BASES	BA	Privado	619	5,67
6ª	ECOS	BA	Privado	612	5,61
7ª	FAELCE	CE	Privado	608	5,57
8ª	CELPOS	PE	Privado	583	5,34
9ª	ODEPREV	BA	Privado	444	4,07
10ª	COMPREV	PE	Público	358	3,28
<b>Total</b>				<b>10.925</b>	<b>100</b>

Quadro 1 – 10 maiores EFPC nordestinas de acordo com ativos de investimentos

Fonte: SPC, 2008 – Adaptado pelos autores

Dentre as 10 maiores EFPC da região Nordeste, tendo como base os ativos de investimentos, o Estado de Pernambuco é representado por 4 entidades: Fachesf (que ocupa a liderança do *ranking*), Bandeprev, Celpos e Comprev. Quando os fundos são classificados pelo tamanho da população, dos 10 maiores fundos nordestinos, Pernambuco participa com 6 entidades (Quadro 2): Bomprev (ocupa a liderança), Gtmprevi, Fachesf, Celpos, Comprev e Faelce, que juntas totalizam 76,04% do total da população dos fundos de pensão dos Estados do Nordeste.

Posição	Entidade	Estado	Tipo de Patrocínio	Quantidade	Participação (%)
1ª	BOMPREV	PE	Privado	28.456	31,4
2ª	GTMPREVI	PE	Privado	14.035	15,49
3ª	FACHESF	PE	Público	13.087	14,44
4ª	CAPEF	CE	Público	6.926	7,64
5ª	ODEPREV	BA	Privado	6.698	7,39
6ª	CELPOS	PE	Privado	5.131	5,66
7ª	COMPREV	PE	Público	4.618	5,1
8ª	FAELBA	BA	Privado	4.360	4,81
9ª	FABASA	BA	Público	3.728	4,11
10ª	FAELCE	PE	Privado	3.579	3,95
<b>Total</b>				<b>90.618</b>	<b>100</b>

Quadro 2– 10 maiores EFPC nordestinas de acordo com a população

Fonte: SPC, 2008 – Adaptado pelos autores

Desse percentual, os fundos Fachesf e Celpos representam 20% conforme pode ser visto no Quadro 2. Visto a importância dos fundos Fachesf e Celpos para a região, justifica-se a escolha

destes dois fundos de pensão para se estudar as práticas de governança e gestão de riscos adotadas pelos mesmos.

### 3. Metodologia

#### 3.1 Caracterização do objeto de estudo

O Estado de Pernambuco representa 21% das EFPC do Nordeste. A pesquisa tem como foco os fundos Fachesf e Celpos por deterem uma elevada população (participantes ativos + participantes assistidos + dependentes beneficiários) e um grande número de ativos de investimento (total de aplicações em renda fixa + renda variável + imóveis + empréstimos e financiamentos). De acordo com o número de participantes e o total de investimentos do *ranking* da SPC, a Fachesf e o Celpos ocupam a 49<sup>o</sup> e 113<sup>o</sup> posições respectivamente, como destacado no quadro 3 a seguir.

Entidade	População		Ativos de Investimentos	
	Posição	Quantidade	Posição	Valores (R\$MM)
Fachesf	49	13.087	19	3.503
Celpos	113	5.131	92	583

**Quadro 3** – Representatividade dos fundos Fachesf e Celpos de acordo com o *ranking* da SPC

Fonte: SPC, 2008

#### Fachesf

A Fachesf é uma EFPC pública federal criada em 1972 pela sua patrocinadora, a Companhia Hidroelétrica do São Francisco (Chesf). Pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, a entidade tem sede e foro jurídico na cidade do Recife e atua nos estados de Alagoas, Sergipe, Bahia, Ceará, Piauí, Paraíba, Pernambuco, Rio de Janeiro e São Paulo (FACHESF, 2008). A Fachesf administra três Planos Previdenciários: o Benefício Definido (BD), o Plano Saldado de Benefícios (BS) e o Contribuição Definida (CD). Ele possui cerca de 13.000 participantes e ativos de investimentos na ordem de 3,5 bilhões de reais (Quadro 3).

#### Celpos

A CELPOS é uma EFPC privada, instituída em 1981, patrocinada pela Companhia Energica de Pernambuco (CELPE), com autonomia administrativa e financeira. A visão e missão declaradas, respectivamente, no seu código de ética são: “ser reconhecida pela excelência do modelo de gestão” e “estar entre os dez mais rentáveis fundos de pensão nos próximos 5 anos e assegurar aposentadoria aos seus participantes, propiciando melhor qualidade de vida” (CELPOS, 2008). A

fundação oferece dois planos de benefícios: o Celpos BD, antigo plano, fechado para novas adesões, e o Celpos CD. A fundação tem sede e foro jurídico na cidade do Recife. São membros da CELPOS: a patrocinadora (CELPE), os participantes (pessoas físicas inscritas nos planos de benefícios, administrados pela CELPOS) e os beneficiários. Possui aproximadamente 5.100 participantes e administra uma carteira de ativos de investimentos de 583 milhões de Reais (quadro 3).

### 3.2 Desenvolvimento operacional e coleta de dados

Neste estudo de caso foram utilizados dois tipos de dados: primários - provenientes da utilização de questionários (via *e-mail*); e secundários - oriundos de documentos oficiais divulgados pelas entidades (relatórios, demonstrativos, códigos adotados, etc.).

Para a coleta de dados foi elaborado um questionário aberto, com questões relativas ao gerenciamento de riscos das entidades. Para responder ao mesmo, foi realizada a identificação, via *website*, dos agentes internos capazes (com condições, habilidades e informações) de responder aos questionamentos específicos sobre os aspectos investigados. Tal identificação foi realizada através do organograma dessas entidades.

Assim, foram identificados para a Celpos um membro do conselho deliberativo, um do conselho fiscal e outro da diretoria; e para a Fachesf, um membro do conselho deliberativo, um do conselho fiscal e um da presidência. As perguntas foram enviadas via *e-mail* aos três principais níveis administrativos dos fundos pesquisados: Fachesf (conselho deliberativo, conselho fiscal e presidência), Celpos (conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria). Tal procedimento foi realizado com o objetivo de coletar as informações pertinentes às práticas de gerenciamento dos riscos adotadas pelas entidades e, posteriormente, realizar uma verificação via pesquisa documental (*website*) para confrontar as respostas dos agentes internos com os mecanismos realizados na prática pelos fundos. No tocante à análise do desempenho, foram verificados os demonstrativos de resultado divulgados pelas entidades via *website*, valores da rentabilidade da cota, desempenho comparativo com indicadores do mercado (poupança, Ibovespa, entre outros).

### 3.3 Procedimentos de análise e interpretação dos resultados

O processo de análise e interpretação foi realizado de maneira qualitativa (gerenciamento dos riscos) e quantitativa (análise do desempenho), baseado no material coletado, através da aplicação de questionário e consulta a documentos oficiais da empresa divulgados via *websites*, juntamente com a literatura utilizada para a pesquisa. Esta pesquisa utilizou como técnica analítica específica a adequação ao padrão. Yin (2005) considera essa técnica como sendo uma das estratégias mais desejáveis, porque trata de comparar o objeto analisado com um padrão. Se os resultados coincidirem com os padrões, tal fato ajuda o estudo de caso em relação à validade interna (Quadro 4).

Objetivos específicos	Indicadores a serem avaliados nas EFPC	Padrão desejado	Referência dos indicadores
Os tipos de riscos aos quais está exposta e estratégias para gestão dos mesmos	Verificar a existência dos riscos e medidas de controle utilizadas pela EFPC.	A política de investigação e mitigação dos riscos é objeto de discussão do corpo estratégico das entidades e são divulgadas no demonstrativo analítico de investimentos das entidades.	Resolução CGPC nº 13/2004 e Resolução CMN nº 3.456/2007
Mecanismos para análise do desempenho	Verificar a existência via <i>websites</i> se as metas do desempenho econômico foram atingidas pelas entidades.	Os mecanismos para análise do desempenho são divulgados via <i>website</i> e através dos relatórios de administração e performance dos investimentos.	Resolução CGPC nº 13/2004 e Resolução CMN nº 3.456/2007

**Quadro 4 – Quadro demonstrativo dos indicadores a serem avaliados**

Fonte: Os autores

## 4. Discussão dos resultados

### 4.1 Gerenciamento dos riscos da Fachesf

A informação obtida na Fachesf foi que a entidade encontra-se num estágio de implantação da área de controles internos, mas tal fato não quer dizer que antes não havia preocupação da entidade com seu sistema de controle e sim que existia uma descentralização do mesmo. Como afirmado pelo agente interno:

Com o advento da Resolução CGPC nº 13, a entidade viu-se na necessidade de adaptar seus controles. O que antes era realizado de maneira descentralizada (controle) passou a ser centralizado. Criou-se um grupo de trabalho no qual coordeno e desenvolvemos esse trabalho de 2004 até hoje. Antes cada setor desenvolvia o seu controle e agora o que buscamos é uma padronização do controle interno específico para a entidade.

Foi observado que a Fachesf contratou uma consultoria para o processo de mapeamento dos riscos. O procedimento adotado está sendo realizado em duas etapas: primeiro um mapeamento de todos os processos das atividades desenvolvidas pela entidade, e, posteriormente, o processo de identificação e medidas de controle dos riscos aos quais está exposta. O trabalho é realizado por duas consultorias distintas (uma para o mapeamento e outra para identificação e mitigação dos riscos). O agente interno deixou isso bem claro ao afirmar que “a entidade está atuando de duas formas: primeiro a contratação de uma consultoria para mapeamento de todos os processos, e, posteriormente, a contratação de outra consultoria para identificação, mapeamento e controle dos riscos”.

Quando perguntado se a entidade tem consciência de todos os riscos que está sujeita, o agente interno afirmou que, no geral, os riscos não diferem de uma EFPC para outra, existe um grupo principal e logicamente que podem existir algumas mudanças.

Uma Entidade Fechada de Previdência Complementar está sujeita a tipos de riscos comuns a esse segmento (notadamente a área de investimentos e previdência), ou seja, os riscos identificados na Fachesf não diferem das outras. Trabalha-se com uma média de 250 tipos de fatores de riscos nessas entidades.

Foi apresentada uma cópia do contrato realizado com a segunda consultoria (identificação e mapeamento), em que constava um item focando o aspecto, da consultoria além de identificar os riscos, ser responsável por desenvolver mecanismos de controle (*software* e treinamento dos colaboradores) dos mesmos, ao entrevistador. Sobre indicadores de desempenho utilizados, houve informação de que a Fachesf planeja adotá-los na área de controles internos a partir de 2009. Quando perguntado a quem se reporta e quais os relatórios que ele produz, o agente interno respondeu:

Acompanhamos o relatório de controles internos expedido pelo conselho fiscal e, esporadicamente, somos requisitados por aquele órgão. Dificilmente somos acionados pelo conselho deliberativo. Quando ocorre essa convocação, sempre se dá através da diretoria executiva.

Ao comparar o trabalho desenvolvido pela Fachesf ao padrão determinado no quadro 4, verificou-se que a mesma encontra-se num processo menos evoluído de sistematização em relação aos controles internos, entretanto, como destacado na CGPC nº 13, a entidade não possui a obrigação de seguir um modelo de controle centralizado (Art. 12 e Art. 13).

Mesmo assim, pelo que foi constatado a Fachesf está caminhando para este tipo de procedimento como destacado pelo entrevistado. A contratação de serviços de terceiros para o mapeamento das funções também está embasada pela CGPC nº 13 (Art. 4º). Vale ressaltar a forma como foi elaborado o contrato com a segunda consultoria, constando uma cláusula com a obrigação do fornecimento de *softwares* e treinamento aos colaboradores. Tal atitude é um fator positivo para a entidade, porque evidencia uma preocupação da entidade com relação ao contrato que foi estabelecido com a consultoria, o que vem a caracterizar uma preocupação na gerência dos recursos que ela administra.

#### 4.2 Gerenciamento dos riscos da Celpos

A Resolução CGPC nº 13 afirma que as EFPC devem ser capazes de avaliar os riscos aos quais estão expostas e de desenvolver mecanismos que possam mitigá-los. Entretanto, esta resolução não disponibiliza um modelo a ser seguido. Cabe a entidade adequar-se e estabelecer procedimentos capazes de atualizar o fundo sob as determinações da resolução.

A referida resolução deixa claro que a EFPC pode utilizar serviços de terceiros (desde que capacitados para tanto) nesse processo de gerenciamento dos riscos. Foi justamente o que a Celpos fez, como detalha o agente interno:

A primeira etapa foi um mapeamento de todos os processos de cada atividade da Celpos, isso foi realizado em 2006. Posteriormente, foi contratada uma consultoria (que presta serviços a vários fundos de pensão brasileiros) aonde foi repassado para a mesma todo o mapeamento da entidade, como ela é dividida, quais os segmentos em que atua, tipos de benefícios oferecidos, estrutura organizacional, com quem se relacionam, quais os órgãos estão sujeita de fiscalização, dentre outros. A entidade foi dividida em 4 processos: saúde (não oferece mais), benefício, financeira e administrativa.

O trabalho desenvolvido pela consultoria apontou que o fundo estava exposto a três grandes grupos de risco: atuarial (se as contribuições a valor futuro poderão honrar o compromisso das pensões que serão pagas); risco de arrecadação (o não cumprimento das contribuições por parte dos participantes ativos); risco de concessão de benefícios (engloba tábua de mortalidade utilizada pela entidade, modalidade de plano de benefício oferecido, dentre outros). Pode-se observar isto nas palavras do respondente: “Este primeiro trabalho desenvolvido não gerou o efeito desejado (ficou restrita a teoria e não deu ênfase a prática). O estudo foi elaborado, foram apontados os riscos, mas e de agora em diante, como agir?” Para contornar tal problema teve que ser contratada outra

consultoria, também com respaldo em fundos de pensão. Esse trabalho foi mais aceito porque ocorreu a identificação dos riscos e foram disponibilizados para a Celpos mecanismos capazes de mitigá-los (*software* e treinamento dos colaboradores), conforme respondeu o entrevistado:

O trabalho prestado por essa consultoria teve a preocupação de adaptar a matriz de riscos à realidade da entidade. Os resultados obtidos com essa consultoria foi que a matriz de riscos da entidade teve que ser refeita em virtude da disparidade encontrada entre o levantamento anterior (ênfase na teoria) e desse atual (mais prático), onde foram apontados 4 grupos de riscos: arrecadação, administração, investimentos e benefícios.

Com o trabalho realizado, hoje a Celpos é capaz de detalhar a quais riscos ela está exposta, e apontar numericamente em qual grupo de risco ainda não está plenamente satisfeita, pelos resultados obtidos. Tudo isso é fruto de um monitoramento constante (reuniões mensais com o conselho deliberativo e trimestrais com o conselho fiscal) e da qualidade do seu sistema de controles internos (a entidade possui certificado ISO 9001). Dando ênfase a essa afirmação o agente interno detalha:

A Celpos está sujeita a 311 fatores de riscos medidos e monitorados, entre eles 307 foram avaliados e considerados satisfatórios. Avaliados através do controle para cada um deles. Os fatores de riscos detalhados são 43 para arrecadação, 113 para administrativo, 105 para investimentos e 50 para benefícios. Dos riscos não considerados satisfatórios (4), a entidade irá elaborar um plano de ação para reduzir o risco deles, sendo 3 da área administrativa e 1 da área de investimentos (situado na área de empréstimos).

Com relação às estratégias adotadas para mitigação dos riscos, a Celpos também informa que possui uma política específica para cada grupo de risco, assim como determina a Resolução CGPC nº 13, conforme explicação do entrevistado:

O risco de investimentos é minimizado através da contratação de uma consultoria (que possui experiência em EFPC), são realizados encontros mensais aonde são discutidos resultados, projeções e perspectivas para o setor. O de arrecadação pode-se considerar como risco mínimo porque a contribuição é deduzida em folha (nesse aspecto o contrato é bem amarrado entre contribuinte e entidade). O de benefícios, ele parte do atuarial, aonde são determinados cálculos específicos como tábua de mortalidade, o cálculo da concessão do benefício ao participante, o enquadramento do participante, definição da renda dele, dentre outros. O administrativo é a própria estrutura da entidade, controles jurídicos, informática, comunicação recursos humanos, ressaltando que é na área de informática que existe uma preocupação muito forte em relação a esse tipo de risco. Porque essa área trata da própria confiabilidade das informações, até porque qualquer alteração em dados cadastrais pode acarretar um desequilíbrio total do plano.

Ao comparar o trabalho desenvolvido pela Celpos ao padrão determinado (Quadro 4), foi verificado que a mesma encontra-se num processo avançado de organização em relação aos controles internos, como destaca a Resolução CGPC nº 13.

Conforme descrito anteriormente, a Celpos possui certificado ISO 9001 e hoje é capaz de identificar e quantificar os riscos a que está exposta, além de explicar as estratégias para mitigação dos mesmos. A Resolução CGPC nº 13 também ressalta essa obrigação da entidade.

O fato das medidas de gerenciamento dos riscos serem objeto de debate nas reuniões do conselho deliberativo e fiscal, como foi investigado, é um forte indicador que a Celpos está procedendo de acordo com a Resolução CGPC nº 13. A contratação de serviços terceirizados também está de acordo com a o Art. 4º da Resolução CGPC nº 13:

#### 4.2.1 Gerenciamento dos riscos na área de investimentos da Fachesf

A Fachesf é subdividida em 2 grupos: internos (gestão de carteiras próprias) e externos (aplicação em fundos abertos), por esse motivo o processo de monitoramento das aplicações é mais complexo, como detalha o agente interno: “A Fachesf trabalha com gestores de fundos e carteira própria. Hoje 60% dos ativos de investimentos (3 carteiras) são administrados pela própria entidade e 40% são terceirizados através de fundos de investimentos”. O acompanhamento é realizado da seguinte forma:

Além de realizar gestão de algumas carteiras de renda variável, também realizo o acompanhamento desses gestores externos. Em renda variável, na gestão de investimentos em bolsa existem duas teorias: análise fundamentalista e análise técnica. Faço a parte de análise técnica, outro colega de trabalho realiza a fundamentalista, isso é realizado da seguinte forma: as duas análises são realizadas simultaneamente e quando se chegam a um consenso, as operações são realizadas. Como ferramentas de controles utilizamos o Economática e sistema *AE Broadcast* da Agência Estado.

A Resolução CMN nº 3.456/2007 possibilita que o fundo de pensão contrate serviços para a escolha das aplicações de recursos das EFPC, o mesmo procedimento adotado na Celpos também é realizado na Fachesf e, por sinal, pela mesma consultoria (a explicação foi que a mesma é uma referência quando se trata de fundos de pensão). Basicamente, o trabalho é realizado da seguinte forma, conforme o agente interno:

Existe um estudo chamado de *Asset Liability Management* (ALM), que são utilizados para definir uma alocação estratégica dos investimentos. Tal estudo visa os riscos do lado do ativo e passivo; o ALM significa o casamento entre os ativos e

passivos. Dados os retornos e as volatilidades dos ativos e dados os riscos dos passivos atuariais são realizados uma análise de forma a indicar a melhor carteira estratégica para alocação de recursos. Esse estudo é feito anualmente (quer dizer a política de investimentos é revista). O estudo de ALM é realizado através de uma consultoria, porque não possuímos o sistema. O que ocorre é que a entidade fornece para ela os dados (cadastro dos participantes) debate os cenários de longo prazo dos ativos e a partir dessas informações a consultoria apresenta qual a alocação estratégica e alguns indicadores de solvência, disponibilidade de caixa. Os dados são repassados para a consultoria e mensalmente através de encontros presenciais os mesmos são debatidos junto com a entidade (conselho fiscal e deliberativo) e sua aplicabilidade ou não.

Dependendo do tipo de benefício ofertado, a Resolução CMN nº 3.456/2007 determina que seja elaborada e disponibilizada aos participantes a política de aplicação dos investimentos. Na Fachesf, de acordo com o agente interno:

A política de investimentos dos fundos é realizada por plano de benefício, então a alocação dos recursos depende das características do passivo atuarial. Se você possui um plano maduro (todos os participantes estão recebendo os benefícios), a política é diferente de um plano novo (que os participantes ainda não estão recebendo os benefícios).

O acompanhamento dos rendimentos das aplicações leva em consideração os seguintes aspectos, de acordo com as palavras do agente interno:

Existe a política de investimentos que define a estratégia de aplicações dos recursos e a Fachesf possui uma opção de alocação tática de investimentos que visa aproveitar os momentos de curto prazo e médio prazo. Quer dizer, a alocação é realizada considerando esses dois fatores (curto e médio prazo). No médio prazo é utilizado o estudo de ALM e na de curto prazo utiliza-se as opções do mercado. Agora o desempenho das aplicações é acompanhado diariamente e relatado quinzenalmente e mais formalmente todo mês através da apresentação de um relatório para o Conselho Fiscal (tal documento abrange todos os segmentos).

Com relação aos procedimentos para desempenhos abaixo do esperado nas aplicações da Fachesf, obteve-se a seguinte resposta:

Depende de uma análise mais específica sobre a empresa, setor. Se for um segmento econômico que a entidade entenda que não existe uma boa perspectiva de recuperação a decisão é de venda do ativo, se existir uma expectativa de melhora a entidade opta por manter o ativo.

Ao ser questionado sobre perspectivas econômicas futuras e como a entidade estava encarando esse momento turbulento da economia mundial, o entrevistado respondeu o seguinte:

A gestão dos investimentos de uma EFPC é realizada com uma visão de longo prazo e normalmente a visão do mercado financeiro é de curto prazo. Tal segmento trabalha com uma perspectiva de no máximo 2 anos. Há um ano vivíamos um céu de brigadeiro, hoje enfrentamos o mercado enfrenta uma crise que não sabemos ainda o escopo dela. A análise da Fachesf é de longo prazo e nessa projeção identificamos que existe uma tendência muito forte de uma redução na taxa de juros da economia, no longo prazo tudo indica que o Brasil terá taxas de juros similares a países de economias mais desenvolvidas (na ordem de 5% a.a.). Essa é a principal preocupação da entidade, porque isso trará para os fundos uma dificuldade de reinvestimento. Hoje temos títulos públicos sendo negociados a uma taxa de rentabilidade de 8% e a meta atuarial é de 6%. O cenário ainda é favorável em relação à taxa de juros [meta < taxa de juros], mas no futuro o que se espera é que essa taxa de juros fique abaixo a meta atuarial (o que trará uma grande dificuldade dos fundos de pensão em realocar seus investimentos).

Ao comparar o trabalho desenvolvido pela Fachesf ao padrão determinado (Quadro 5), foi verificado que a mesma encontra-se de acordo com as Resoluções CMN nº 3.456/A2007 e CGPC nº 13, pois a entidade divulga sua política de aplicação de recursos por plano de benefício oferecido, seus ativos de investimentos estão enquadrados dentro do limítrofe estabelecido pela Resolução CMN nº 3.456/2007, a contratação de consultoria para os estudos de *ALM* e as reuniões com o conselho deliberativo e fiscal estão embasadas pela Resolução CGPC nº 13.

#### **4.2.2 Gerenciamento dos riscos na área de investimentos da Celpos**

Na composição de sua carteira de investimentos (renda fixa + renda variável + imóveis + empréstimos e financiamentos), os fundos de pensão brasileiros são guiados pela Resolução CMN nº 3.456/2007 e no processo de gerenciamento de riscos na CGPC nº 13. Em linhas gerais, a Resolução CMN nº 3.456/2007, numa política de minimizar o risco de expropriação dos recursos dos participantes dos fundos de pensão, determina os limites de aplicação em cada segmento de investimentos, o que força as EFPC a optarem por uma política mais conservadora na gestão dos recursos captados via contribuintes. Enquanto que a Resolução GCPC nº 13 determina que essas entidades disponham de mecanismos de controle e mitigação dos riscos aos quais estão expostas.

Na entidade Celpos, o entrevistado que respondeu aos questionamentos é formado em Administração de Empresas e possui vários cursos na área de Previdência Privada, atua na entidade há mais de 17 anos e coordena 2 pessoas no setor que atua. O seu trabalho consiste em fazer “acompanhamento diário do desempenho das aplicações da entidade, produção de relatório da rentabilidade anual, elaboração de relatório gerencial mensal”.

Uma das premissas das Resoluções CMN 3.456/2007 e CGPC nº 13 é que os fundos disponibilizem a política de aplicação de recursos a todos os participantes, as medidas de mitigação de riscos adotadas por elas. Na Celpos, o serviço de escolha dos ativos a serem aplicados é realizado via contratação de um agente terceirizado, como confirmado pelo entrevistado: “Através de uma consultoria é analisado o desempenho dos gestores de fundos de investimentos em todo o Brasil (tanto os gestores atuais como os que não estão atuando na entidade) avaliações quantitativas e qualitativas segmentado em mercados”.

Segundo o agente, são realizados encontros mensais com essa consultoria quando são avaliados parâmetros e tendências em cada segmento de aplicação. Tais estudos são debatidos “primeiramente com a consultoria, diretoria, área financeira; depois passa pelo comitê e conselho deliberativo para ser aplicado ou não”. Ao ser questionado se era uma projeção de cenários, o agente respondeu que “é uma coisa acima disso. Além da projeção de cenários são pesquisadas informações sobre seleção de gestores, código de ética da entidade, agentes qualificados, recomenda certos tipos de aplicação, vedam outros, dentre outras coisas”.

Na área de investimentos da Celpos não são produzidos relatórios para algum setor e sim os recomendados pela SPC que são relatórios de investimentos e desempenho. O agente explicou que “internamente são produzidos relatórios gerenciais, apresentados diariamente, de acompanhamento da rentabilidade e desempenho dos fundos de investimento além do resultado geral de entidade que mensalmente é apresentado à diretoria, comitê de investimentos e para a patrocinadora”. É importante ressaltar que o acompanhamento do rendimento das aplicações é realizado diariamente segundo o agente interno.

Ao ser questionado sobre os procedimentos a serem adotados para o rendimento abaixo do esperado de alguma aplicação, o agente respondeu que “a entidade trabalha com fundos exclusivos, sendo assim, uma aplicação não é avaliada isoladamente e sim o desempenho do gestor do fundo no qual a entidade possui aplicações financeiras”.

Também buscou-se entender como é a relação da entidade com esses gestores de fundos, por exemplo, se existia alguma cláusula no contrato de prestação do serviço determinando um vínculo de tempo mínimo com o gestor. Sobre esse assunto, o agente interno informou que “a qualquer momento a entidade pode migrar para outro gestor por se tratar de fundos exclusivos”.

De acordo com a Resolução CMN nº 3.456/2007, as entidades devem elaborar e explicitar as políticas de alocação de recursos de acordo com o tipo de benefício oferecido. Na Celpos, segundo o agente interno, é adotada a seguinte política:

São decididos pela entidade (limite mínimo, máximo e alvo) procurando sempre ficar dentro do alvo. Quando ocorre algum descasamento é realizado o balanceamento e dependendo do tipo de benefício ofertado a essa política muda, porque a Resolução 3.456 demonstra as diretrizes de aplicação dos recursos para a entidade como um todo, só que cada fundação tem planos com objetivos diferentes.

Ao ser questionado sobre qual o tipo de gestão de aplicação de recursos e sobre cenários futuros em virtude da turbulência que o mercado vivencia em consequência da crise imobiliária americana, o agente respondeu que:

A gestão pode ser classificada como passiva, porque a maior parte das aplicações financeiras da entidade está distribuída em títulos públicos, além disso, a entidade paga muito mais benefícios hoje do que recebe contribuições. Por causa dessa turbulência vivida no mercado a previsão para que o mesmo volte a patamares de 2007 é em torno de 5 anos.

Ao comparar o trabalho desenvolvido pela Celpos ao padrão determinado, foi verificado que a mesma encontra-se de acordo com as Resoluções CMN 3.456/2007 e CGPC nº 13, pois a entidade divulga sua política de aplicação de recursos por plano de benefício oferecido, seus ativos de investimentos estão enquadrados dentro do limítrofe da CMN 3.456/2007, existe a contratação de consultoria para o processo de escolha dos gestores das carteiras e, além disso, as reuniões com o conselho deliberativo e fiscal estão embasadas pela CGPC nº 13.

### **4.3 Análise do desempenho financeiro**

Para avaliar o desempenho das entidades pesquisadas, foram utilizados os procedimentos detalhados no item 3.3. Através de consulta à página eletrônica das entidades, foram verificados os resultados divulgados através dos relatórios anuais, demonstrativos contábeis e da política de investimentos, todos acessíveis para qualquer pessoa. De acordo com a Resolução CGPC nº 26, as EFPC têm até o dia 30 de abril do ano subsequente para informar através do relatório anual o seu desempenho. Sendo assim, a pesquisa teve como base de análise os resultados demonstrados até o final de 2008 (Relatório Anual de 2007).

### 4.3.1 Análise do desempenho na Fachesf

Na Fachesf, no ano de 2007, os investimentos apresentaram uma rentabilidade acumulada de 23,65%, ficando 8,25% acima da meta atuarial. Com este resultado a entidade superou pelo quinto ano consecutivo a sua meta. Os ativos de investimentos da Fachesf ao final de 2007 estavam distribuídos da seguinte forma: 67,27% em renda fixa, 26,92% em renda variável, 1,12% em imóveis e 4,72% em empréstimos e financiamentos. Colaborando com a visão conservadora na aplicação da gestão do patrimônio de terceiros (contribuintes), a Fachesf opta pela alocação estratégica (abaixo dos limites máximos), nas três modalidades (BD, CD e BS), como sintetizados nos Quadros 5, 6 e 7.

Composição Patrimonial	Alocação Estratégica (%)	Limite Inferior (%)	Limite Superior (%)	BENCHMARKS (%)
Renda Fixa	78,67	60	100	IGPM + 6%aa
Renda Variável	17,90	0	25	IBOVESPA
Imóveis	1,16	0	5	IGPM + 6%aa
Empréstimos e Financiamentos	2,27	0	10	IGPM + 6%aa

**Quadro 5 – Alocação dos ativos de investimentos plano BD**

Fonte: Fachesf, 2008

Composição Patrimonial	Alocação Estratégica (%)	Limite Inferior (%)	Limite Superior (%)	BENCHMARKS (%)
Renda Fixa	67,89	45	100	IGPM + 6%aa
Renda Variável	27,79	0	40	IBOVESPA
Imóveis	0,56	0	5	IGPM + 6%aa
Empréstimos e Financiamentos	3,76	0	12	IGPM + 6%aa

**Quadro 6 – Alocação dos ativos de investimentos plano CD**

Fonte: Fachesf, 2008

Composição Patrimonial	Alocação Estratégica (%)	Limite Inferior (%)	Limite Superior (%)	BENCHMARKS (%)
Renda Fixa	76,83	55	100	IGPM + 6%aa
Renda Variável	17,57	0	30	IBOVESPA
Imóveis	0,96	0	5	IGPM + 6%aa
Empréstimos e Financiamentos	4,64	0	12	IGPM + 6%aa

**Quadro 7 – Alocação dos ativos de investimentos plano BS**

Fonte: Fachesf, 2008

Quando comparado com o mercado financeiro, o desempenho dos ativos de investimento da Fachesf superou os parâmetros. No segmento renda variável, a entidade obteve uma valorização de 45,04%, o que corresponde a 0,95% acima do Ibovespa médio. Os recursos aplicados na bolsa de valores renderam 49,8%, ficando 4,26% acima do Ibovespa médio. As aplicações em renda fixa superaram a meta atuarial em 2,57% e tiveram uma rentabilidade correspondente a 145,18% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). O desempenho detalhado por tipo de benefício é disponibilizado na página eletrônica da entidade. A rentabilidade dos três tipos de benefícios oferecidos pela Fachesf (BD, CD e BS) está acima da meta atuarial (IGPM + 6%) e da poupança.

#### 4.3.2 Análise do desempenho na Celpos

Na Celpos, o plano BD em 2007 obteve uma rentabilidade de 16,97%, superando os principais indicadores de mercado e a meta atuarial, que foi de 11,11%. Em termos reais este resultado foi superior à meta atuarial em 5,27%. Já o plano CD acumula desde a data de sua implantação (maio/06) um rendimento de 35,25%. No ano de 2007, a sua rentabilidade foi de 22,22%, também superando os principais indicadores de mercado e a meta atuarial. Os ativos de investimentos da Celpos ao final de 2007 estavam alocados da seguinte forma: 52% em renda fixa, 14% em renda variável, 4% em imóveis e 30% em empréstimos e financiamentos. Quando segmentado por tipo de benefício e comparando com os limites estabelecidos pela Resolução CMN nº 3.456/ANO, obtêm-se os resultados apresentados nos quadros a seguir.

Composição Patrimonial	Limite Superior	Resolução
	Política de Investimentos (%)	Resolução CMN 3.456 (%)
Renda Fixa	90	100
Renda Variável	22	50
Imóveis	8	11
Empréstimos e Financiamentos	15	15

**Quadro 8 – Alocação dos ativos de investimentos plano BD**

Fonte: Celpos, 2008

Composição Patrimonial	Rentabilidade Celpos (%)	BENCHMARKS (%)
Renda Fixa	12,22	CDI – 11,82%
Renda Variável	48,24	IBX Médio – 48,35
Imóveis	20,94	INPC + 6%aa – 11,11
Empréstimos e Financiamentos	23,47	INPC + 6%aa – 11,11

**Quadro 9 – Comparativo de rentabilidade acumulada no ano de 2007 plano BD**

Fonte: Celpos, 2008

Composição Patrimonial	Limite Superior	Resolução
	Política de Investimentos (%)	Resolução CMN 3.456 (%)

Renda Fixa	90	100
Renda Variável	30	50
Imóveis	0	11
Empréstimos e Financiamentos	15	15

**Quadro 10 – Alocação dos ativos de investimentos plano CD**

Fonte: Celpos, 2008

Composição Patrimonial	Rentabilidade Celpos (%)	BENCHMARKS (%)
Renda Fixa	11,09	CDI – 11,82%
Renda Variável	54,28	IBX Médio – 48,35
Empréstimos e Financiamentos	23,72	INPC + 6%aa – 11,11

**Quadro 11 – Comparativo de rentabilidade acumulada no ano de 2007 plano CD**

Fonte: Celpos, 2008

Colaborando com a visão conservadora na aplicação da gestão do patrimônio de terceiros (contribuintes), fica claro ao analisar os quadros (8 e 10) que a Celpos opta por uma gestão estratégica de alocação abaixo dos limites estabelecidos pela Resolução CMN nº 3.456/2007 tanto na modalidade de BD, quanto CD. Ao analisar o quadro 10 e 12, verifica-se que, no tocante ao rendimento do plano BD, somente o segmento renda variável está abaixo do parâmetro estabelecido pela entidade, enquanto que, no plano CD, a modalidade de aplicação renda fixa é que se encontra abaixo do *benchmark*. Mas as outras modalidades (imóveis, empréstimos e financiamentos) no plano BD e no CD (renda variável, empréstimos e financiamentos) compensaram esse desequilíbrio ao obterem rentabilidades acima das metas estabelecidas.

## 5. Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo analisar o gerenciamento dos riscos e o desempenho dos fundos de pensão Fachesf e Celpos. Para o primeiro objetivo, foram identificados os tipos de riscos aos quais as EFPC estão expostas e as estratégias adotadas para gestão dos mesmos. Neste sentido, foram realizadas entrevistas semi-estruturadas com agentes internos capacitados de responder sobre o assunto.

As duas entidades demonstraram estar em processo de enquadramento junto ao padrão estabelecido. Contudo, a Celpos encontra-se em um estágio mais avançado no quesito gerenciamento de riscos, porque a mesma no momento da pesquisa foi capaz de enumerar os riscos a que estava exposta e mostrou que desenvolvia estratégias para mitigação dos mesmos, na medida

em que seus controles internos eram centralizados, e que sua política de combate aos riscos estava mais definida. A Fachesf, em relação à gestão dos riscos, está situada num nível menos avançado. O seu controle interno era descentralizado, por esse motivo o agente interno ouvido não detalhou os tipos de riscos que a entidade estava exposta e também não descreveu as estratégias para minimização dos mesmos e sim tratou o assunto de uma maneira geral.

Vale ressaltar que a política de gerenciamento relativa aos riscos da área de investimentos, os dois fundos de pensão atuam de forma parecida, uma vez que contratam a mesma consultoria para estudos sobre alocação dos recursos e optam por trabalharem com limites abaixo do que estabelece a Resolução CMN nº 3.456/2007. O que difere as duas entidades é que a Celpos trabalha com gestores de fundos exclusivos, enquanto que a Fachesf utiliza fundos abertos juntamente com carteiras próprias do segmento de renda variável.

Ainda com relação à gestão dos riscos, os dois fundos encontram-se enquadrados na Resolução CGPC nº 13, mas como destacado anteriormente em estágios distintos, merecendo ressaltar dois pontos. Primeiro, no processo de gerenciamento de riscos da Celpos, o contrato com a primeira consultoria não foi bem elaborado, porque, se assim o fosse, não haveria a necessidade da contratação de outra. O ponto falho foi a não observação no contrato de prestação do serviço de consultoria que, além de identificar os riscos, ela teria que fornecer estratégias de mitigação dos mesmos (treinamento dos colaboradores, *software*). Segundo, na Fachesf o processo de gerenciamento dos riscos foi iniciado em 2004 e até a presente data da pesquisa ainda não havia sido concluído.

No que diz respeito ao desempenho, foi realizada uma investigação da existência de mecanismos para análise do desempenho (geração de liquidez adequada para fazer face aos futuros desembolsos), através da análise dos relatórios da administração e dos demonstrativos do desempenho financeiro, disponibilizados a todas as pessoas via *website*. Convém destacar que os resultados analisados possuem como base o ano de 2007, porque as entidades de acordo com a Resolução CGPC nº 26 dispõem até o mês de abril do ano subsequente para divulgarem seus resultados e no momento da coleta de dados da pesquisa os resultados do ano de 2008 ainda não estavam disponíveis. Com base nos resultados disponibilizados, tanto a Fachesf quanto a Celpos obtiveram resultados acima da meta atuarial estabelecida nos tipos de benefícios ofertados. Vale ressaltar que o cenário que mais preocupa essas entidades é o de longo prazo, porque de acordo com

suas projeções financeiras o Brasil atingirá taxas de juros praticadas em economias mais desenvolvidas, o que forçará uma reestruturação da sua política de investimentos (atualmente predominante em títulos públicos) para continuar atingindo o seu equilíbrio atuarial.

Vale ressaltar que as duas entidades demonstraram estar alinhadas à Resolução CMN nº 3.456/2007, na medida em que adotam gestões distintas para os tipos de benefícios oferecidos e divulgam seus resultados financeiros para todas as pessoas. O fator limitador deste item foi a não possibilidade de analisar os resultados de 2008, mediante a crise mundial ocorrida neste ano.

Como limitação, esta pesquisa não pode ter seus resultados generalizados para outras entidades, pois são resultados de estudos de casos, porém têm a vantagem de terem abordado as questões em profundidade, sinalizado os possíveis resultados de outras entidades. Dentre as recomendações para novos trabalhos, pode-se sugerir uma análise do desempenho financeiro já com os resultados registrados no ano de 2008, verificar se as práticas de gerenciamento dos riscos diferem de um fundo privado para um público, e também identificar como é realizada a gestão de um plano de benefício fechado para novos participantes (no caso do BD). Enfim, existem lacunas a serem preenchidas sobre os fundos de pensão, e este tipo de entidade é importante para o desenvolvimento do mercado financeiro, pois elas estão cada vez mais presentes no desenvolvimento econômico das nações.

### Referências Bibliográficas

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS FUNDOS DE PENSÃO – ABRAPP. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em 20/mar/2008.

\_\_\_\_\_. Consolidado estatístico – agosto de 2008. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em 05/nov/2008.

\_\_\_\_\_. Manual de controles internos – outubro de 2005. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em 15/out/2008.

BLECHER, Flavia Coutinho de Moura Vallim. **Gestão de ativos de fundos de pensão: práticas de governança, estrutura de controle e remuneração**. Dissertação, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2004.

BOULIER, Jean-François; DUPRÉ, Denis. **Gestão financeira dos fundos de pensão**. São Paulo: Pearson Education, 2003.

BRASIL. **Lei 6.435/77**. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6435.htm>>. Acesso em 20/mar/2008.

BRASIL. **Instrução SPC Nº 07, de 10 de agosto de 2005**. Publicada no D.O.U. nº 154, de 11 de agosto de 2005. Seção 1, página 42. Disponível em <<http://www.previdenciasocial.gov.br/docs/pdf/Instrucao7.pdf>>. Acesso em 20/mar/2008.

BRASIL. **Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 20/mar/2008.

BRASIL. **Resolução BC Nº 3.121, de 25 de setembro de 2003**. Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em <[http://www.mps.gov.br/docs/pdf/resolucao\\_3121.pdf](http://www.mps.gov.br/docs/pdf/resolucao_3121.pdf)>. Acesso em 21/mar/2008.

BRASIL. **Resolução BC Nº 3.456, de 01 de junho de 2007**. Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em <[http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/CMN/2007/3456.htm\\_-\\_238k](http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/CMN/2007/3456.htm_-_238k)>. Acesso em 20/out/2008.

BRASIL. **Resolução CGPC Nº 13, de 01 de outubro de 2004**. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC. Disponível em <<http://www.previminas.com.br/Arquivos/CGPC13.pdf>>. Acesso em 21/mar/2008.

BRASIL. **Resolução CGPC Nº 26, de 29 de outubro de 2008**. Dispõe sobre as condições e os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na apuração do resultado, na destinação e utilização de superávit e no equacionamento de déficit dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Disponível em <[http://www.anapar.com.br/superavit/resolucao\\_cgpc\\_26\\_29-setembro-de-2008.pdf](http://www.anapar.com.br/superavit/resolucao_cgpc_26_29-setembro-de-2008.pdf)>. Acesso em 05/dez/2008.

BRASILIANO, Antônio Celso Ribeiro. **Riscos empresariais**. Disponível em <[http://www.brasiliano.com.br/artigo\\_20021028\\_c4.htm](http://www.brasiliano.com.br/artigo_20021028_c4.htm)>. Acesso em 21/mar/2008.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; Leal. **Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. Revista de Administração. São Paulo, vol.38, n.4, out/nov/dez. 2004.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para níveis de governança da Bovespa**. Anais do 3ºSBFIN, São Paulo, FEA/USP, julho 2003.

FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE ADMINISTRADORAS DE FUNDOS DE PENSÃO (FIAP). Disponível em <[http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/edic/base/port/inicio.html](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/edic/base/port/inicio.html)>. Acesso em 21/mar/2008.

FEDERATION OF EUROPEAN RISK MANAGEMENT ASSOCIATIONS – FERMA. Norma de gestão de riscos. Disponível em <<http://www.ferma.eu/Portals/2/documents/RMS/RMS-Portugal.pdf>>. Acesso em 21/mar/2008.

FUNDAÇÃO CELPE DE SEGURIDADE SOCIAL (CELPOS). Disponível em <<http://www.celpos.com.br/>>. Acesso em 10/ mar/2008.

FUNDAÇÃO CHESF DE SEGURIDADE SOCIAL (FACHESF). Disponível em <<http://www.fachesf.com.br/>>. Acesso em 10/mar/2008.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

HESS David; IMPAVIDO, Gregorio. **Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence**. The World Bank Financial Sector Operations and Policy Department August 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em <<http://www.ibge.gov.br/home/>>. Acesso em 20/mar/2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 20/mar/2008.

\_\_\_\_\_. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em 15/mar/2008.

IZERROUGENE, Bouzid. **O modelo previdenciário por capitalização: ganhos e perdas.** Disponível em <[http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Revista\\_Analise\\_e\\_Dados/2003](http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Revista_Analise_e_Dados/2003)>. Acesso em 21/mar/2008.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 8, p. 209- 231, Dezembro 1997.

LIMA, Adilson C; SANTOS, Josete F. dos; BARRETO JÚNIOR, Aldemir; CALLADO, André Cunha. **Qualidade das Práticas de Governança dos Fundos de Previdência Complementar Fechados Brasileiros e o Desempenho.** Recife, 2006.

MARTINS, Heloisa Helena T. de Souza. **Qualitative research methodology.** Educação e Pesquisa, São Paulo, v. 30, n. 2, p. 289-300, maio/ago. 2004

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel de. **A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras.** Dissertação, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (OCDE). Estudos econômicos da OCDE Brasil. Disponível em <[http://www.mte.gov.br/observatorio/Completo\\_OCDE.pdf](http://www.mte.gov.br/observatorio/Completo_OCDE.pdf)>. Acesso em 28/mar/2008.

\_\_\_\_\_. Princípios de governança corporativa da OCDE. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 02/dez/2008.

PARENTE, Norma. Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem.** São Paulo. Ano V, v.15, n.15, p.81-90. jan./mar, 2002a.

PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly Matias. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna.** Texto para discussão nº 480. Brasília – maio de 1997.

PIOT, Charles; MISSONIER-PIERA, Franck. Corporate Governance, Audity Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies. March 2007. (SSRN id960681)

RIECHE, Fernando Ceschin. **Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil: situação atual da legislação e perspectivas.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 219-242, JUN. 2005.

RELATÓRIO SOCIAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – **Divulgação dos resultados**. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br>>.

Acesso em 17/mar/2008.

SECRETARIA DE PREVIDENCIA COMPLEMENTAR (SPC). Informe estatístico – junho de 2008. Disponível em

<[http://www1.previdencia.gov.br/pg\\_secundarias/previdencia\\_complementar.asp](http://www1.previdencia.gov.br/pg_secundarias/previdencia_complementar.asp) - 35k.> Acesso em 02/dez/2008.

\_\_\_\_\_. *Ranking* dos fundos de pensão – ativo de investimentos. Disponível em <<http://www1.previdencia.gov.br/spcweb/relatorios/publico/ranking/consultainvestimento.asp>>

Acesso em 10/nov/2008.

\_\_\_\_\_. *Ranking* dos fundos de pensão - população. Disponível em <<http://www1.previdencia.gov.br/spcweb/relatorios/publico/ranking/consultapopulacao.asp>>.

Acesso em 10/nov/2008.

\_\_\_\_\_. Guia do participante – acompanhe mais de perto seu fundo de pensão. Disponível em <[http://www1.previdencia.gov.br/pg\\_secundarias/previdencia\\_complementar.asp](http://www1.previdencia.gov.br/pg_secundarias/previdencia_complementar.asp) - 35k.> Acesso em 02/dez/2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. *A Survey of Corporate Governance*. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2. Junho/1997.

YIN, Robert. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2005.