## 14. Governança de investimentos em Fundos de Pensão

Sebastião Bergamini Junior (*)

Em meados de novembro de 2010, durante o 31º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão, constatei a surpresa que alguns colegas demonstraram ao tomarem conhecimento de um arranjo original na governança de investimentos de uma entidade de previdência complementar fechada, que chamaremos de Fundação C.

O arranjo consistia em um desenho heterodoxo estabelecido no regimento interno de seu comitê de investimentos: o colegiado se reportava ao Conselho Deliberativo da entidade, sendo presidido pelo próprio presidente do CD, contando com a participação de um representante dos assistidos, indicado pela associação dos assistidos e, entre as competências do referido comitê, constavam as de "selecionar e propor à Diretoria Executiva a contratação e substituição de gestores de investimentos" e a de "analisar e dar parecer sobre propostas de compra e venda de ativos", atividades essas de caráter nitidamente operacional.

A surpresa se devia ao desconhecimento de que a Fundação C fora vítima, alguns anos antes, de operações fraudulentas praticadas por agentes do mercado em conluio com membro(s) de sua Diretoria Executiva. Isso explicava o "arranjo prudencial" na governança, que fora adotado com o claro objetivo de resolver o conflito de agência, alinhando as práticas do "agente" (Diretoria Executiva) aos desejos do "proprietário" (participantes).

O presente artigo está focado na governança de investimentos, na medida em que a gestão dos recursos garantidores é a principal fonte de preocupações dos participantes, que temem a ocorrência tanto de "negócios estranhos" quanto da emergência de resultados negativos oriundos da incompetência ou da falta de capacitação de seus gestores. O objeto da governança dos investimentos está centrado em dois segmentos de investimentos: o de renda fixa e o de renda variável, com a participação média de, respectivamente 61% e 30%, somando 91% do total dos ativos garantidores da indústria. Os outros quatro segmentos de investimentos detêm participações residuais.

Os analistas de mercado têm um dito jocoso com relação à gestão de fundos de pensão, que recomenda "procure as negociatas na renda fixa e a incompetência na renda variável". Essa meia verdade (ou meia mentira, como preferirem), deriva das possibilidades de transferência patrimonial a terceiros, que estariam mais presentes no segmento de renda fixa, onde os negócios são feitos preponderantemente no mercado de balcão, agravado pelo fato de muitas operações serem feitas com ativos de reduzida liquidez e no âmbito de processos de precificação pouco transparentes. Por outro lado, as transações no segmento de renda variável se dão, em sua maior parte, em bolsa de valores, num contexto negocial bem mais impessoal e transparente, portanto perdas extraordinárias no segmento estariam mais associadas a incompetência do que a fraudes.

O dito acima é uma “meia verdade” na medida em que existem plataformas eletrônicas para transações com títulos de renda fixa, embora sejam pouco utilizadas, bem como existem ativos de baixa liquidez na renda variável ou alguns derivativos de renda variável, para os quais, por falta de contraparte, não há a necessária impessoalidade e para os quais também prevalece baixa transparência no processo de precificação. Em outras palavras, as negociatas podem ser realizadas tanto no segmento de renda fixa quanto no de renda variável, bem como os resultados da gestão incompetente podem ser observados também em ambos.

A governança em fundos de pensão é afetada negativamente pela natureza distinta e quase estanque de suas diversas atividades: assistencial, previdenciário e de investimentos. Essas atividades são quase autônomas, o que dificulta a integração, se adequando naturalmente às características da estrutura organizacional funcional (ou vertical), o que induz à criação de “feudos”. Nesse contexto e na ocorrência de resultados negativos, geralmente se faz presente o chavão de que “o barco está furado do seu lado”, pois o diretor de uma unidade não se sente comprometido com o que o outro diretor esteja fazendo em sua unidade. Essa característica dos fundos de pensão é referendada pela exigência legal de um gestor nominal para os investimentos, o chamado administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ).

Por outro lado, não estão claras para os fundos de pensão as vantagens da interdependência e da integração que decorrem de uma estrutura organizacional processual (ou horizontal), na qual a atividade de uma unidade está fortemente vinculada às exercidas pelas demais unidades, a exemplo da indústria de manufatura. Nessa indústria, os gestores estão interessados no processo como um todo devido à interdependência de suas atividades, que são complementares e cuja gestão exige constante coordenação e, portanto, suprimentos, produção, vendas e tesouraria têm que operar necessariamente de forma integrada.

A boa governança está fundada em alguns princípios básicos, tais como a desconcentração do poder, o estimulo a contestabilidade, a clara interdependência no desempenho e no relato dos resultados das diversas unidades organizacionais, e o incentivo à corresponsabilidade dessas mesmas unidades. Esses princípios aplicados à governança dos investimentos devem resultar na adoção de medidas em duas vertentes: a busca de um desenho adequado de interação entre as diversas instâncias e a adoção de práticas mais transparentes.

Na primeira vertente temos a necessidade de um processo de continua comunicação entre o “agente” (Diretoria Executiva e CD) e o “proprietário” (participantes); a participação ativa do CD na definição da estratégia dos investimentos, que não se resume apenas à fixação de uma Política de Investimentos; o claro comprometimento solidário de todos os membros da Diretoria Executiva por meio de limites individuais de alçadas mais restritos; a avaliação de desempenho em conjunto das diversas unidades organizacionais; e a valorização da instância técnica representada pelo Comitê de Investimentos, que deve estar ligado diretamente a colegiados como Diretoria Executiva ou mesmo o Conselho Deliberativo, de forma não subordinada ou controlada, direta ou indiretamente, ao Diretor de Investimentos da entidade.

Na segunda vertente temos a adoção de medidas visando a obtenção de alto grau de impessoalização das transações, privilegiando o uso de operações desenhadas para impossibilitar a transferência indevida de benefícios a terceiros, dentre elas o uso exclusivo de plataformas eletrônicas para a negociação de títulos; a ênfase na gestão direta dos recursos garantidores, com a consequente internalização na gestão das sub carteiras; e a minimização das operações com fundos de *private equity*, que além não serem impessoais, são investimentos de risco elevado tendo em conta os objetivos de um fundo de pensão.

Note que a PREVIC faz recomendações genéricas sobre o tema em dois Guias: Melhores Práticas em Fundos de Pensão (Ago/2010) e Melhores Práticas em Investimentos (Nov/2011), mas que não abordam, de forma efetiva, a prática da governança de investimentos. A defesa do uso de plataformas eletrônicas consta, de forma frouxa, no trabalho "A utilidade de sistemas eletrônicos para negociação de títulos e valores mobiliários de renda fixa para entidades fechadas de previdência complementar" (Nov/2005), elaborado pelo Departamento Econômico do Ministério de Previdência Social (os três estão disponíveis no site da PREVIC).

O sucesso de um fundo de pensão está associado à existência de um bom padrão de governança para os investimentos e, embora não seja tão evidente, a adoção das melhores soluções impactam positivamente no resultado final obtido. Considero que esse seja um tema que deva ser discutido prioritária e amplamente entre os gestores e os participantes dos fundos de pensão e lembro, à guisa de conclusão, que o "é olho do dono que engorda o gado".