

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

RELATÓRIO Nº: 7 /2022/PREVIC

PROCESSO Nº: 44011.006039/2022-09

INTERESSADO: Diretoria de Orientação Técnica e Normas (Dinor)

RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO DE RESULTADO REGULATÓRIO

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

1.1. A presente avaliação de resultado regulatório (ARR) analisou a formalização do processo de seleção de fundos de investimento por parte das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) e os parâmetros ou critérios utilizados nesse processo, previstos no art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro de 2019.

1.2. A execução desta ARR atende determinação da Diretoria Colegiada da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), quando da aprovação da Agenda de ARR da Autarquia (Processo SEI nº 44011.004501/2022-25).

1.3. A análise foi realizada por meio de pesquisa qualitativa que buscou explorar o entendimento e o comportamento das entidades, e dos respectivos gestores, perante o comando acerca dos procedimentos para seleção e monitoramento de prestadores de serviço relacionados a fundo de investimento. Essa abordagem permitiu realizar análise complementar da praticada pela área de fiscalização da Autarquia e da observada a partir dos dados de investimentos das entidades.

1.4. A pesquisa, que contou com a participação de aproximadamente 42% das EFPC supervisionadas, demonstrou que, em linhas gerais, o objetivo regulatório do art. 3º da Instrução Previc proposto foi atingido com a publicação da Instrução Previc nº 12, de 2019, pois promoveu a institucionalização dos processos de seleção de gestores das EFPC. Ademais, no que diz respeito aos critérios empregados na seleção dos gestores de fundos, as respostas da pesquisa indicaram, por exemplo, que a maior parte das EFPC analisam a relação entre custo do produto financeiro (taxas de administração e performance), o nível de complexidade da gestão e o desempenho.

1.5. Em contrapartida, o estudo também apontou aspectos da norma que podem ser melhorados quando da revisão do normativo, como a inclusão de uma rotina periódica de revisão dos critérios empregados por parte das EFPC na seleção dos fundos de investimento e o aprimoramento da gestão de fundos de fundos, no que concerne o acompanhamento de seus custos.

2. JUSTIFICATIVA E FINALIDADE PRETENDIDA COM A ARR

2.1. A Autarquia editou a Instrução Previc nº 12, de 2019, estabelecendo os procedimentos a serem observados pelas EFPC para seleção e monitoramento de prestadores de serviço de administração de carteiras de valores mobiliário e de fundo de investimento. O normativo buscou regulamentar o inciso V do art. 4º e o art. 11

da Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018, com base na delegação prevista em seu art. 41.

2.2. No art. 3º Instrução Previc nº 12, de 2019, foi disciplinado o processo de seleção de gestores de fundo de investimento:

Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro de 2019:

Art. 3º Na seleção de fundo de investimento, a EFPC deve, no mínimo, analisar:

I - o regulamento e demais documentos disponibilizados pelo gestor do fundo de investimento, previamente às alocações,

identificando os riscos inerentes às operações previstas;

II - as características do fundo frente às necessidades de liquidez da EFPC;

III - a política de seleção, alocação e diversificação de ativos e, quando for o caso, política de concentração de ativos;

IV - a compatibilidade entre o objetivo de retorno do fundo de investimento, a política de investimento do fundo, o limite de

risco divulgado pelo gestor, quando couber, e eventual adequação do parâmetro utilizado para a cobrança da taxa de

performance;

V - as hipóteses de eventos de avaliação, amortização e liquidação, inclusive antecipada, quando aplicável; e

VI - o histórico de performance do gestor em relação à gestão do fundo de investimento, se houver.

Parágrafo único. Adicionalmente ao disposto neste artigo, a EFPC deve observar o disposto nos incisos I, II e VII do art. 2º na

seleção de fundo de investimento não exclusivo.

2.3. A inserção deste dispositivo normativo na agenda de ARR da Previc, publicada no seu sítio eletrônico, foi motivada por se referir à ato normativo de impacto significativo em organizações ou grupos específicos e por se tratar de matéria relevante para a agenda estratégica da Autarquia, dada a ampla utilização de prestadores de serviço de administração de carteira de valores mobiliários e fundos de investimento por parte das EFPC supervisionadas.

2.4. Para corroborar a relevância da terceirização na gestão dos recursos dos planos de benefícios pelas EFPC, verificou-se, em pesquisa realizada pela Previc para estudo acerca da utilização dos fatores ASG nos investimentos das EFPC^[1], que 55% das entidades respondentes terceirizavam mais de 90% da carteira, naquela oportunidade.

Figura 1 – Tipo de gestão da carteira de investimentos das EFPC participantes da Pesquisa Previc sobre utilização dos fatores ASG pelas EFPC

% da carteira em gestão própria	EFPC participantes	EFPC participantes (%)
0% - 10%	52	55,91%
10% - 20%	1	1,08%
20% - 30%	5	5,38%
30% - 40%	5	5,38%
40% - 50%	4	4,30%
50% - 60%	3	3,23%
60% - 70%	7	7,53%
70% - 80%	4	4,30%
80% - 90%	2	2,14%
90% - 100%	10	10,75%
Total	93	100,00%

Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

2.5. Além do atual nível de investimentos dos recursos administrados pelas EFPC por meio de terceirização da gestão, vislumbra-se um potencial aumento da utilização dos fundos de investimento, assim como dos demais instrumentos financeiros, em decorrência da abertura de novas EFPC voltadas aos entes federativos, por força do §6º do art. 9º da Emenda Constitucional nº 103, de 2019. Nesta esteira, reforça-se a importância de se verificar a necessidade de manutenção ou aprimoramento do ato normativo, dado o impacto da rentabilidade dos ativos no atingimento do nível de recursos necessários à aposentadoria dos participantes das EFPC.

2.6. Dito isso, o objetivo principal da presente ARR foi investigar se o processo de seleção de gestores de fundo de investimento, disciplinado no art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 2019, atingiu os resultados e impactos esperados, ou seja, se funcionou como mitigador do risco das contratações de gestores de fundos de investimento. No entendimento da Autarquia, se bem executado, o processo pode garantir que os melhores, menos custosos e mais adequados fundos de investimento do mercado sejam selecionados pelas EFPC, garantindo maiores rentabilidades dentro dos níveis de risco considerados aceitáveis pelas entidades. Secundariamente, a avaliação buscou fornecer subsídios para identificar a necessidade de robustecimento dos critérios para as futuras contratações de fundos de investimento.

3. OBJETIVOS ESPERADOS NA EDIÇÃO DO ATO NORMATIVO

3.1 PROBLEMA REGULATÓRIO

3.1.1. A edição da Resolução CMN nº 4.661, de 2018, clarificou e ratificou as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores das EFPC, que até então constavam na Resolução CMN nº 3.792, de 28 de setembro de 2009.

3.1.2. Por outro lado, a norma inovou ao tornar mais rígidas e claras as disposições aplicáveis às EFPC que optam pela gestão própria de seus investimentos (inciso V do art. 4º e art. 11 da Resolução CMN nº 4.661, de 2018).

Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018:

Art. 4º Na aplicação dos recursos dos planos, a EFPC deve:

(...)

V - executar com diligência a seleção, o acompanhamento e a avaliação de prestadores de serviços relacionados à gestão de ativos.

3.1.3. Ainda em linha com a delimitação e esclarecimento das responsabilidades da EFPC em relação aos prestadores de serviço contratados, o art. 11 da Resolução CMN nº 4.661, de 2018, trouxe diretrizes fundamentais a serem observadas para seleção e monitoramento de administração de carteiras de valores mobiliários e fundos de investimento, provendo as bases legais para regulamentação operacional da Previc sobre o assunto por meio de instrução.

Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018:

Art. 11. A EFPC deve adotar regras e implementar procedimentos para a seleção e o monitoramento de administração de

carteiras de valores mobiliários e de fundos de investimentos.

§1º A EFPC deve avaliar se a segregação de funções de gestão, administração e custódia é eficiente para mitigar situações

de conflito de interesse.

§2º A EFPC deve analisar e monitorar o risco e o retorno esperado dos investimentos administrados por terceiros.

3.1.4. Todavia, a norma absteve-se de tratar pormenores de cunho predominantemente operacional, os quais passaram a ter seu detalhamento remetido à regulamentação da Previc por meio de Instrução.

Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018:

Art. 41. A Previc poderá editar regulamentações procedimentais necessárias ao cumprimento do disposto nesta Resolução.

3.1.5. Neste contexto, surgiu a necessidade de dispor de forma mais detalhada acerca das responsabilidades em relação à gestão terceirizada dos recursos.

3.1.6. Assim, com vistas à regulamentação do inciso V do art. 4º e o art. 11 da Res. CMN nº 4.661, de 2018, desenvolveu-se a Instrução Previc nº 12, de 2019, a qual foi construída com base em boas práticas de mercado para contratação de gestores terceirizados.

3.1.7. O processo de elaboração da Instrução Previc nº 12, de 2019, se deu através da elaboração de minuta inicial baseada nos principais manuais de melhores práticas de contratação de gestores terceirizados existentes à época, à exemplo do “Código ANBIMA de regulação e melhores práticas para administração de recursos de terceiros”. Também foram verificados processos internos de contratação de EFPC cujos processos de seleção de gestores eram considerados referência à época.

3.1.8. A construção da norma também utilizou como referência as regras existentes na Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, para que as disposições do normativo fossem aderentes às principais normas sobre o tema. Após a elaboração inicial e diversas rodadas de debates internos, a minuta do ato normativo foi objeto de análise por parte da equipe técnica da Comissão de Valores Mobiliários, para alinhamento dos requisitos, e de consulta restrita pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Por fim, a minuta final foi proposta à Diretoria colegiada, que a aprovou por unanimidade.

3.1.9. A Instrução Previc nº 12, de 2019, tratou de materializar o princípio (inciso V do art. 4º da Resolução CMN nº 4.661, de 2018) referente à diligência na seleção, acompanhamento e avaliação de prestadores de serviços relacionados à gestão de ativos, em encontro à necessidade verificada de melhora nestes procedimentos.

3.1.10. O problema regulatório tratado pelo normativo à época referia-se, portanto, à necessidade de aprimoramento da qualidade dos processos de seleção de gestores em razão da crescente importância da terceirização para a performance global dos planos de benefícios administrados pelas EFPC.

3.1.11. O objetivo de materializar o princípio na norma foi de clarificar a responsabilidade do contratante em relação aos contratados, daí a importância do foco constante nos prestadores de serviço bem como da confecção de mandatos bem definidos para os terceiros prestadores deste tipo de serviço.

3.1.12. No que diz respeito à estrutura do normativo em análise, foi elaborada com base nos diferentes tipos de gestão terceirizadas identificados à época de sua elaboração. As regras não poderiam ser rígidas a ponto de impedir que EFPC aplicassem em fundos de varejo, nem tampouco flexíveis ao ponto de trazerem riscos não existentes em relação às aquisições via carteira própria.

3.1.13. Por este motivo, a estrutura de artigos da Instrução Previc nº 12, de 2019, é segmentada, com o art. 2º se referindo aos prestadores de serviço de administração de carteiras de valores mobiliários e de gestão de fundo de investimento exclusivo, ao passo que o art. 3º se refere a fundos de investimento em geral, com seu parágrafo único trazendo a aplicabilidade também de alguns incisos do art. 2º, quando se tratar de fundo de investimento não exclusivo.

3.1.14. O art. 3º, dispositivo normativo em avaliação, estipulou que na análise prévia à contratação de fundos de investimento devem ser verificados, dentre outros: o regulamento e riscos das operações; as características do fundo em relação às necessidades de liquidez dos planos administrados pela EFPC; as políticas de seleção, alocação e diversificação do fundo; a compatibilidade entre o objetivo e retorno do fundo; eventos de amortização e liquidação; além do histórico de performance do gestor.

3.1.15. Os demais dispositivos da norma referem-se especificamente à contratação de Fundo de Investimento em Participações (FIP) - art. 4º; Fundo de Investimento de Direitos Creditórios (FIDC) - art. 5º; e Fundo de Investimento Imobiliário (FII) - art. 6º. Os artigos 7º e 8º se referem ao monitoramento dos prestadores de serviço, com aplicabilidade similar àquela dos arts. 2º e 3º. E, por fim, o disposto no art. 9º procedimentaliza aspectos relativos aos investimentos no exterior.

3.2. OBJETIVOS DO ATO NORMATIVO EM AVALIAÇÃO

3.2.1. O dispositivo normativo objeto de ARR partiu do pressuposto de que as EFPC deveriam ter procedimentos robustos e bem definidos para seleção e monitoramento da administração de fundos de investimento. Nesta esteira, art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 2019, traçou parâmetros mínimos a serem observados neste processo.

3.2.2. Para tanto, foram traçados os parâmetros mínimos para seleção de administração de fundos de investimento:

- definir com clareza o processo interno de seleção de fundos de investimento, estabelecendo critérios e alçadas;
- definir com clareza o escopo do serviço a ser prestado e estabelecer mandatos e metas explícitas e objetivas que possam ser verificadas a qualquer momento;
- aprimorar a governança no processo de seleção e contratação de gestores de fundos de investimento;
- maximizar a relação risco e retorno dos investimentos administrados por terceiros.

3.2.3. Para garantir a vigilância da EFPC em relação aos gestores contratados, também foram definidos critérios mínimos em relação ao monitoramento desses prestadores de serviço.

3.2.4. O normativo também traz critérios mínimos especificamente relacionados

a determinadas espécies de fundo (FIP, FIDC, FII e fundos de investimento do segmento exterior).

3.2.5. Também foi incentivada a divulgação destes critérios, preferencialmente, no sítio eletrônico da EFPC na internet.

3.3. RESULTADOS E IMPACTOS ESPERADOS NA EDIÇÃO DO ATO NORMATIVO

3.3.1. O principal resultado esperado quando da publicação do art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 2019, foi o aperfeiçoamento da contratação de gestores de fundos de investimento por parte da EFPC com a institucionalização, formalização e maturação dos procedimentos internos utilizados pelas entidades para contratá-los.

3.3.2. Assim, num primeiro momento, esperava-se que as EFPC aprimorassem (ou criassem, caso ainda não os tivessem) e formalizassem os critérios utilizados para contratação. Incluindo também neste escopo o aprimoramento dos processos de monitoramento posteriores à contratação.

3.3.3. A partir da formalização e da devida aplicação desses critérios a expectativa da Previc era de que fosse aprimorada a qualidade das contratações por meio do robustecimento dos mecanismos de mitigação de risco, resultando, no limite, no aprimoramento da performance dos planos de benefícios.

4. INDICADORES MONITORADOS, AVALIAÇÃO DOS RESULTADOS E DEMAIS IMPACTOS DA REGULAMENTAÇÃO EM ANÁLISE

4.1. OBJETIVOS E QUESTÕES DA ARR

4.1.1. Objetivos da ARR:

Como mencionado anteriormente, a presente ARR focou na avaliação da institucionalização do processo de seleção de gestores por parte das EFPC e em alguns parâmetros desse processo, como o custo e a estrutura de níveis de fundo de investimento. Esse enfoque foi proposto considerando que, dentre outros critérios, o levantamento quanto à estrutura dos fundos poderia servir como “*proxy*” para o processo seletivo.

Complementarmente, foi realizado um recorte específico quanto à percepção dos tomadores de decisão das EFPC, pois era importante avaliar a percepção que os gestores atribuem aos critérios trazidos no instrumento regulatório vigente.

Assim, o objetivo principal da ARR foi o de verificar se os atuais critérios para a seleção de fundos de investimento são suficientes para contratações diligentes e com nível de complexidade da gestão compatível com o risco assumido no investimento.

Os seguintes objetivos específicos foram delineados:

- Conhecer mais detalhes do processo de seleção de fundos de investimento implementados nas EFPC.
- Identificar se os critérios vigentes para a seleção de fundos de investimento são suficientes para o alcance dos objetivos dos planos de benefícios.
- Conhecer a opinião das EFPC sobre as exigências do dispositivo normativo em análise.
- Conhecer a percepção dos gestores das EFPC em relação à estrutura de custos dos fundos de investimento.

- Conhecer a percepção dos gestores das EFPC em relação ao conflito de interesse em grupos econômicos. Identificar possíveis decisões a serem adotadas na regulação, visando aprimorar a governança do processo de seleção de prestadores de serviços.

4.1.2. **Questões da ARR:**

Para nortear essa Avaliação foram levantadas algumas questões:

- *Qual o grau de formalização do processo de seleção de fundos de investimento?*
- *Qual o grau de acompanhamento do processo de seleção de fundos de investimento e dos fundos selecionados?*
- *Quais e como as características dos fundos, tais como taxas e estruturas, influenciam o processo de seleção de gestores?*
- *As partes relacionadas dos fundos de investimento contratados são avaliadas?*
- *Qual a opinião dos gestores das EFPC em relação à legislação aplicável à contratação de gestores de fundos de investimento?*
- *Qual a percepção dos gestores das EFPC em relação à estrutura de custos dos fundos de investimento?*
- *Qual a opinião dos gestores em relação ao acompanhamento do desempenho e aos níveis dos fundos de investimento?*
- *Qual a opinião dos gestores em relação ao conflito de interesse em grupos econômicos?*

4.2. **DESCRIÇÃO DO TIPO DE ARR**

4.2.1. Considerando que a análise visa a verificar se a intervenção regulatória atingiu os objetivos esperados foi realizada uma avaliação de impacto com foco nos resultados esperados para a intervenção.

4.3. **DEFINIÇÃO DA TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS**

4.3.1. Tendo em vista a finalidade da ARR, as informações e recursos disponíveis, decidiu-se pela realização de uma pesquisa junto às EFPC para a execução do estudo.

4.3.2. A utilização de pesquisas com o segmento supervisionado é mencionada em diversos momentos no Guia Orientativo para elaboração de ARR, elaborado pelo Ministério da Economia e pelo Laboratório de Regulação Econômica da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, como uma alternativa viável à obtenção de dados para realização da ARR, conforme exemplo abaixo:

3.5.2. Instrumentos de coleta de dados primários

Duas ferramentas são frequentemente utilizadas para coletar dados: (i) observação direta; e (ii) pesquisas de campo.

Note-se que, caso a intervenção regulatória afete um número grande de pessoas, os custos necessários para a realização de

observação direta a tornariam inviável. Nesse caso, pode-se optar pela observação de uma amostra representativa, mas, a

dependendo do caso, é possível que mesmo a observação da amostra demande mais tempo e recursos do que aqueles

disponíveis, o que recomendaria a adoção de outros métodos.

No que se refere à pesquisa de campo, recomenda-se tomar especial cuidado com a redação das perguntas, para adequá-las

aos dados que se pretende obter bem como para evitar a incidência de vieses cognitivos. Para obter dados qualitativos, é

possível se valer ainda de: (i) entrevistas; (ii) grupos focais; (iii) estudos de casos; (iii) observação; e (v) etnografia. Estas e

outras técnicas de coleta e tratamento de dados são brevemente explicadas no capítulo 4.

4.3.3. Na presente avaliação, a análise qualitativa buscou explorar o entendimento e o comportamento das EFPC, e dos respectivos tomadores de decisão, perante o comando de atendimento à procedimentos para seleção e monitoramento de prestadores de serviço de administração de fundo de investimento. Essa abordagem permitiu realizar análise complementar à executada pela área de fiscalização da Previc e pelas inferências obtidas a partir das análises dos dados dos investimentos das entidades.

4.3.4. **Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento**

Público alvo: As perguntas da pesquisa foram dirigidas ao Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado (AETQ) das EFPC supervisionadas, mas puderam ser respondidas por outro colaborador da EFPC, preferencialmente pertencente à equipe responsável pelos investimentos.

Formulário da Pesquisa: O questionário foi composto por três blocos de perguntas.

- **Seção 1:** Qualificação do respondente e da EFPC que representa;
- **Seção 2:** Perguntas de resposta binárias respondidas com base nas práticas e nos documentos internos da EFPC que regem o processo de seleção e monitoramento de gestores; e
- **Seção 3 (Percepção do gestor):** afirmações respondidas com base na percepção do gestor sobre o tema (algumas perguntas eram similares àquelas colocadas na seção anterior, objetivando obter respostas desvinculadas das práticas da EFPC e vinculadas a opinião do gestor sobre o tema, bem como permitir o cruzamento das respostas de ambos os formulários para realização de inferências).

O formulário com as perguntas encontra-se disponível para consulta em 0495625.

Cumprido mencionar que a pesquisa teve caráter opcional, sem qualquer consequência às EFPC não participantes.

Divulgação e realização: A pesquisa foi divulgada às EFPC supervisionadas por meio de comunicado publicado no sítio eletrônico da Previc e encaminhada por e-mail. O formulário foi disponibilizado via *Google Forms* e recebeu respostas entre os dias 04 e 21 de outubro de 2022.

4.4. ANÁLISE DE DADOS

4.4.1. Neste tópico encontram-se os resultados da pesquisa de forma sumarizada de modo a responder as principais questões que motivaram a realização da ARR (listadas no item 4.1.2) e identificar se os objetivos regulatórios foram alcançados.

4.4.2. A apresentação das respostas aos questionamentos da ARR estão subdivididas a partir dos blocos de perguntas da “Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento”.

4.4.3. Seção 1 da Pesquisa - Qualificação das EFPC respondentes e seus representantes

O questionário foi respondido por 116 entidades, 42,34% do total supervisionado pela Previc, sendo 17 EFPC classificadas como Entidade Sistemáticamente Importante-ESI^[2] (100% do total das ESI supervisionadas) e 99 classificadas como não ESI (38,52% do total das não ESI supervisionadas) – Figura 2.

Figura 2 – Qualificação das EFPC respondentes – Participação na Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento

Classificação ESI e não ESI	EFPC supervisionadas *	EFPC participantes	EFPC participantes / EFPC supervisionadas
ESI	17	17	100,00%
não ESI	257	99	38,52%
TOTAL	274	116	42,34%

Fonte: REP dezembro/2021 e Pesquisa ARR/Previc 2022

Em relação ao tipo de patrocínio predominante, a amostra abrangeu 48 EFPC com patrocínio público (56,47% do total de EFPC públicas), 63 fundações com patrocínio privado (37,50% do total de EFPC privadas) e 5 entidades instituídas (23,81% do total de EFPC instituídas) – Figura 3.

Figura 3 – Qualificação das EFPC respondentes – Participação na Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento por patrocínio predominante

Subgrupo	EFPC supervisionadas *	EFPC participantes	EFPC participantes / EFPC supervisionadas
Privada	168	63	37,50%
Pública	85	48	56,47%
Instituidor	21	5	23,81%
Total	274	116	42,34%

Fonte: REP dezembro/2021 e Pesquisa ARR/Previc 2022

Como pode ser verificado nas informações acima, a amostra de EFPC participantes da Pesquisa foi representativa tanto na segmentação ESI como na por tipo do patrocínio.

Quanto à função do respondente na EFPC, 60% dos respondentes são designados como AETQ da EFPC.

Figura 4 – Qualificação das EFPC respondentes – Participação na Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento

O respondente é AETQ?	EFPC participantes
Não	40%
Sim	60%

4.4.4. **Seção 2 da Pesquisa - Processo de seleção de fundos de investimento das EFPC respondentes:**

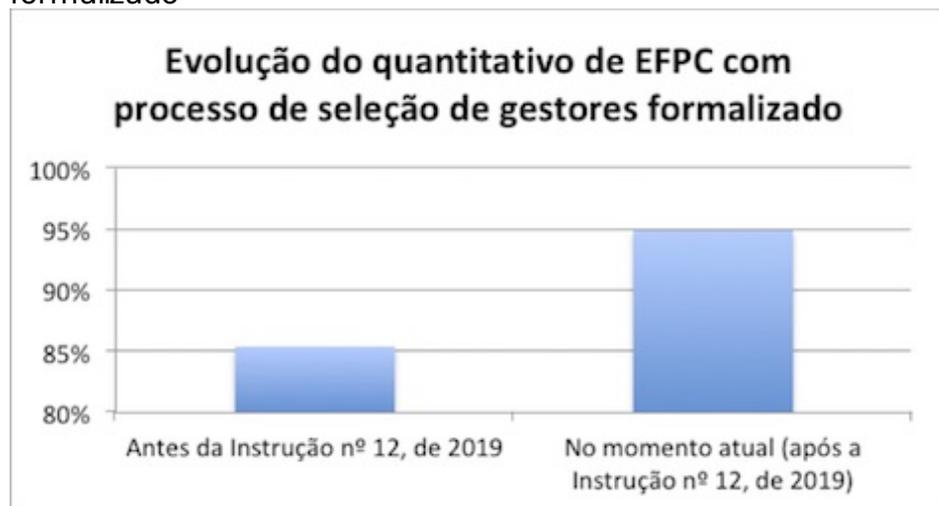
As perguntas constantes nesta seção, relativas ao processo realizado pelas EFPC, com base nas práticas e nos documentos internos da EFPC, e as respectivas análises seguem apresentadas de forma segmentada a partir dos questionamentos do item 4.1.2.

- **Qual o grau de formalização do processo de seleção de fundos de investimento?**

Quando os participantes foram questionados sobre a formalização do processo de seleção de gestores, 85% dos respondentes informaram que a EFPC tinha o processo formalizado antes da edição da Instrução nº 12, de 2019 (Pergunta nº 11). Na pergunta subsequente do formulário, perguntou-se se os processos de seleção existentes se encontram formalizados em documentos internos da entidade e obteve-se a informação de que apenas 5% das EFPC ainda utilizam processos de contratação não formalizados - Pergunta nº 12.

Esse achado pode indicar que a edição do ato normativo estimulou a formalização do processo de seleção de gestores por parte das EFPC.

Figura 5 - Evolução do quantitativo de EFPC com processo de seleção de gestores formalizado



Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

- **Qual o grau de acompanhamento do processo de seleção de fundos de investimento e dos fundos selecionados?**

Quando perguntados sobre a frequência de revisão do processo de seleção de gestores, 84% dos respondentes informaram rever seus critérios quantitativos e qualitativos periodicamente - Pergunta nº 13.

No que tange a periodicidade dessas revisões, dentre as EFPC que checam os critérios, verificou-se que as revisões ocorrem em sua maioria uma vez ao ano (66% das EFPC respondentes que realizam revisão dos critérios) - Pergunta nº 13.1.

Figura 6 - Frequência de revisão dos critérios empregados na seleção de gestores

13.1. Se sim, com que frequência	Total
1	4%
3	7%
6	5%
12	66%
18	1%
24	10%
Não informado	3%
Sem periodicidade determinada, ocorre quando necessário	4%
Total	100%

Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

Ao serem questionadas se verificam periodicamente se os critérios empregados na seleção do gestor seguem atendidos após a contratação, 8% das entidades participantes afirmaram que não - Pergunta nº 14.

Por outro lado, apenas 6% das EFPC respondentes não monitoram eventuais alterações de regulamento dos fundos investidos para se certificar que permanecem elegíveis para aquisição com base na Res. CMN nº 4.994, de 2022 - Pergunta nº 16.

Figura 7 - Monitoramento das eventuais alterações no regulamento dos fundos de investimento em que as EFPC investem



Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

Essas análises sinalizam que a maioria das EFPC realiza periodicamente a revisão dos critérios aplicados e acompanham a manutenção das condições iniciais de contratação tanto por parte do gestor como em relação ao regulamento dos fundos de investimento. Por outro lado, os dados parecem indicar a necessidade de avaliação acerca da inclusão de rotina de revisão dos critérios no normativo, como forma de garantir que todo o segmento supervisionado adote tais práticas.

- **Quais e como as características dos fundos, tais como taxas e estruturas, influenciam o processo de seleção de gestores?**

Em relação a isto, as EFPC participantes foram questionadas sobre o número de níveis de fundos de investimento, mais especificamente, se existe alguma limitação formalizada - Pergunta nº 15. A partir da Figura 8 verifica-se que o estabelecimento de um limite no número de níveis não é uma prática do sistema, já que 96% das respondentes afirmaram não possuir um teto.

Apesar da pergunta dar a entender que uma limitação do número de fundos favorece uma boa gestão, ainda há de se realizar estudos mais aprofundados para verificar se a imposição de limitação de níveis para as estruturas de fundos das EFPC poderia ser

uma medida regulamentar efetiva aperfeiçoar os resultados e a transparência.

Figura 8 – Levantamento da existência de limitação quanto ao número de níveis nos fundos de investimento



Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

Das quatro EFPC participantes que responderam limitar o número de níveis de fundos de investimento dos planos de benefícios apenas duas informaram o número máximo de níveis para os fundos de investimento dos planos de benefícios, quais sejam – 3 e 4 níveis (Pergunta nº 15.1).

Figura 9 – Limite de níveis nos fundos de investimento dos planos de benefícios

15.1. Em caso positivo, informar o número máximo de níveis para os fundos de investimento dos planos de benefício:	Total
3	1
4	1
Não informado	2
Total	4

Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

Quando perguntadas sobre o pagamento de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito de cobrança de taxas em cascatas em fundos com mais de um nível, os denominados “fundo de fundos” (Fund of Funds - FoF), 28% das EFPC respondentes informaram não avaliar tal efeito – Pergunta nº 19.

Outro questionamento feito às EFPC refere-se aos custos dos fundos de investimento (sopesando as taxas de administração e de performance cobradas pelo fundo e por fundos de investimento por ele investidos), 97% das EFPC participantes afirmaram avaliar os custos em relação à complexidade dos ativos em gestão - Pergunta nº 17.

Ainda acerca dos custos dos fundos de investidos pelos fundos de investimento de primeiro nível, 58% responderam que a avaliação é feita usualmente pela própria EFPC – Pergunta nº 20.

Figura 10 – Características dos fundos – Participação na pesquisa ARR por ESI



Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

Em resumo, as informações indicaram que embora a totalidade das EFPC participantes avaliem os custos relativos aos fundos de investimento investidos dado os ativos sob gestão (97% das respondentes), realizadas em sua maioria pela equipe da própria EFPC, aproximadamente 25% das entidades não avalia o eventual efeito da cobrança de taxas em cascatas em fundos com mais de um nível, ainda que não tenham um limite pré-determinado do número de níveis.

- ***As partes relacionadas dos fundos de investimento contratados são avaliadas?***

As EFPC quando questionadas se avaliam se o administrador, gestor, consultor, ou partes a eles relacionadas podem receber remuneração pela alocação dos recursos deste fundo nos fundos investidos, bem como pela distribuição de produtos nos mercados financeiro e de capitais nos quais o fundo venha a investir e os impactos disso sobre a rentabilidade, 28% responderam que não fazem uso desta avaliação, ou seja, tal parâmetro não integra o processo de seleção de gestores de pelo menos 1/4 das respondentes (Pergunta nº 18).

De forma ilustrativa, segue compilado das respostas da Seção 2 da Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento”:

Figura 11 - Compilado das respostas da 2ª seção da “Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento.

Perguntas	Não	Sim	Não Informado
11. A EFPC tinha processo formalizado de seleção de gestores antes da Instrução nº 12, de 2019?	15%	85%	0%
12. O atual processo de seleção de gestores se encontra formalizado em documentos internos da EFPC?	5%	95%	0%
13. Os critérios (quantitativos e qualitativos) do processo de seleção de gestores da EFPC são revisados periodicamente?	16%	84%	0%
14. Durante a prestação do serviço de gestão, a EFPC verifica periodicamente se os critérios avaliados (empregados) na seleção do gestor seguem atendidos pelo contratado?	8%	92%	0%
15. Em seu processo de seleção, a EFPC possui alguma limitação formalizada quanto ao número de níveis de fundos de investimento?	96%	3%	1%
16. A EFPC monitora eventuais alterações no regulamento dos fundos de investimento em que investe para se certificar que permanecem elegíveis para aquisição com base na Res. CMN nº 4.994, de 2022?	6%	94%	0%
17. No processo de seleção de fundos de investimento, a EFPC avalia os custos dos fundos de investimento (consideradas taxa de administração, taxa de performance cobradas pelo fundo e por fundos de investimento por ele investidos) em relação à complexidade dos ativos que serão geridos?	3%	97%	0%
18. No processo de seleção de fundos de investimento, a EFPC avalia se o administrador, gestor, consultor, ou partes a eles relacionadas podem receber remuneração pela alocação dos recursos deste fundo nos fundos investidos, bem como pela distribuição de produtos nos mercados financeiro e de capitais nos quais o fundo venha a investir e os impactos disso sobre a rentabilidade?	28%	72%	0%
19. No monitoramento dos investimentos realizados, a EFPC é capaz de identificar precisamente em cada um de seus fundos de investimento quanto pagou a título de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito da cobrança de taxa em cascatas?	28%	72%	0%
20. A avaliação acerca dos custos de fundos investidos pelos fundos de investimento de primeiro nível é usualmente feita pela própria EFPC ou por prestador de serviço terceirizado?	EFPC 58%	Terceirizado 42%	Não Informado 0%

Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

4.4.5. Seção 3 da Pesquisa - Percepção dos respondentes

Como mencionado anteriormente, esta seção do formulário visou capturar a opinião dos respondentes sobre o assunto. Para tanto, os gestores das EFPC foram orientados a indicar se concordavam ou discordavam de afirmativas sobre a seleção de fundos de investimento. As alternativas disponibilizadas para avaliação das afirmativas pelos gestores foram: discordo totalmente; discordo parcialmente; neutro ou indiferente; concordo parcialmente; e concordo totalmente.

A seguir estão expostos os resultados deste bloco de perguntas e na sequência foram apontadas as respostas para as perguntas levantadas no item 4.1.2:

Figura 12 – Compilado das respostas da 3ª seção da “Pesquisa Previc sobre seleção de gestores de fundos de investimento”

Afirmativa	1. Discordo totalmente	2. Discordo parcialmente	3. Neutro ou indiferente	4. Concordo parcialmente	5. Concordo totalmente
1. As disposições do art. 3º da Instrução nº 12, de 2019, são suficientes para induzir um efetivo processo de seleção de fundos de investimento.	1%	4%	4%	36%	55%
2. A EFPC deve avaliar diligentemente e detalhadamente o regulamento de cada fundo de investimento antes de efetuar o investimento.	1%	2%	1%	9%	87%
3. Quando pertencentes a um mesmo grupo econômico, a segregação das funções de gestão, administração e custódia é suficiente para mitigar situações de conflito de interesse.	4%	11%	4%	54%	27%
4. Estruturas nas quais gestor, administrador e custodiante são do mesmo grupo econômico produzem melhores resultados que estruturas em que não pertençam ao mesmo grupo.	14%	15%	42%	23%	6%
5. As taxas cobradas por fundos de investimento devem ser proporcionais à complexidade da gestão.	2%	1%	0%	19%	78%
6. A entidade deve monitorar os custos de cada um de seus fundos de investimento para verificar se estão adequados ao nível de complexidade da gestão e ao desempenho obtido pelo gestor.	2%	1%	3%	22%	72%
7. A entidade deve ser capaz de identificar em cada um de seus fundos de investimento quanto pagou a título de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito da cobrança de taxas em cascata.	2%	5%	4%	28%	61%
8. Para uma efetiva gestão de investimentos não é necessário que a EFPC acompanhe cada ativo investido por seus fundos, pois basta que seja capaz de acompanhar o desempenho global de cada um dos seus fundos de investimento.	11%	37%	7%	33%	12%
9. A definição de uma quantidade máxima de níveis que um fundo de investimento pode investir é um critério efetivo para a seleção de bons gestores.	18%	25%	30%	18%	9%
10. Em circunstâncias normais, a gestão do PGA deve se utilizar de menos fundos de investimento que a gestão dos planos de benefícios.	6%	10%	10%	26%	48%
11. A EFPC deve ser capaz de identificar fundos de investimento que se repetem em diferentes níveis de um mesmo fundo de investimento em que invista.	3%	7%	12%	21%	57%

Fonte: Pesquisa ARR/Previc 2022

• **Qual a opinião dos gestores das EFPC em relação à legislação aplicável à contratação de gestores de fundos de investimento?**

- 91% dos gestores afirmaram que as disposições do art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 2019, são suficientes para induzir um efetivo processo de seleção de fundos de investimento.

- 96% dos respondentes concordam que a EFPC deve avaliar diligentemente o regulamento de cada fundo de investimento antes de efetuar o investimento. Faz-se notar que 3% dos respondentes discordaram desta afirmativa, o que nos faz questionar como uma EFPC poderia realizar um investimento em um fundo de investimento sem uma análise prévia do seu regulamento ou quais critérios são utilizados nessas situações.

- **Qual a percepção dos gestores das EFPC em relação à estrutura de custos dos fundos de investimento?**

- 97% dos respondentes que as taxas cobradas por fundos de investimento devem ser proporcionais à complexidade da gestão.

- 94% dos gestores entendem que a entidade deve monitorar os custos de cada um de seus fundos de investimento para verificar se estão adequados ao nível de complexidade da gestão e ao desempenho obtido pelo gestor.

- 89% dos respondentes concordam que a entidade deve ser capaz de identificar em cada um de seus fundos de investimento quanto pagou a título de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito da cobrança de taxas em cascata.

- **Qual a opinião dos gestores em relação ao acompanhamento do desempenho e aos níveis dos fundos de investimento?**

- 45% concordam que para uma efetiva gestão de investimentos não é necessário que a EFPC acompanhe cada ativo investido por seus fundos, pois basta que seja capaz de acompanhar o desempenho global de cada um dos seus fundos de investimento, no entanto 48% discordam com a afirmativa.

- Os gestores se dividiram quanto a afirmativa sobre a definição de uma quantidade máxima de níveis que um fundo de investimento pode investir. 27% dos respondentes concordam que o estabelecimento de limite máximo para níveis que um fundo de investimento é um critério efetivo para a seleção de bons gestores, 30% não concordam nem discordam, enquanto 43% discordam com a afirmativa.

- No que se refere à gestão do PGA, 74% dos gestores concordam que se deve utilizar menos fundos de investimento na gestão do PGA que na gestão dos planos de benefícios, em circunstâncias normais.

- 78% dos respondentes concordam que a EFPC deve ser capaz de identificar fundos de investimento que se repetem em diferentes níveis de um mesmo fundo de investimento em que invista, enquanto apenas 10% dos gestores discordam com a afirmativa.

- **Qual a opinião dos gestores em relação ao conflito de interesse em grupos econômicos?**

- 81% dos respondentes concordam que a segregação das funções de gestão, administração e custódia é suficiente para mitigar situações de conflito de interesse, quando pertencentes a um mesmo grupo econômico.

- 29% dos respondentes concordaram com a afirmativa de que estruturas com gestor, administrador e custodiante do mesmo grupo econômico produzem melhores resultados que estruturas em que não pertençam ao mesmo grupo.

4.4.6. **Comparativo entre as respostas das seções 2 e 3 da Pesquisa:**

Após a análise das seções do formulário “Seção 2: Processo de seleção de fundos de investimento” e “Seção 3: Percepção dos respondentes” de forma isolada, no cruzamento das respostas foi possível observar algumas inferências acerca do que se sucede nas EFPC vis a vis a opinião dos gestores das EFPC.

- **Características dos fundos, tais como taxas e estruturas, influenciam a escolha do gestor**

A pesquisa mostrou que apesar da maioria dos respondentes entender que deve haver proporcionalidade entre as taxas e a complexidade da gestão^[3], grande parte

não considera eventuais efeitos da cobrança de taxas em cascata nas estruturas de fundo.

Em números, 89% dos respondentes da pesquisa concordam que a entidade deve ser capaz de identificar em cada um de seus fundos de investimento quanto pagou a título de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito da cobrança de taxas em cascata (afirmativa nº 7 da seção 3), enquanto apenas 72% das EFPC informaram que são capazes de realizar tal identificação (pergunta nº 19 da seção 2).

- **Níveis dos fundos de investimento (fundos de fundos)**

Apesar de 27% dos gestores afirmarem que estão de acordo com a afirmativa de que a definição de uma quantidade máxima de níveis é um critério efetivo para a seleção de bons gestores (afirmativa nº 9 da seção 3), apenas 3% das EFPC possuem tal critério em seu processo de seleção (pergunta nº 15 da seção 2).

5. RESULTADOS E CONCLUSÕES DA ARR

5.1. A pesquisa demonstrou que a edição do art. 3º da Instrução Previc nº 12, de 2019, promoveu a institucionalização de um processo de seleção nos fundos de investimento nas EFPC. A formalização do processo de escolha dos fundos de investimento por parte das entidades beneficia todas as partes envolvidas no processo, pois quando a escolha dos fundos de investimento ocorre por meio de critérios pré-definidos e consistentes, as equipes de investimentos das EFPC trabalham com maior segurança, as instituições financeiras buscam aprimorar a qualidade dos produtos oferecidos para serem competitivas e atraentes; e os participantes dos planos são beneficiados por uma gestão mais responsável que, por conseguinte, proporciona a longevidade econômica dos planos de benefícios. Portanto, a melhoria da seleção dos gestores robustece o segmento de previdência complementar como um todo.

5.2. No que diz respeito aos critérios empregados na seleção dos gestores de fundos, as respostas indicaram que as EFPC analisam a relação entre custo do produto financeiro (taxas de administração e performance), o nível de complexidade da gestão e o desempenho.

5.3. Assim, em linhas gerais, acredita-se que o objetivo regulatório do art. 3º da Instrução Previc proposto foi atingido com a publicação do ato normativo. Entretanto, o estudo também apontou aspectos que podem ser melhorados quando da revisão do normativo, em virtude dos futuros e prováveis ajustes advindos da nova regra de fundos^[4], a ser publicada pela Comissão de Valores Mobiliários, autoridade responsável pela regulação do assunto.

5.4. Nessa linha, os achados demonstraram que a Previc pode avaliar a inclusão no normativo de uma rotina de revisão dos critérios empregados por parte das EFPC na seleção dos fundos de investimento de forma periódica.

5.5. Além disso, a partir da pesquisa, foi possível observar a possibilidade de aperfeiçoamento dos processos de seleção das EFPC em relação a estruturas de fundo de fundos, tanto para ser capaz de identificar os fundos que se repetem em diferentes níveis, como no sentido de identificar custos a título de taxas de administração e performance, considerando eventual efeito da cobrança de taxas em cascata.

5.6. Desta forma, espera-se que os subsídios dessa avaliação contribuam no processo de revisão da Instrução Previc nº 12, de 21 de janeiro de 2019, tendo em vista as inferências encontradas, combinadas com a nova legislação dos fundos de

investimento e avaliação das estratégias internacionais no tema.

6. REFERÊNCIAS

Anvisa (2020) Agência Nacional de Vigilância Sanitária. **Monitoramento e Avaliação de Resultado Regulatório (M&ARR) Diretrizes para a implementação de M&ARR na Anvisa.** 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/anvisa/pt-br/assuntos/regulamentacao/avaliacao-do-resultado-regulatorio/diretrizes-para-implementacao-de-m-arr-na-anvisa.pdf>. Acesso em 10 de novembro de 2022.

Anvisa (2021) Agência Nacional de Vigilância Sanitária. **Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) da RDC 195/2017.** 2021. Disponível em: https://www.gov.br/anvisa/pt-br/assuntos/regulamentacao/avaliacao-do-resultado-regulatorio/RelatoriodeARR_RDC_195_2017.pdf. Acesso em 22 de novembro de 2022.

BRASIL (2020). **Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020** (DOU 01/07/20). Regulamenta a análise de impacto regulatório. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em 10 de novembro de 2022.

Ministério da Economia e UERJ-Reg. (2022). **Guia Orientativo para Elaboração de Avaliação de Resultado Regulatório - ARR.** Brasília: Ministério da Economia, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/air/guias-e-documentos/GuiaARRverso5.pdf>. Acesso em 10 de novembro de 2022.

Previc (2022 a) Superintendência Nacional de Previdência Complementar (2022). **Resolução Previc nº 11, de 07 de junho de 2022** (DOU 13/06/22). Dispõe sobre a proposição, a elaboração e a alteração de atos normativos pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/normas/resolucoes/resolucoes-previc/2022/resolucao-previc-no-11-de-7-de-junho-de-2022-resolucao-previc-no-11-de-7-de-junho-de-2022-dou-imprensa-nacional.pdf/view>. Acesso em 22 de novembro de 2022.

Previc (2022 b) Superintendência Nacional de Previdência Complementar (2022). **Portaria Previc nº 621, de 04 de julho de 2022.** Dispõe sobre a proposição, a elaboração e a alteração de atos normativos da Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/normas/portarias-1/2022/portaria-previc-n-621-de-04-de-julho-de-2022.pdf/view>. Acesso em 22 de novembro de 2022.

[1] As informações da “Pesquisa Previc sobre a utilização dos fatores ASG pelas EFPC”, realizada em 2021, podem ser obtidas em <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-asg>

[2] Classificação prevista na Instrução Previc nº 7, de 29 de maio de 2017, e segundo listagem disposta na Portaria Previc nº 390, de 22 de junho de 2021.

[3] 97% das EFPC participantes responderam avaliar tal relação (pergunta nº 17 da seção 2); 94% dos gestores concordaram que entidade deve monitorar os custos de cada um de seus fundos de investimento para verificar se estão adequados ao nível de complexidade da gestão e ao desempenho obtido pelo gestor (afirmativa nº 6 da seção 3).

[4] A ICVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, norma que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, está em revisão pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A audiência pública SDM 08/20, objeto dessa alteração, encontra-se em análise.



Documento assinado eletronicamente por **PRISCILA KELLY CARVALHO SABINO, Coordenador(a)**, em 15/12/2022, às 17:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no §3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **FERNANDO DUARTE FOLLE, Coordenador(a)-Geral de Orientação de Investimento**, em 15/12/2022, às 17:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no §3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.previc.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0513485** e o código CRC **2C8F1F25**.

Referência: Processo nº 44011.006039/2022-09

SEI nº 0513485

Previdência Complementar, desde 1977 protegendo o futuro de seus participantes.

Ed. Venancio 3000 - SCN Quadra 06, Conjunto A, Bloco A, 3º Andar - Brasília/DF

(61) 2021-2000

www.previc.gov.br