FACULDADE FIPECAFI

PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

MARCELO JOSÉ MACHADO DA SILVA NEVES

Características da governança e gestão de ativos dos fundos patrimoniais (*Endowment Funds*) no Brasil

São Paulo

2018

MARCELO JOSÉ MACHADO DA SILVA NEVES

Características da governança e gestão de ativos dos fundos patrimoniais (*Endowment Funds*) no Brasil

Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Faculdade FIPECAFI, para a obtenção do título de Mestre Profissional em Controladoria e Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva

São Paulo

2018

Faculdade FIPECAFI

Prof. Dr. Welington Rocha
Diretor Presidente

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia
Diretor de Pesquisa

Prof. Ms. João Domiraci Paccez
Diretora Geral de Cursos

Profa. Dra. Marta Cristina Pelucio Grecco
Coordenadora do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças

---

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

N518c Neves, Marcelo José Machado da Silva.

Características da governança e gestão de ativos dos fundos patrimoniais (*Endowment Funds*) no Brasil / Marcelo José Machado da Silva Neves. -- São Paulo, 2018.
93p.: il.

Dissertação (Mestrado Profissional) – Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças - Faculdade FIPECAFI Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras.
Orientadora: Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva

1. Fundos patrimoniais. 2. Governança. 3. Gestão de investimentos. I. Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva. II. Título.

658.15

Ao Autor da Criação que sempre me guiou de forma Justa e Perfeita.
Aos meus pais, in memoriam, Alcides da Silva Neves e Maria Yedda Machado Neves, que me deixaram o meu maior patrimônio, a ética e a honestidade.
Ao meu filho, Renato E. da Silva Neves, amigo e companheiro, de onde vem minha inspiração maior e amor incondicional.

AGRADECIMENTOS

À Professora Dra. Fabiana Lopes da Silva, que aceitou ser minha orientadora, pelas incansáveis recomendações e por ter me conduzido com paciência por caminhos até então desconhecidos.

Ao Professor Dr. George André Willrich Salles, em quem me espelhei pelo exemplo e que de forma sempre justa e perfeita me apoiou e incentivou durante todo o mestrado.

Ao Professor Dr. José Roberto Ferreira Savoia, que me concedeu a honra de tê-lo como membro da banca de defesa com entusiasmo e contribuições tão significativas.

Ao Professor Dr. Rodrigo Takashi Okimura que, além dos ensinamentos em sala de aula, me supervisionou no estágio de docência e nos projetos da Faculdade FIPECAFI.

Aos Professores Drs. Maria Thereza Pompa Antunes, Martha Pecúlio Grecco, Paschoal Tadeu Russo, Rodrigo Paiva Souza e Professor Me. Carmine Rullo que em muito contribuíram com minha formação.

À Faculdade FIPECAFI, que de forma irretocável e transparente superou obstáculos e estimulou a produção acadêmica do curso com excelência.

À Sra. Carolina Santana Matiolli (Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP) e aos Srs. Gustavo Rosa Gameiro (Associação dos Antigos Alunos da Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo), Mario Neto (Centro Acadêmico XI de Agosto), Rafael Almeida Rosa Andrade (Associação Endowment Direito GV), Rafael Janandis (Fundação Maria Cecília Souto Vidigal) e Vainer João Penatti (Fundação Romi) pela atenção e consideração dispensadas em atender a entrevistas e questionamentos sem os quais não seria possível concluir essa pesquisa.

À Sra. advogada Erika Spalding, estudiosa sobre Fundos Patrimoniais, pela amizade, apoio e sugestões que em muito me ajudaram.

À Kassai Consultores, na pessoa do Senhor Carlos Roberto Kassai, que gentilmente abril as portas da Kassai Consultores disponibilizado o espaço e infraestrutura para os alunos da Turma 2 do Mestrado em Controladoria e Finanças em Jundiaí.

Por fim e tão importante, à Fernanda Mathias, minha grande companheira e amiga que esteve, pacientemente, ao meu lado.me apoiando e incentivando.

RESUMO

Neves, Marcelo José Machado da Silva. Características da governança e gestão de ativos dos fundos patrimoniais (*Endowment Funds*) no Brasil. Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

Essa pesquisa busca estudar as características de governança e gestão de investimentos dos Fundos Patrimoniais no Brasil, comparando-os com outros investidores institucionais e com as práticas dos Fundos Patrimoniais no exterior, à luz do recente marco regulatório. O estudo utiliza informações públicas obtidas através de site e plataformas eletrônicas no Brasil e no exterior e relatórios anuais. A metodologia aplicada recomenda a utilização da tipologia exploratória com uma abordagem qualitativa para investigar os casos apresentados. Os instrumentos de pesquisa escolhidos foram o questionário e as entrevistas realizadas de forma semiestruturada, as quais foram aplicadas sobre 6 Fundos Patrimoniais, com o objetivo de aprofundar, ampliar e clarificar conceitos já discutidos por outros autores sobre o tema, por meio de um novo enfoque que aborda práticas de governança e gestão dos investimentos. A escassez de pesquisas científicas no Brasil sobre Fundos Patrimoniais e, principalmente, sobre a abordagem escolhida, fez com que o trabalho se tornasse ainda mais desafiador na busca da literatura e de experiências internacionais. Os principais fatores verificados na pesquisa foram: i) a verificação de que os Fundos Patrimoniais ainda não possuem uma alinhamento entre a necessidade de liquidez na estratégia de investimentos de curto prazo e regra de resgate a ser adotada, ii) confirmação da a falta de instrumentos técnico-teóricos que auxiliem na tomada de decisão na gestão de investimentos, como, por exemplo, o modelo de otimização de média-variância, que praticamente ainda é desconhecido entre os Fundos Patrimoniais que participaram da amostra, iii) foram verificados a necessidade de formalização e descrição das atribuições de cada colegiado do processo de governança, gestão de investimentos, priorizando o controle do processo de decisão de investimentos ao invés de controle do portfólio. Os resultados alcançados apontam que os desafios a serem enfrentados para o aprimoramento dos processos de governança e gestão de investimentos são grandes; porém, com o instrumental técnico-teórico já utilizado e reconhecido com sucesso por universidades americanas, assim como em Fundos de Pensão no Brasil, pode-se, futuramente, levar os Fundos Patrimoniais a um estágio mais avançado em termos de retorno de investimentos e, consequentemente, aos resultados esperados no cumprimento dos seus objetivos de responsabilidade social. Por fim, a pesquisa conclui que existe uma oportunidade de aprimorar o processo de governança mediante a adoção de melhores práticas, tais como: formalização de estruturas de governança, limites de delegação de tomada de decisão dos investimentos e qualificação profissional.

Palavras-chave: Fundos patrimoniais; Governança; Gestão de investimentos.

ABSTRACT

Neves, Marcelo José Machado da Silva. Governance and asset management characteristics of Endowment Funds in Brazil. Faculdade FIPECAFI, São Paulo, SP, Brasil.

This research seeks to study the governance and investment management characteristics of the Endowment Funds in Brazil compared them with other institutional investors and the practices of the Endowment Funds abroad, as well as as well as the recent regulatory rule. The study uses public information obtained through websites and electronic platforms in Brazil and abroad, and annual reports. The applied methodology recommends the use of the exploratory typology with a qualitative approach to investigate the presented cases. The chosen research instruments were the questionnaire and interviews conducted semi-structured technique, which were applied to 6 Endowment Funds, with the objective of building on, expanding and clarifying concepts already discussed by other authors on the subject, through a new approach addressing the practices of governance and management of investments. The scarcity of scientific research in Brazil on Endowment Funds and, especially, on the chosen approach, made the work even more challenging in the search of international literature and experiences. The main results achieved in the research were: i) the verification that the Endowment Funds still do not align the need for liquidity in the short-term investment strategy and spending policy to be adopted, ii) confirmation of the lack of technical-theoretical tools that help an investment model, such as the average-variance optimization model, which is practically still unknown among the Endowment Funds that participated in the sample, iii) the need to formalize and describe the attributions of each collegiate governance and investment management, prioritizing control of the investment decision process rather than portfolio control. The results show that the challenges to be faced in improving governance and investment management processes are great, but with the technical-theoretical tools already used and successfully recognized by American universities, as well as in Pension Funds in Brazil, we can, in the future, bring Endowment Funds to a more advanced stage in terms of return on investments and, consequently, the expected results in fulfilling their social responsibility objectives. Finally, the research concludes that there is an opportunity to improve the governance process through the adoption of best practices, such as: formalization of governance structures, limits of delegation of investment decision-making and professional qualification.

Keywords: Endowment Funds; Governance; Investment Management.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
BACEN	Banco Central do Brasil
BSC	*Balance Score Card*
CC	Código Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Direito GV	Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas
EFA	Endowment Fund Association
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ESG	Environmental, Social and Governance
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Food and Agriculture Organization of the United Nations
FEA	Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIXI	Fundo de Investimento XI de Agosto
FMCSV	Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal
FONIF	Fórum Nacional das Instituições Filantrópicas
FPFEA USP	Fundo Patrimonial da FEA USP
FTE	*Full Time Equivalent*
GIFE	Grupo de Institutos, Fundações e Empresas
GV	Vide "FGV"
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICE	Instituto de Cidadania Empresarial
IDIS	Instituto para o Desenvolvimento do Investimento Social
ITCMD	Imposto sobre Transmissão Causa Mortis e Doação de Quaisquer Bens ou Direitos
MP	Medida Provisória
NACUBO	National Association of College and University Business
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OSC	Organizações da Sociedade Civil
OSESP	Orquestra Sinfônica do Estado de São Paulo
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
PRI	Principles for Responsible Investment

SPC	Secretaria de Previdência Complementar
UNESCO	The United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization
UNICEF	United Nations International Children's Emergency Fund
USP	Universidade de São Paulo
WWF	World Wide Fund for Nature

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Conceitos e definições.....24
Quadro 2 - Pesquisas sobre fundos patrimoniais.....26
Quadro 3 - Fatores de melhores práticas de governança.....47
Quadro 4 - Resumo dos colegiados de governança dos fundos patrimoniais.....71
Quadro 5 - Resposta à pergunta 2.....74
Quadro 6 - Resposta à pergunta 3.....75
Quadro 7 - Resposta às perguntas 4 e 5.....76
Quadro 8 - Resposta à pergunta 13.....78
Quadro 9 - Resposta à pergunta 14.....79
Quadro 10 - Resposta à pergunta 16.....80

LISTA DA TABELAS

Tabela 1 - Comparativo por tipo de patrocínio 37
Tabela 2 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – renda fixa 44
Tabela 3 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – renda variável 44
Tabela 4 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – estruturados 45
Tabela 5 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – imobiliário 45
Tabela 6 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – exterior 46
Tabela 7 - Retorno médio por classe de ativo e tamanho do fundo patrimonial para o ano fiscal de 2016 51
Tabela 8 - Alocação por classe de ativo nos anos fiscais de 2016 e 2015 52
Tabela 9 - Detalhamento da alocação por classe de ativo para o ano fiscal de 2016 53
Tabela 10 - Número de pessoas dedicadas à gestão e ao gerenciamento dos investimentos ... 53
Tabela 11 - Alocação de ativos por tipo de Fundo Patrimonial 59
Tabela 12 - Número de gestores de investimentos por volume administrado 61
Tabela 13 - Levantamento de entidades que declararam ter fundo patrimonial 66
Tabela 14 - Fundos Patrimoniais que responderam à pesquisa 67

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 15
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO 15
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA 17
1.3 OBJETIVOS 17
1.3.1 Objetivo geral 17
1.3.2 Objetivos específicos 18
1.4 JUSTIFICATIVA 18
1.5 CONTRIBUIÇÕES 19
2 REFERENCIAL TEÓRICO 21
2.1 O TERCEIRO SETOR E OS FUNDOS PATRIMONIAIS 21
2.2 HISTÓRICO E ASPECTOS CONCEITUAIS 22
2.3 FUNCIONAMENTO 28
2.4 ASPECTOS REGULATÓRIOS 30
2.5 FUNDOS DE PENSÃO: GESTÃO DE ATIVOS E GESTÃO DE RISCOS 35
2.5.1 Os fundos de pensão como investidores institucionais 35
2.5.2 Regulamentação dos investimentos em fundos de pensão 43
2.5.3 Governança dos fundos de pensão 46
2.6 FUNDOS PATRIMONIAIS: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL 49
2.6.1 Panorama da indústria de fundos patrimoniais nos Estados Unidos 49
2.6.2 As práticas de gestão de investimentos e governança internacionais 55
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 65
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA 65
3.1.1 Quanto aos objetivos 65
3.1.2 Quanto aos procedimentos 65
3.1.3 Quanto à abordagem 65
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA (OBJETO DE ESTUDO E PESSOAS ENVOLVIDAS) 66
3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS 69
4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS 71
4.1 RESULTADOS DAS ENTREVISTAS 71
4.2 RESULTADO DA PESQUISA 80
5 CONCLUSÕES 83

REFERÊNCIAS 87
APÊNDICE 91

1 **INTRODUÇÃO**

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O governo e a iniciativa privada são, respectivamente, o Primeiro e Segundo setores da economia. O terceiro setor é representado por entidades sem fins lucrativos e podem ser organizadas na forma de fundações, institutos ou associações. O governo é o responsável por atender as demandas sociais, especialmente no atendimento aos menos favorecidos, e a iniciativa privada, através da gestão dos fatores de produção, gera empregos e impostos. Com a crescente limitação da ação do Estado, seja por incapacidade financeira ou por falta de instrumentalização adequada para atender certas demandas específicas da sociedade, há tempos o setor privado começou a atuar em questões sociais através de organizações que formam o terceiro setor. Ou seja, o terceiro setor é o conjunto de organizações sem fins lucrativos, não governamentais e com finalidade de benefício público, que têm como objetivo gerar serviços para a sociedade. A crescente atuação do terceiro setor através de entidades vinculadas a grupos econômicos ou associações fez com que houvesse uma crescente profissionalização, melhoria no processo de governança e um alinhamento entre o investimento social privado, as políticas públicas e o negócio de cada empresa.

A partir da criação da Organização das Nações Unidas em outubro de 1945, outros organismos multilaterais foram criados, tais como *Food and Agriculture Organization of the United Nations* (FAO), *United Nations International Children's Emergency Fund* (UNICEF), *World Wide Fund for Nature* (WWF), *The United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization* (UNESCO), entre outros. Ao final do século vinte, tornava-se necessária a discussão quanto à capacidade dos Estados Nacionais e dos organismos internacionais de proverem as demandas sociais crescentes de forma organizada e com financiamento autossustentável, de forma a criar fatores de estabilidade social que ultrapassassem os limites do simples assistencialismo promovido voluntariamente e patrocinado de forma precária, sem regularidade de fluxo de recursos e sujeito às adversidades econômico-financeiras dos patrocinadores. Assim, o conceito de terceiro setor e de responsabilidade social surge no meio corporativo.

O Grupo de Instituto, Fundações e Empresas (GIFE), que ao final da década de 80 ainda era organizado como um grupo e que se constituiu como organização sem fins lucrativos em 1995. O grupo reúne entidades de origem empresarial, familiar, independente e comunitária, que atuam de diversas formas no investimento em projetos com finalidade pública ou de

modelos de gestão. Atualmente, conta com 141 associados (25 em 1995) e, segundo o censo realizado pela própria Entidade em 2016, foram investidos R$ 2,9 bilhões em projetos próprios ou em apoio a projetos de terceiros, conforme divulgado pelo GIFE.

As entidades do terceiro setor há muito tempo deixaram para trás o improviso e o assistencialismo, mas ainda vivem um dilema quanto ao financiamento de suas atividades. Em geral, as atividades dessas entidades dependem da contínua e regular captação de recursos junto a doadores. Essas fontes de recursos muitas vezes estão sujeitas a interrupções ou reduções decorrentes de condições conjunturais que podem comprometer os projetos e ações sociais desenvolvidos pelas entidades.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, publicou em 2009 o primeiro Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais, e posteriormente mais duas atualizações em 2014 e 2016. O Guia é uma referência na disseminação das melhores práticas adotadas na gestão e governança das entidades do terceiro setor. Por sua vez, as entidades do terceiro setor se adequam rapidamente às transformações do mundo corporativo, atendendo às necessidades de profissionalização da gestão e pela busca da sustentabilidade econômico-financeira das suas atividades a longo prazo.

Segundo Spalding (2016), os *Endowments* são Fundos Patrimoniais que têm por finalidade a manutenção de entidades que exerçam atividades de interesse social com objetivo de promover a sustentabilidade e perenidade dessas entidades, de forma que não haja uma descontinuidade de sua atuação em função de interrupção ou suspenção do fluxo de recursos, em decorrência de condições que possam levar ao comprometimento de seu patrimônio ou captação de recursos a curto prazo.

Os Fundos Patrimoniais surgem de forma a promover a estabilidade dos fluxos de recursos e a perenidade das entidades do terceiro setor, garantindo a continuidade das atividades patrocinadas e evitando a interrupção parcial ou temporária, seja em função da redução na captação de recursos provocada por situações adversas, como dificuldades financeiras dos investidores sociais ou aquelas decorrentes de crises econômicas. Cabe ressaltar que a eficácia desses Fundos Patrimoniais já foi comprovada em outros países com tradição na utilização deste instrumento de financiamento de longo prazo.

Um dos pilares deste estudo está baseado na experiência internacional, principalmente de universidades americanas, uma vez que grande parte dessas instituições recebem doações que são destinadas a um fundo para gestão de recursos, a fim de fornecer fluxo financeiro para manutenção de suas atividades em perpetuidade, ou pelo menos a longo prazo. Os Fundos Patrimoniais nos Estados Unidos constituem uma fonte significativa de recursos para pesquisa.

No Brasil, os Fundos Patrimoniais ainda são raros e poucas são as pesquisas acadêmicas sobre o assunto. O presente estudo buscou no mercado brasileiro investidores institucionais com características semelhantes, a fim de que as melhores práticas de governança e gestão de investimentos possam ser utilizadas como referência. Desta forma, foram consideradas as práticas de gestão aplicáveis aos Fundos de Pensão do Brasil, haja visto que o primeiro marco regulatório para este tipo de investidor foi através da Lei 6.435, de 15 de julho de 1977, e posteriormente pelas Leis Complementares 108 e 109, ambas de 29 de maio de 2001. Ou seja, o primeiro marco regulatório já possui quarenta anos de atividade regulamentada no Brasil. Conforme o relatório Consolidado Estatístico da ABRAPP de agosto de 2018, a Associação possui 266 Entidades de Previdência Complementar com um patrimônio total administrado de R$811bilhões, portanto, os Fundos de Pensão, como investidores institucionais, são importantes formadores de poupança interna para o país.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

A questão de pesquisa busca responder a seguinte questão: quais são as características de governança e gestão de ativos dos fundos patrimoniais (*Endowments*) no Brasil?

No contexto dos Fundos Patrimoniais, considerando que são investidores institucionais e que na maioria dos casos têm como horizonte temporal a perpetuidade, o retorno dos investimentos está intrinsicamente vinculado à política de resgates e à governança do próprio Fundo Patrimonial. O desempenho insatisfatório dos investimentos poderá, a longo prazo comprometer o financiamento das atividades da entidade beneficiária dos recursos ou até mesmo levar ao questionamento quanto a criação do próprio Fundo.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa é aprofundar, ampliar e clarificar a análise, já realizada por outros autores, do atual estágio das práticas de governança e gestão de ativos dos Fundos Patrimoniais no Brasil.

1.3.2 Objetivos específicos

De forma a atender ao objetivo geral, formula-se os seguintes objetivos específicos: i) descrever e analisar os principais processos de gestão de investimentos praticados pelos Fundos Patrimoniais e as práticas de governança adotadas; ii) fazer uma comparação entre as práticas adotadas no Brasil com Fundos de Pensão brasileiros, as universidades americanas que possuem Fundos Patrimoniais e o recente marco regulatório do setor, Medida Provisória 851, de 10 de setembro de 2018.

1.4 JUSTIFICATIVA

A motivação para a escolha do tema aborda os seguintes aspectos: i) relevância econômica para as entidades beneficiárias e a formação de poupança interna do Brasil no futuro, ii) exequibilidade, por ser um instrumento captação e financiamento utilizado no exterior, principalmente em universidades americanas; iii) oportunidade, uma vez que os Fundos Patrimoniais estão em expansão e e o primeiro marco regulatório foi aprovado no Brasil.

Primeiro, os Fundos Patrimoniais com ativos relevantes contam com apoio financeiro de tal magnitude a ponto de amortecer crises financeiras e operacionais, proporcionando uma maior estabilidade orçamentária e o planejamento financeiro de longo prazo, reduzindo assim os riscos de continuidade da instituição beneficiária (Swenssen, 2009). Outro aspecto relevante a nível macroeconômico, sendo os Fundos Patrimoniais investidores de longo prazo, é a formação de poupança interna, como preponderante na sustentabilidade do crescimento econômico mediante a destinação de recursos do sistema financeiro para a produção (Pereira, Miranda, & Silva, 1997).

Segundo as universidades americanas são um bom exemplo na utilização deste instrumento de captação e financiamento. Quanto aos Fundos Patrimoniais americanos, são utilizados nesta pesquisa os dados disponibilizados pela *National Association of College and University Business* (NACUBO), associação americana que congrega faculdades e universidades e que dispõe de dados estatísticos sobre Fundos Patrimoniais.

Quanto ao Brasil, utilizaremos as informações disponíveis pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), que é uma associação sem fins lucrativos representativa dos interesses comuns dos Fundos de Pensão. As informações referentes às melhores práticas de governança e gestão de investimentos em Fundos de Pensão do Brasil foram obtidas através da Superintendência Nacional de Previdência Complementar

(PREVIC) e dos Fundos Patrimoniais levantados das práticas adotadas no exterior através dos dados bibliográficos. Adicionalmente, também serão utilizadas as informações dos Fundos Patrimoniais coletadas na pesquisa de campo através de entrevistas semiestruturadas.

A adoção das melhores práticas de governança e gestão de investimentos pelos investidores institucionais é relevante para estas entidades, uma vez que os retornos dos ativos vão garantir a melhor remuneração seus beneficiários. Cabe ressaltar que há uma estreita relação entre as melhores práticas de governança e os retornos dos investimentos (Nese, 2017).

Haja vista que a indústria de Fundos Patrimoniais no Brasil está dando seus primeiros passos no Brasil, é plausível admitir como hipótese de pesquisa que a gestão de ativos por meio de políticas de investimentos, regras de resgate, assim como os processos de governança, sejam ainda embrionários, e que há, portanto, uma oportunidade de evolução e, consequentemente, uma contribuição significativa tanto para profissionais, quanto para entidades e meio acadêmico. Ou seja, o resultado desta pesquisa aliado ao reconhecido sucesso de Fundos Patrimoniais no exterior, principalmente nas universidades americanas, assim como outros trabalhos já publicados com diferentes abordagens, como Cruz e Fabiani (2018), Spalding (2016), Sueishi (2016), Oliveira (2016), Sotto-Maior (2011), será de grande utilidade para os Fundos Patrimoniais já existentes e uma alavanca propulsora no desenvolvimento de novos fundos.

No momento em que se discute o financiamento da universidade pública, os Fundos Patrimoniais podem, futuramente, contribuir para este equacionamento. Não por acaso, os Estados Unidos podem ser considerados um *"case"* de sucesso na utilização de Fundos Patrimoniais em universidades, como, por exemplo, Harvard, Yale, Princeton e Stanford.

1.5 CONTRIBUIÇÕES

Espera-se trazer as seguintes contribuições:

- Divulgar as melhores práticas em curso quanto à gestão e governança dos Fundos Patrimoniais,
- Desenvolver referências com as melhores práticas adotadas a serem adotadas pelos Fundos Patrimoniais no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O TERCEIRO SETOR E OS FUNDOS PATRIMONIAIS

É importante dimensionar a relevância do Terceiro Setor tanto do atendimento de políticas públicas nas áreas de educação, saúde, assistência e cultura, como também no retorno à sociedade através da imunidade do pagamento da cota patronal na contribuição previdenciária concedida às entidades do terceiro setor. Segundo o estudo do Fórum Nacional das Instituições Filantrópicas (FONIF), através da pesquisa realizada pela *DOM Strategy Partners (2016):*

> *"De acordo com o levantamento realizado pelo FONIF, a imunidade assegurada pela Constituição Federal às filantrópicas representa menos de 3% da arrecadação da previdência. Para a sociedade, esse número reflete-se em milhões de atendimentos anuais realizados em hospitais, unidades de saúde, educação básica, ensino superior e entidades de assistência social.*
>
> *Segundos os números apurados, para cada R$1,00 (um real) assegurado pelo Estado como imunidade a essas instituições, há um retorno de R$6,00 (seis reais) em benefícios entregues à população. Outros dados mostram ainda que as atividades do setor beneficiaram, só em 2015, mais de 160 milhões de pessoas e geraram cerca de 1,3 milhão de empregos."* [grifo nosso].

As entidades do Terceiro Setor há muito tempo deixaram para trás o improviso e o assistencialismo, a exemplo disso, em 2009, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em parceria com o Grupo de Institutos Fundações e Empresas (GIFE), publicou o Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais, que foi uma primeira referência na busca para consolidar as lições aprendidas no que diz respeito à boa administração dessas organizações em um ambiente autorregulado. Posteriormente, foram publicadas duas novas edições do Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais, em 2014 e 2016, respectivamente.

Em geral, as ações filantrópicas dependem da contínua e regular captação de recursos junto a doadores. Essas fontes de recursos muitas vezes estão sujeitas a interrupções ou reduções decorrentes de condições conjunturais adversas que podem comprometer os projetos e ações sociais desenvolvidas pelas entidades. Os Fundos Patrimoniais se apresentam como uma forma de promover a estabilidade dos fluxos de recursos e a autonomia econômico-financeira das entidades filantrópicas no longo prazo, preservando a continuidade do

financiamento das atividades, principalmente em períodos de adversidade da conjuntura econômica.

Os Estados Unidos é o país onde a doação é uma prática bastante presente, seja pelo aspecto cultural, seja pelo aspecto do incentivo fiscal. De acordo com Fabiani (2012, p. 28), as doações são mais frequentes em países com tradição filantrópica e incentivos fiscais, e, por isso, fortunas são deixadas em testamento para apoiar a perpetuação de causas sociais por meio de Fundos Patrimoniais.

2.2 HISTÓRICO E ASPECTOS CONCEITUAIS

Historicamente, os Fundos Patrimoniais vêm de longa data. Segundo Cruz e Fabiani (2018), na Grécia Antiga, Platão teria deixado uma fazenda para que a receita gerada fosse destinada a estudantes e professores da Academia de Atenas por ele fundada. Portanto, o primeiro registro histórico da criação de um Fundo Patrimonial teria ocorrido no século III A.C.

Russel (2008) afirma que os fundos patrimoniais mais antigos podem ser encontrados na Europa, tais como os que contribuíam com o apoio à igreja através de cobrança de um décimo da renda de terras agrícola, assim como as chamadas *Livery Companies* em Londres. Estas existem ainda nos dias de hoje, e têm sua origem no século XI, nas guildas e no comércio medieval; se destinam a apoiar *Charities Houses* (Instituições de Caridade), sendo que algumas delas possuem profundas raízes históricas e também apoiadas pela Cidade de Londres.

Conforme a Universidade de Harvard (2016), antes da Independência Americana, em 1638, John Harvard deixou 400 livros e metade de sua propriedade para o recém-fundado *Harvard College*. Já a Universidade de Yale (2016) informa que foi oficialmente fundada em 1718, quando renomeada em homenagem ao comerciante galês Elihu Yale, que doou o produto de suas vendas, além de 417 livros e um retrato do rei George I. As Universidades de Harvard e Yale possuem os maiores "*Endowment Funds*", com respectivamente US$35,7 bilhões e US$26,5 bilhões, conforme os relatórios anuais das demonstrações financeiras referentes aos exercícios fiscais, findos em 30 de junho de 2016 e divulgados pelas próprias universidades.

Um Fundo Patrimonial não se caracteriza apenas pela acumulação de recursos financeiros, mas é necessário que haja regras de resgates alinhadas com as políticas de investimentos e um processo de governança bem estruturados, a fim de garantir a gestão adequada do patrimônio do Fundo.

Segundo Russel (2006), uma característica das entidades é sua dependência do retorno do investimento, tanto para financiar seu consumo atual quanto para manter ou melhorar sua

base de ativos para o futuro. Embora os fundos de pensão possam recorrer a suas empresas patrocinadoras para financiá-los, os retornos são insuficientes para cumprir seus passivos, e as seguradoras podem levantar novos recursos das partes interessadas; no entanto, algumas fundações não têm o luxo de ter o apoio de uma fonte alternativa de recursos.

Conforme Spalding (2016, p. 5), fundos patrimoniais destinam-se à manutenção de determinadas atividades de interesse social, com objetivo de dar sustentabilidade e perpetuidade à entidade que as executa, de modo a promover a perenidade dos seus objetivos institucionais e evitar interrupções decorrentes da captação de recursos por situações de comprometimento de seu patrimônio por ações de curto prazo.

Desta forma conclui Spalding (2016, p. 5):

> *"Portanto, a ideia central consiste (i) na preservação e, se possível, no incremento do valor principal, o que é feito por meio da aplicação dos recursos de acordo com regras predefinidas pelas entidades e seus gestores; (ii) na utilização dos rendimentos (usualmente, somente em parte) do valor principal, por meio de repasses periódicos em favor da entidade apoiada; e (iii) na constituição de um mecanismo para sustentabilidade de entidades e suas finalidades institucionais, a fim de garantir o planejamento de ações mais a longo prazo*" [grifo nosso].

Por sua vez, Schüler (2012, p. 131) entende que são fundos permanentes de aplicação financeira aqueles pertencentes a uma Instituição e acrescidos continuamente, sendo resgatados os rendimentos que excedam a inflação para fazer frente aos objetivos da entidade. O propósito é fazer com que haja um incremento patrimonial de tal forma que, a longo prazo, se possa custear de forma significativa o gasto da Instituição assistida. Schüler (2012) afirma que os Fundos Patrimoniais se baseiam no fato de que o valor de mercado das empresas é crescente ao longo do tempo, de forma que o crescimento do patrimônio ocorra em função da valorização dos seus ativos e de novas captações.

Sabo Paes e Queiroz Filho (2014, p. 89) definem Fundos Patrimoniais como estruturas que, dotadas de bens e direitos, em sua maior parte financeiros, investem esses recursos com o objetivo de preservar o capital e, com os ganhos auferidos, de gerar recursos de forma a sustentar financeiramente uma determinada causa.

Segundo Burrows (2010, p. 53):

> *"Um Fundo Patrimonial é um fundo perpétuo em que o capital é mantido intacto e apenas o rendimento, ou uma parte dele, é usada anualmente para fins de caridade. Existem alguns conceitos sobre Fundos Patrimoniais, que são precisas quando tudo funciona bem na economia. As doações fornecem apoio anual constante e de*

longo prazo para a missão da entidade beneficiária. Eles permitem o planejamento futuro. Eles fornecem uma infraestrutura financeira e protegem a filantropia dos efeitos prejudiciais das oscilações das políticas públicas e do financiamento filantrópico. Eles também são uma marca de uma instituição beneficente madura, uma vez que apenas as maiores instituições beneficentes têm a estabilidade, o suporte e os recursos para constitui-los. Não é de admirar que os Fundos Patrimoniais sejam considerados essenciais - mesmo sagradas - por gestores e administradores de filantropia" (Tradução Livre) [grifo nosso].

Quadro 1 - Conceitos e definições

Pressupostos/ Autores	Spading (2016)	Sabo Paes e Queiroz Filho (2014)	Schüler (2012)	Burrows (2010)
Temporal	*"Endowment*s são fundos patrimoniais destinados à manutenção de determinadas atividades de interesse social, visando a sustentabilidade e perpetuidade da entidade que as executa ...."	"... objetivo de preservar o valor do capital principal na perpetuidade ..."	'... se definem como fundos permanentes de aplicação financeira'.	"fundo perpétuo que preserva o capital doado"
Normativa	"... com governança apropriada, e que, em sua essência, busca preservar o montante principal e regrar a utilização dos rendimentos auferidos em prol da missão finalística a que se propõe"		"o rendimento alcançado menos a inflação do período de apuração"	"apenas o rendimento, ou parte dele, é utilizada para os objetivos fins da Entidade beneficiária"
Patrimonial	"Trata-se de um conjunto de ativos permanentes (dinheiro, títulos, imóveis, entre outros), geridos com vistas a preservar o valor doado no longo prazo"	"... são estruturas que recebem e administram bens e direitos, majoritariamente recursos financeiros..."	"Fundos Patrimoniais se baseiam no fato de que o valor de mercado das empresas é crescente ao longo do tempo de forma que o crescimento do patrimônio ocorra em função da valorização dos seus ativos e de novas captações..."	"Eles também são uma marca de uma instituição de caridade madura, uma vez que apenas as maiores instituições têm a estabilidade, o suporte e os recursos para construi-los"
Identidade ou Vinculação	"utilizando seus rendimentos em prol de entidades sem fins lucrativos e de suas finalidades institucionais"	"... gerar resgates recorrentes e previsíveis para sustentar financeiramente um determinado propósito, uma causa ou uma entidade"	"... que uma determinada organização faz crescer continuamente, apenas retirando (para o cumprimento dos objetivos da instituição)"	

Fonte: Elaborado pelo Autor.

De acordo com os conceitos utilizados pelos autores no Quadro 1, separamos as definições em pressupostos observados de forma a termos um construto que seja abrangente e consistente na definição de Fundos Patrimoniais, haja vista que o tema está em fase de desenvolvimento no Brasil. Os pressupostos observados foram quanto a: horizonte temporal, caráter normativo, caráter patrimonial e identidade ou vinculação:

a) quanto ao horizonte temporal: nos quatro autores pesquisados, encontramos uma uniformidade quanto à perpetuidade, no entanto, no resultado da pesquisa encontramos casos em que o Fundo Patrimonial possui horizonte de tempo determinado, seja em função da causa pela qual motivou a criação do Fundo, seja a vitaliciedade do seu curador ou instituidor;
b) quanto ao caráter normativo: o simples acúmulo de bens e direitos por si só não caracteriza os recursos acumulados como um Fundo Patrimonial. Há necessidade de regras claras e objetivos definidos para que seja caracterizado como tal;
c) quanto ao caráter patrimonial: o Fundo Patrimonial possui essência econômica, ainda que não tenha personalidade jurídica, constituindo uma unidade econômica com Patrimônio, Receitas e Despesas próprias;
d) quanto à identidade ou vinculação: seu objetivo deve estar associado a uma entidade apoiada ou beneficiária que receberá os recursos financeiros.

Assim sendo, a definição que entendemos ser aquela que melhor abrange os aspectos abordados e que formam um Fundo Patrimonial é estrutura patrimonialmente organizada, contabilmente segregada, que pode possuir personalidade jurídica própria e concentrar bens e direitos; e ainda, que têm um processo de governança e regras de utilização dos recursos acumulados com objetivos de: a) captar recursos, b) gerir o patrimônio e c) prover sustentação financeira às entidades beneficiárias a longo prazo.

No Quadro 2 apresentamos, resumidamente, sete pesquisas sobre Fundos Patrimoniais realizadas entre os anos de 2012 e 2017 quanto a metodologia e resultados alcançados.

Quadro 2 - Pesquisas sobre fundos patrimoniais

Autores	Ano	Metodologia	Resultados
Felipe Linetzky Sotto-Maior	2012	Estudou a criação, desenvolvimento e organização dos *endowments*, bem como sustentabilidade financeira das entidades filantrópicas e educacionais a partir da gestão do seu próprio patrimônio.	Conclui que para se tornar uma realidade amplamente difundida, os *endowment*s precisarão principalmente de estímulos do poder público. Há necessidade de que sejam definidas as características essenciais mínimas para que um patrimônio seja reconhecido como Fundo Patrimonial e estímulos de renúncia fiscal para o surgimento de outros Fundos Patrimoniais.
Schüler, Fernando Luís	2012	O artigo procura compreender o sistema de organização cultural adotado no Brasil, historicamente, bem como lançar luz sobre suas transformações mais recentes. Busca argumentar sobre os desafios que envolvem a criação de uma cultura voltada à sustentabilidade financeira de nossas organizações culturais, analisando experiências brasileiras recentes.	Argumenta que a experiência da *Ontario Arts Foundation* (OAF), na Província de Ontário, no Canadá, pode ser extraordinariamente útil para o processo de modernização de nossas políticas públicas de financiamento à cultura. Ela nos mostra um caminho para enfrentar o problema da sustentabilidade de nossas instituições culturais.
Rafael Menezes Sueishi	2012	Propôs: "Ao curso de Economia da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) a adoção deste modelo como uma forma de complementar seus recursos e objetivos como instituição. A metodologia utilizada caracteriza-se de pesquisa quanti-qualitativa, cuja coleta de dados se deu a partir de pesquisa bibliográfica e pesquisa de campo, esta última através de questionários aplicados aos egressos do referido curso".	Concluiu que: "o curso de economia da UFSC possui as condições prévias para cogitar a adoção do modelo proposto".
José Eduardo Sabo Paes e Adair Siqueira de Queiroz Filho	2014	Procura demonstrar no desenvolvimento do texto que os chamados *endowments* são estruturas que recebem e administram bens e direitos, majoritariamente recursos financeiros, que são investidos com os objetivos de preservar o valor do capital principal na perpetuidade.	Verificou-se que os fundos patrimoniais, pessoas jurídicas dotadas de personalidade jurídica própria, são estruturas que recebem e administram bens e direitos, que são investidos com os objetivos de preservar o valor do capital principal na perpetuidade, inclusive, contra perdas inflacionárias, e gerar resgates recorrentes e previsíveis para sustentar financeiramente um determinado propósito, uma causa ou uma entidade, e que poderão efetivamente adentrar no ordenamento jurídico brasileiro com a aprovação do Projeto de Lei.

"continua"

"continuação"

Autores	Ano	Metodologia	Resultados
Lucas de Oliveira	2016	Propõe-se a analisar a viabilidade de ideias alternativas para a formação de poupança de longo prazo nos Bancos Comunitários, empregando a filosofia do *Endowment Fund* combinada à emissão de moedas sociais como forma de multiplicar seu poder de constituição de *funding*.	Modelou a ideia de *Endowment Fund* como inovação para formação de poupança de longo prazo para o perfil do Banco Palmas, testando sua viabilidade econômica.
Erika Spalding	2016	Consiste num percurso que parte da abordagem mais abstrata – reunião e análise pura da legislação brasileira (atual e projetos de lei) atinente ao *endowment*.	Coligir essas experiências, captar as tendências favoráveis ao *endowment* no Brasil, retratar o atual estado da arte destes fundos, apontar os obstáculos legais, conjecturar algumas possibilidades de superação.
H. Cruz e Fabiani, Paula	2017	Busca explorar o que são os fundos patrimoniais (*endowment*s) e analisar sua presença no mundo e no Brasil, e propõe caminhos para sua disseminação no país.	Os fundos patrimoniais são o elo de ligação entre investidores sociais e os objetivos das entidades beneficiárias através de mercado de capitais incentivando a poupança interna. Um arcabouço regulatório traz a segurança jurídica necessária para que todos os atores do processo ganhem: não somente as instituições beneficiárias, como a educação, cultura, saúde, entre outros, mas também o investidor social.

Fonte: Elaborado pelo Autor. "conclusão"

Todavia, cabe ressaltar que encontramos na literatura internacional outras definições de Fundos Patrimoniais quanto ao pressuposto do horizonte temporal. Nos EUA, no chamado *True Endowment* (EUA), ou no *Permanent Endowment* (Reino Unido), os administradores ficam restritos ao valor do principal, segundo Russel (2009, p. 2). Ou seja, o *True Endowment* consiste em que os recursos doados sejam preservados de forma a gerar renda para a entidade apoiada, que apenas seriam utilizados os rendimentos auferidos com a gestão dos investimentos.

Miree (2014, p. 7) traz os conceitos de *Quasi-endowment*, *Term-endowment* e *Pooled Endowment*. O *Quasi-endowment*, assim conhecido nos EUA (ou *Expendable Endowment*, no Reino Unido), não possui restrição quanto ao uso do principal, ou seja, não fica limitado pelo positivo dos investimentos e geralmente é uma decisão do Conselho do Fundo Patrimonial.

Há também o *Term-endowment*, o qual é uma doação em que o principal não pode ser utilizado por determinado período de tempo, normalmente indicado pelo investidor social. Após o vencimento do prazo, os gestores do fundo podem transformá-lo em um *Quasi-Endowment*.

Por fim, encontramos também os chamados *Pooled Endowment*, os quais funcionam como os fundos de pensão multipatrocinados, buscando eficiência com um volume maior de recursos administrados, compartilhando os custos da gestão dos investimentos e despesas fixas. Os *Pooled Endowments* têm por finalidade reunir ativos de diferentes Instituições, obtendo-se sinergia com o ganho de escala no volume de recursos administrados. São segregados por Entidade Beneficiária virtualmente através de contabilidade segregada ou ainda através de segregação real de ativos. O controle pode ser complexo quando o Fundo Patrimonial possui uma grande quantidade de subcontas com utilização restrita pelos investidores sociais, ou seja: quando um doador e/ou Conselho, ou mesmo uma demanda judicial, limita o uso de recursos oriundos de doações para fins específicos. Por exemplo, no caso de um Fundo Patrimonial que atenda a um centro de pesquisa, as doações podem ser direcionadas exclusivamente para pesquisa, não contemplando assim para despesas administrativas.

2.3 FUNCIONAMENTO

Frequentemente, as doações realizadas no Brasil têm como finalidade suprir uma necessidade de urgência, como, por exemplo, acontece em grandes catástrofes naturais. A cultura de doação regular ainda não se tornou uma prática disseminada no Brasil, seja pela desconfiança quanto ao destino a ser dado pela doação, seja pelos aspectos de isenção fiscal. Segundo Estraviz (2012, p. 67):

> *"é importante refletirmos sobre a cultura de doação. Duas grandes linhas de pensamento atuam simultaneamente no Brasil quando falamos sobre doações. Tais linhas descrevem dois mundos contraditórios e, em geral, as pessoas defendem uma ou outra tese. Uma delas diz que o brasileiro é um povo cordial, amigo, solidário e cooperativo. Outra diz que no Brasil não há uma cultura de doação, que somos desconfiados, que não há incentivos fiscais, que estamos muito abaixo da média mundial em doações individuais" [grifo nosso]*.

Como um veículo de captação e acumulação de recursos de longo prazo, os Fundos Patrimoniais normalmente têm como horizonte temporal para seus investimentos a perpetuidade. Assim sendo, as doações realizadas não têm como finalidade cobrir os gastos com as despesas da entidade apoiada, e sim a capitalização, de forma a aumentar o patrimônio investido e, com o retorno obtido na gestão dos investimentos, gerar um fluxo de recursos regular para a entidade apoiada pelo Fundo Patrimonial.

Compreender a finalidade dos Fundos Patrimoniais é fundamental para alcançar a dimensão da sua importância tanto para as entidades apoiadas quanto para a economia, com a formação de poupança interna de longo prazo. Para Swensen (2009, pp. 9-21), os Fundos Patrimoniais servem às instituições educacionais principalmente de três formas: i) permitem maior independência, ii) proporcionam mais estabilidade e iii) facilitam a excelência do ensino.

Swenssen (2009, p. 22) ainda ressalta que o apoio do Fundo Patrimonial às instituições educacionais poderá ser representativo, promovendo maior autonomia e proporcionando uma fonte independente de recursos ao se reduzir a dependência de bolsas do governo, mensalidades de alunos e doações. Ressalta ainda que a estabilidade financeira aumenta à medida que o Fundo Patrimonial seja capaz de gerar mais recursos a partir do retorno dos investimentos, facilitando o planejamento de longo prazo e aumentando a solidez da instituição.

De acordo com Fabiani (2012, pp. 36-39), as motivações que merecem destaque para criação de um Fundo Patrimonial são: i) perpetuar uma causa ou um legado social, ii) ter motivações familiares para doar, iii) assegurar as aspirações filantrópicas na utilização do seu patrimônio, iv) determinar um fim específico para os recursos, v) garantir independência, vi) dar margem para a excelência, vi) evitar a perda de foco com o esforço de captação e vii) atingir a estabilidade operacional no longo prazo.

Beaird e Hayes (1999, p. 7) apontam o importante papel que o Fundo Patrimonial desempenha no futuro, a exemplo das escolas católicas. Os autores relatam que as escolas católicas tiveram que contratar mais professores leigos para ocupar o lugar professores religiosos que não estavam mais disponíveis para o exercício do magistério. Quando os professores das escolas católicas eram majoritariamente religiosos, ninguém pensava que isso mudaria. Ninguém pensou em construir uma dotação financeira para compensar o aumento dos custos dos salários integrais dos professores leigos. As escolas católicas hoje estariam em muito melhor posição financeira se tivessem estabelecido dotes 35 anos atrás.

Beaird e Hayes (1999, p. 8) enfatizam ainda a importância de constituir Fundos Patrimoniais:

> *"Os administradores escolares precisam entender a importância de se ter um Fundo Patrimonial para tomar o lugar dos antigos doadores. As escolas devem ser proativas na promoção de doações para pais e ex-alunos que, ao longo dos anos, se beneficiaram do trabalho de religiosos que mantinham as mensalidades tão baixas por causa de seu compromisso pessoal e sacrifícios financeiros*" (Tradução livre) [grifo nosso].

2.4 ASPECTOS REGULATÓRIOS

Embora os Fundos Patrimoniais tenham um grande potencial de crescimento no país, ainda não há um marco regulatório específico para esta atividade. A ausência dos Fundos Patrimoniais no Artigo 44 do Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002) evidencia o vácuo jurídico em que se encontram os Fundos Patrimoniais:

> "Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:
> I - As associações;
> II - As sociedades;
> III - As fundações.
> IV - As organizações religiosas; (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)
> V - Os partidos políticos. (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)
> VI - As empresas individuais de responsabilidade limitada. (Incluído pela Lei nº 12.441, de 2011) (Vigência)
> § 1o São livres a criação, a organização, a estruturação interna e o funcionamento das organizações religiosas, sendo vedado ao poder público negar-lhes reconhecimento ou registro dos atos constitutivos e necessários ao seu funcionamento. (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)
> § 2o As disposições concernentes às associações aplicam-se subsidiariamente às sociedades que são objeto do Livro II da Parte Especial deste Código. (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)
> § 3o Os partidos políticos serão organizados e funcionarão conforme o disposto em lei específica. (Incluído pela Lei nº 10.825, de 22.12.2003)"

Em janeiro de 2016, com a entrada em vigor do novo Marco Regulatório do terceiro setor através da Lei nº 13.019, de 31 de julho de 2014, alterada pela Lei nº 13.204, de 2015, os Fundos Patrimoniais tiveram uma menção singular no Artigo 2º.

> "Art. 2º. Para os fins desta Lei, considera-se:
> I - Organização da sociedade civil: (Alterado pela Lei n. 13.204, de 2015)
> entidade privada sem fins lucrativos que não distribua entre os seus sócios ou associados, conselheiros, diretores, empregados, doadores ou terceiros eventuais resultados, sobras, excedentes operacionais, brutos ou líquidos, dividendos, isenções de qualquer natureza, participações ou parcelas do seu patrimônio, auferidos mediante o exercício de suas atividades, e que os aplique integralmente na consecução do respectivo objeto social, de forma imediata ou por meio da constituição de fundo patrimonial ou fundo de reserva".

No entanto, cabe ressaltar que, neste mesmo diploma legal, na leitura concomitante dos Artigos, no Art. 51 e parágrafo único, combinado com o Art. 57 e parágrafo único.

> "Art. 51. Os recursos recebidos em decorrência da parceria serão depositados e geridos em conta bancária específica, em instituição financeira pública indicada

> pela administração pública, e, enquanto não empregados na sua finalidade, serão obrigatoriamente aplicados em cadernetas de poupança, se a previsão de seu uso for igual ou superior a 1 (um) mês, ou em fundo de aplicação financeira de curto prazo ou operação de mercado aberto lastreada em títulos da dívida pública, quando o prazo previsto para sua utilização for igual ou inferior a 1 (um) mês.
> § único. Os rendimentos das aplicações financeiras, quando autorizados nos termos do art. 57, serão obrigatoriamente aplicados no objeto da parceria, estando sujeitos às mesmas condições de prestação de contas exigidas para os recursos transferidos.
> Art. 57. Havendo relevância para o interesse público e mediante aprovação pela administração pública da alteração no plano de trabalho, os rendimentos das aplicações financeiras e eventuais saldos remanescentes poderão ser aplicados pela organização da sociedade civil na ampliação de metas do objeto da parceria, desde que essa ainda esteja vigente.
> § único. As alterações previstas no caput prescindem de aprovação de novo plano de trabalho pela administração pública, mas não da análise jurídica prévia da minuta do termo aditivo da parceria e da publicação do extrato do termo aditivo em meios oficiais de divulgação".

Conforme Sabo Paes (2014, p. 86), o Marco Regulatório do terceiro setor, Lei nº 13.019/14, aquiesceu e definiu a utilização dos recursos captados, de forma que os recursos não aplicados nas atividades fins das entidades do terceiro setor passam a ter a obrigatoriedade de serem aplicados em caderneta de poupança, para o caso do período igual ou superior a um mês, ou em fundo de aplicação financeira de curto prazo ou operação de mercado aberto lastreada em títulos de dívida pública, se igual ou inferior a um mês.

Concluindo, Spalding (2016, p. 31) afirma que os Fundos Patrimoniais não estão previstos entre as formas definidas na legislação, no entanto, esse fato não é impeditivo à sua existência à luz do direito brasileiro:

> *"Não à toa, vários sujeitos de direito, capazes de deter direitos e deveres (em sentido amplo) existem e são reconhecidos pelo direito brasileiro mesmo sem personalidade jurídica expressamente prevista (por exemplo, os consórcios, os condomínios edilícios e os fundos de investimento). Sendo assim, referidos fundos patrimoniais, mesmo sem personalidade jurídica própria, podem ser constituídos no âmbito de uma entidade sem fins lucrativos – tanto fundações como associações –, que passa a ser sua mantenedora ou que será auxiliada com recursos do fundo. E, como se verá, nada impede que tais entidades possuam órgãos e regramentos próprios – p. ex. comitês gestores – para administração de seus fundos, a fim de segregar esta atividade da gestão de suas áreas-fim. Embora tenham a designação de "fundo", não se confundem os endowments com fundos de investimentos, os quais, para o direito pátrio, são condomínios destinados à aplicação em ativos financeiros"* [grifo nosso].

Inspirada no Projeto de Lei nº 4.643/2012, de autoria da Deputada Federal (SP) Bruna Furlan, o qual propunha a criação de fundos patrimoniais nas instituições públicas de ensino

superior e pesquisa; e, motivada pelo incêndio que culminou com a destruição do Museu Nacional no Rio de Janeiro em 04 de setembro de 2018, foi publicada a Medida Provisória 851, de 10 de setembro de 2018. A MP 851/2018 passa a ser o primeiro Marco Regulatório para os Fundos Patrimoniais e prevê a criação de uma fonte de recurso de longo prazo para o fomento de instituições e promoção de causas de interesse público com organização gestora de Fundos Patrimoniais.

Assim, um dos principais entraves para constituição de Fundos Patrimoniais no Brasil, a insegurança jurídica, foi contornado, e concomitantemente incentiva-se a doação de recursos privados para o terceiro setor através de um modelo de captação há muito tempo já utilizado conhecido no exterior.

A Medida Provisória se subdivide em quatro capítulos e aborda os aspectos técnicos e operacionais inerentes às atividades dos Fundos Patrimoniais. No Capítulo I, as Disposições Preliminares definem quais são as entidades que se relacionam com os Fundos Patrimoniais (instituição apoiada, organização gestora de fundo patrimonial e organização executora), formas como podem ser instituídas e também a terminologia pertinente à atividade fim dos Fundos Patrimoniais (principal, rendimento, instrumento de parceria e termo de execução de programas, projetos).

No Capítulo II, define-se as regras de constituição da organização gestora do Fundo Patrimonial, o processo de governança e seus colegiados, bem como as obrigações e faculdades dessas organizações *vis-à-vis* ao patrimônio administrado; receitas, despesas, utilização e aplicação dos recursos dos Fundos Patrimoniais e da formalização contratual através dos instrumentos de parceria e do termo de execução de programas, projetos e demais finalidades de interesse público.

No Capítulo III, a Medida Provisória institui o Programa de Fomento à Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – Programa de Excelência, com o objetivo de promover a produção de conhecimento, ciência, desenvolvimento e inovação, por meio da pesquisa de excelência de nível internacional, da criação e do aperfeiçoamento de produtos, processos, metodologias e técnicas. Estabelece-se a prestação de contas anual decorrente da aplicação dos recursos para a empresa originária do recurso pela organização gestora do Fundo Patrimonial para a agência ou órgão regulador. O Capítulo IV aborda as disposições finais.

Conforme a MP 851/2018, poderão ser fomentadas por meio dos recursos dos fundos as instituições apoiadas, públicas ou privadas sem fins lucrativos, que sejam de interesse público. Foi instituído o Programa de Fomento à Pesquisa, ao Desenvolvimento e à Inovação –

Programa de Excelência, e será possível apoiar as instituições ligadas a educação, ciência, tecnologia, pesquisa e inovação, cultura, saúde, meio ambiente, assistência social e desporto.

A MP 851/2018 incorpora conceitos sofisticados adotados no exterior, como a classificação das doações quanto à restrição e ao propósito. Adicionalmente, a nova legislação procura preservar a perpetuidade do Fundo Patrimonial à medida que considera os ativos como uma fonte de recursos de longo prazo, preservando o principal e o retorno dos investimentos (Art. 4º).

O modelo apresentado na MP 851/2018 exige que todos os atores, entidades apoiadas, gestoras do Fundo Patrimonial e executoras de programas e projetos sejam entidades sem fins lucrativos com atribuições bem definidas: i) organização gestora de fundo patrimonial – atua exclusivamente em um fundo na captação e na gestão das doações oriundas de pessoas físicas e jurídicas e do patrimônio constituído; ii) organização executora – atua em parceria com instituições apoiadas e é responsável pela execução dos programas e projetos e iii) instituição apoiada – dedicada à consecução de finalidades de interesse público e beneficiários de programas, projetos ou atividades financiados com recursos de fundo patrimonial.

Foram incorporadas à norma restrições para destinação de recursos oriundos dos Fundos Patrimoniais para pagamento de despesas correntes de Instituições Públicas apoiadas, exceto: i) obras (tais como benfeitorias e conservação), equipamentos, materiais, serviços, estudos necessários ao fomento e ao desenvolvimento; ii) bolsas de estudos; iii) capacitação e qualificação necessárias para o aperfeiçoamento do capital intelectual; iv) auxílios financeiros destinados à execução e à manutenção de projetos, programas, participação de estudantes e de pesquisadores em congressos e em eventos científicos, entre outros.

O novo Marco Regulatório estabelece práticas de governança e gestão de investimentos preservando a segregação dos patrimônios entre as entidades envolvidas e segregação de funções. Cabe ressaltar que o legislador foi prudente de forma a não inviabilizar a criação de Fundos Patrimoniais, flexibilizando assim a contratação de auditoria externa para os Fundos a até R$20 milhões, e implantação de Comitês de Investimentos para Fundos com patrimônio até R$5 milhões. As aplicações financeiras deverão ser norteadas por limites definidos pelo Conselho Monetário Nacional, ou, alternativamente, na forma do Artigo 20, através de uma das modalidades de Fundos de Investimentos, na sua ausência, para uma das modalidades de fundos de investimento regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A profissionalização dos Fundos Patrimoniais é claramente incentivada em várias partes da MP 851/2018 pela preocupação de estabelecer um processo de governança claro e transparente (Artigos 8 a 12), inclusive a obrigatoriedade de deliberação do Conselho de

Administração quanto às normas relativas à política de investimentos, às normas de administração e às regras de resgate. Outro aspecto é a previsão dos requerimentos mínimos para a formalização do instrumento de parceria e do termo de execução de programas e projetos.

Souza, Hirata, Pannuzio e Grazzioli (2018, pp.1-2), pesquisadores da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, ressaltam os seguintes pontos positivos da Medida Provisória 851/2018:

> *"1. Confere visibilidade e reconhece a relevância dos fundos patrimoniais como instrumento de financiamento de instituições públicas e Organizações da Sociedade Civil (OSC) – o que, por si só, pode fomentar a criação de novos fundos;*
> *2. Endereça um problema relevante: crise de sustentabilidade tanto no ambiente estatal quanto na sociedade civil;*
> *3. Responde à demanda que vinha há muito sendo expressada por OSC [Coalização pelos Fundos Filantrópicos; IDIS, APF; GIFE e outros], muito embora o desenho da lei, como se verá adiante, contemple mais diretamente as necessidades das instituições públicas;*
> *4. Amplia tacitamente o leque de finalidades para as quais uma fundação pode ser criada: gerir fundos patrimoniais (art. 2º, II);*
> *5. Fixa diretrizes sobre transparência, controle e integridade nas organizações gestoras dos fundos patrimoniais (artigos 6º e 7º);*
> *6. Busca segregar riscos e responsabilidades entre organização gestora do fundo patrimonial e instituição apoiada (art. 4º, §§ 2º e 3º);*
> *7. Abre a possibilidade de que fundos patrimoniais na área da cultura captem recursos com base nos incentivos da Lei Rouanet (art. 13, § 9º), apesar de não deixar muito claro como isso ocorrerá"* [grifo nosso].

Apesar de ser um avanço em termos de segurança jurídica, a MP 851/2018 ainda deixa em aberto algumas oportunidades de melhorias para a consolidação dos Fundos Patrimoniais no Brasil. Entre os principais aspectos que podemos ressaltar estão: i) ausência de incentivo fiscal para doações feitas aos Fundos Patrimoniais; ii) isenção de Imposto de Renda para os rendimentos de aplicações financeiras; iii) rigidez na estrutura proposta de governança e iv) ausência de uma Diretoria Executiva entre os colegiados propostos pela MP.

Ainda, Souza et al. (2018, pp. 1-2) consideram os seguintes pontos de atenção a serem observados na MP 851/2018:

> "1. Seria desejável que uma lei sobre Fundos Patrimoniais pudesse cumprir ao menos um de três objetivos: inovar, criando novas possibilidades jurídicas; simplificar, facilitando e desburocratizando a criação de fundos e/ou incentivar, trazendo estímulos para a doação de recursos aos fundos. A MP aparentemente não atende esses objetivos de forma direta.
> 2. Regulamentação via medida provisória é criticável, seja porque possivelmente não atende o requisito de urgência (tende a ter reduzido impacto no curto prazo), seja porque limita o debate público em torno da proposta (que estava em curso no Congresso Nacional).

> 3. Define um conjunto arbitrário de áreas que poderão ser apoiadas por fundos patrimoniais (art. 1º, parágrafo único), excluindo outras igualmente relevantes, como direitos humanos.
> 4. Estabelece diversas regras e limites que, embora possam fazer sentido para os fundos destinados a apoiar instituições públicas (sujeitas à legalidade estrita), tornam mais difícil e complexa a instituição de fundos no ambiente privado (orientado pela autonomia da vontade).
> 5. Possui viés maximalista: não foca no estabelecimento de princípios e diretrizes que possa contemplar a diversidade de arranjos na esfera privada
> 6. O disposto na medida provisória pode gerar a interpretação de impedimento da estruturação de fundos patrimoniais com base em outros arranjos permitidos pela legislação brasileira, criando o risco de os órgãos de controle (Receita Federal, Cartórios, Curadorias de Fundações etc.) entenderem que esse é o único arranjo juridicamente viável".

O Brasil encontra-se em estágio embrionário na construção da indústria de Fundos Patrimoniais e o primeiro marco regulatório foi condição necessária e fundamental para o seu desenvolvimento, porém há necessidade de aprimoramento de forma a os Fundos sejam, no Futuro, instrumentos financiamentos de Universidades, Entidades do Terceiros Setor e contribuam com a formação da poupança interna do País.

2.5 FUNDOS DE PENSÃO: GESTÃO DE ATIVOS E GESTÃO DE RISCOS

2.5.1 Os fundos de pensão como investidores institucionais

Segundo Amaral (2013), a previdência privada no Brasil pode ser fechada ou aberta. Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidas como Fundos de Pensão, são instituições sem fins lucrativos que administram planos de caráter coletivo e previdenciário patrocinados por empresas, em benefício aos seus empregados ou instituídos por sindicatos, associações ou entidades de classe em prol de seus associados. As Entidades Abertas de Previdência (EAPC) são administradas por seguradores e podem ter caráter individual, quando contratadas por pessoa física, ou coletivo, quando contratadas por pessoa jurídica.

Para Chan, Silva e Martins (2010, p. 14), o Marco Regulatório com a atuação direta do Estado ocorre através da Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977, regulamentada pelo Decreto nº 81.240, de 20 de janeiro de 1978:

> *"De acordo com o art. 1º dessa lei, as entidades de previdência privada são as que têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da previdência social, mediante*

> *contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos"* [grifo nosso].

Em 2001, a previdência complementar ganha novos marcos regulatórios através das Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 29 de maio de 2001. A primeira é destinada especificamente às Entidades Fechadas de Previdência Complementar, patrocinadas por fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas, e a segunda dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar de forma geral, incluindo entidades abertas e fechadas.

Por meio da Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009, foi criada a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), com o intuito de fortalecer o sistema de previdência fechado, dotando-o de uma autarquia com estrutura regimental e quadro próprio. Anteriormente à PREVIC, a fiscalização e supervisão eram exercidas diretamente pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), subordinada ao Ministério da Previdência Social. Entre suas atribuições, a PREVIC deverá "proceder à fiscalização das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de suas operações" (Lei nº 12.154/2009), e entre essas atividades encontra-se a gestão dos investimentos e o processo mínimo de governança exigido pela Lei Complementar nº 109/2001.

O objetivo final dos fundos de pensão é pagar benefícios aos seus participantes. Para tanto, os planos de benefícios por eles administrados são organizados, obrigatoriamente, sob regime financeiro de capitalização para os benefícios de pagamento em prestação programada e continuada (Lei Complementar nº 109, Art. 18, § 1o). Ou seja, os planos de benefícios administrados recebem contribuições previdenciárias e investem os recursos arrecadados, de forma que o capital acumulado e rentabilizado pelo retorno dos investimentos se converta em benefício para seus participantes e assistidos. Concluímos assim que a gestão dos investimentos não é a atividade fim, mas sim a atividade meio dos fundos de Pensão (Paixão, Pinheiro, & Chedeak, 2005).

É presumível que o processo de acumulação de recursos durante a vida laborativa leve algumas décadas, assim como a fase de gozo de benefícios outras tantas. Enfim, o horizonte temporal entre o início da capitalização e o término da percepção do benefício supera meio século, exceto para os chamados benefícios de risco como morte e invalidez (Paixão et al., 2005).

É de se esperar que os fundos de pensão, na condição de gestores de poupança previdenciária de longo prazo, devam se arrogar das melhores práticas de gestão de investimentos, haja vista ser o depositário dos recursos de terceiros para atingir sua atividade fim, que é o pagamento de benefícios. Assim, os Fundos de Pensão, sendo investidores

institucionais – tendo em vista o volume de recursos que administram e por serem capazes de influenciar na economia do país e pela natureza da sua atividade fim –, são um fator de estabilidade socioeconômica e necessitam de regulação do Estado conforme previsto na Legislação (Lei Complementar nº 109, Art. 3º, Incisos I à IV).

Conforme a Tabela 1, disponibilizada pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), a ABRAPP possui 266 Fundos de Pensão associados (segundo a PREVIC, sendo 305 o total de entidades fechadas de Previdência Complementar), com um patrimônio administrado de R$ 811 bilhões e mais de 7 milhões de pessoas entre participantes, assistidos e dependentes:

Tabela 1 - Comparativo por tipo de patrocínio

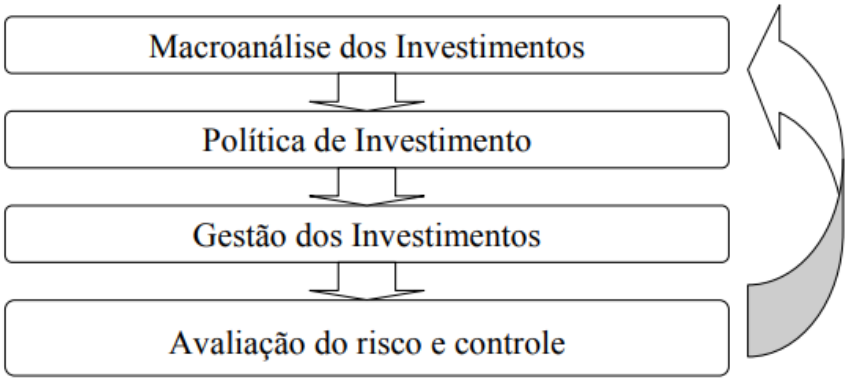
Patrocínio	Entidades	%	Investimentos (R$MM)	%	Participantes Ativos (*)	%	Dependentes (*)	%	Assistidos (*)	%
Instituidor	18	7	8.103	1	211	8	390	11	1	0
Privado	165	62	316.954	39	1.614	64	1.901	52	349	42
Público	83	31	485.842	60	686	23	1.429	38	478	58
Total	266	100	810.900	10	2.511	10	3.720	10	828	100
				0		0		0		

Fonte: ABRAPP (maio/2018)

Em novembro de 2011, a PREVIC publicou o Guia PREVIC: Guia de Melhores Práticas em Investimento, posteriormente ao Guia de Melhores Práticas em Fundos de Pensão já publicado em agosto de 2010. O Guia de Melhores Práticas em Investimento estimula os Fundos de Pensão quanto às práticas a serem adotadas perante a legislação, e promove uma reflexão sobre alguns aspectos tais como liquidez, solvência, equilíbrio previdenciário e governança, alertando quanto a potencias conflitos de interesses ou ainda quanto à falta de qualificação necessária, evitando-se colocar em risco o patrimônio dos participantes.

O Guia de Melhores Práticas propõe uma avaliação sistêmica de todos os processos de Investimentos através do fluxograma sintético (Figura 1), a fim de permitir que o Fundo de Pensão alcance seu objetivo final de honrar seus compromissos.

Figura 1- Fluxograma de investimentos



Fonte: Guia PREVIC: Guia de Melhores Práticas em Investimento (novembro/2010)

O Guia de Melhores Práticas em Investimento (2011, pp. 12-24) faz as seguintes recomendações:

a) Macroanálise dos Investimentos

Estrutura de Governança - os Fundos de Pensão devem manter uma estrutura mínima prevista na legislação de pelo menos: Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria Executiva. Esses colegiados devem buscar ativamente, dentro de suas respectivas competências, a participação nas diversas etapas do processo de investimento. Outras instâncias podem contribuir com o processo de investimentos, como o Comitê de Investimentos, assim como uma adequada estrutura de monitoramento de riscos. Deve ser avaliada a viabilidade e conveniência dos Fundos de Pensão possuírem áreas de auditoria e controles internos (PREVIC, 2011).

Estudos Prévios - o ciclo de investimentos deve ter início na análise de cenários econômicos de médio e longo prazo baseados em estudos qualificados e utilizados para elaborar as políticas de investimento; concomitantemente devem ser feitas análise de administração de estruturas que permitam compor a melhor relação risco-retorno para os planos administrados. Adicionalmente, devem ser considerados cenários alternativos, de modo que eventuais condições adversas façam parte das possíveis estratégias de investimento. O Guia também recomenda um levantamento dos segmentos de ativos com maiores possibilidades de agregar valor, bem como acompanhamento permanente das

condições de mercado. Outro item importante recomendado é manter uma análise histórica das rentabilidades por segmento de ativo (PREVIC, 2011).

Características dos ativos - além das limitações legais impostas pela legislação, a emissão, distribuição e a negociação dos títulos e valores mobiliários devem observar as normas do Banco Central do Brasil (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), assim como a liquidação, exclusivamente financeira, dos títulos e valores mobiliários (PREVIC, 2011).

Modalidade de Gestão - deve ser adotada pelos Fundos de Pensão a forma de gestão dos investimentos que atenda ao perfil da Entidade: gestão própria, gestão terceirizada ou mista. É necessário acompanhar, monitorar e controlar continuamente os resultados obtidos pela gestão, independente do modelo escolhido (PREVIC, 2011).

b) Política de Investimentos

A política de investimento deve seguir o princípio do "homem prudente", os limites legais e objetivos do plano. A Diretoria deve levar a apreciação do Conselho Deliberativo à Política de Investimentos, assim como os cenários macroeconômicos utilizados para definição da estratégia adotada, bem como a respectiva revisão (PREVIC, 2011).

Estratégias e Diretrizes - a política de investimento deve ser orientada para cada tipo de plano. No caso de plano com passivos atuariais (plano de benefícios definidos), deve-se utilizar estudos de gerenciamentos de ativos e passivos, e no caso de planos financeiros (planos de contribuição definida), estudos que se adequem ao fluxo de pagamentos. O principal norteador da estratégia de investimentos a ser adotada deve ser o horizonte de tempo dos fluxos de pagamentos (PREVIC, 2011, p.16):

> *Isso não impede que, dentro do portfólio de carteiras que se adequam a esse objetivo, seja escolhida aquela que maximiza rentabilidade com risco adequado ao perfil. Limite máximo e mínimo planejados de cada um dos segmentos e modalidades de investimentos na vigência da política de investimentos deve ser representativo da estratégia de alocação de cada plano de benefícios, portanto mais restritivos que a legislação vigente.*

> *Assim, não se esperam bandas muito largas para cada um dos investimentos, pois demonstram baixa confiabilidade nas ferramentas de planejamento dos investimentos de longo prazo* [grifo nosso].

Segundo o Guia de Investimentos da PREVIC, a Política de Investimentos deve incluir: a alocação de recursos e os limites por segmento de aplicação; a utilização de instrumentos derivativos; a taxa atuarial ou os índices de referência, observando também as características do regulamento de cada plano; a meta de rentabilidade para cada segmento de aplicação; a metodologia ou as fontes de referência adotadas para apreçamento dos ativos financeiros; a metodologia e os critérios para avaliação dos riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico, entre outros; e a observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental. É recomendável que o Fundo de Pensão possua as justificativas para inclusão ou não de determinados segmentos de ativos. Os riscos inerentes e/ou potenciais, assim como seus respectivos controles, mapeamento e mitigação também devem estar inclusos na Política de Investimentos (PREVIC, 2011).

c) Gestão de Investimentos

A Diretoria Executiva deve exercer suas atribuições dentro dos limites da política de investimento aprovada pelo Conselho Deliberativo. Os administradores devem ser orientados pela sua responsabilidade fiduciária para com o(s) participante(s) do(s) plano(s) (PREVIC, 2011).

Terceirização - a seleção dos gestores deve conter as evidências necessárias que permitam justificar os motivos que levaram à decisão por escolhê-los (histórico, justificativas, documentação relacionada, entre outros). Os procedimentos de diligências de serviços de terceiros devem analisar as reais condições de trabalho, dos controles internos, dos conflitos de interesse, da idoneidade e credibilidade do prestador de serviço. Gestores externos, bem como consultores de investimentos, necessitam estar devidamente habilitados pela CVM e ter condições de prover informações dentro de prazos exequíveis, da capacidade e de monitorar, administrar e controlar a carteira completa. A negociação entre a entidade e seus prestadores de serviços deve incluir, nos contratos, cláusulas sobre penalidades e condições para rescisão antecipada, quando se verificar o

descumprimento dos mandatos. Deve ser observado o limite de responsabilidade entre os Administradores do Fundo de Pensão e os prestadores de serviços, tanto na adoção de medidas que evitem a prática de irregularidades pelos serviços terceirizados de investimentos quanto nas responsabilidades civis decorrentes dos atos de gestão. "A contratação de serviços especializados não exime os conselheiros e dirigentes de responsabilidades a eles atribuídas pela legislação em vigor". (PREVIC, 2011)

Contrato de gestão - o contrato de gestão permite que os administradores do Fundo de Pensão a justa cobrança pelos objetivos a serem alcançados, determina os critérios e a periodicidade de avaliação de performance, a qualidade dos serviços prestados e define quais práticas e políticas devem ser evitadas para frustrar conflitos de interesse entre as partes ou para com os participantes ou que possam trazer incentivos em desacordo com os objetivos do plano de benefícios administrados (PREVIC, 2011).

Transparência - a clareza de critérios de escolha entre os concorrentes e o acompanhamento do serviço prestado devem ser observados pelo Conselho Fiscal através de relatório periódico que inclua acompanhamento da qualidade, observando metas ou descumprimentos de cláusulas contratuais, e avaliação dos custos diretos e indiretos dos serviços terceirizados. Quando houver a prestação de serviços de custódia e/ou administração fiduciários centralizados, é obrigatória a contratação de pessoa jurídica registrada na CVM. Quando não houver serviço de custódia centralizado, é necessário que o Fundo de Pensão possua controles que permitam a consolidação de todos os investimentos e a verificação da conformidade com a legislação e com as diretrizes da entidade (PREVIC, 2011).

Escolha dos investimentos - a gestão dos investimentos deve ser prudente na escolha dos ativos que componham a carteira no que se refere: a aderência dos produtos ou instrumentos financeiros à política de investimento, rentabilidades esperadas inerentes a cada plano de benefícios e, quando se tratar de ativos que não sejam comuns à rotina da Entidade, que se atente à eficácia dos controles de riscos para o respectivo ativo (PREVIC, 2011).

Negociação - prioritariamente deve ser dada preferência para negociações em plataformas eletrônicas e em bolsas de valores, mercadorias e futuros em função da transparência dos preços negociados dos ativos. Alternativamente, deve ser observada a padronização das negociações dos ativos financeiros de forma a permitir o melhor apreçamento e reduzir que se atente à eficácia (PREVIC, 2011).

Derivativos - as operações com derivativos devem ser limitadas quanto a sua utilização como instrumento de *hedge* conforme define a legislação. Os Fundos de Pensão, quando fizer uso de derivativos para carteira própria, deve manter documentação suporte que justifique a utilização deste instrumento como operações não especulativas. No caso de a carteira ser terceirizada, o mesmo cuidado deve ser observado (PREVIC, 2011).

d) Avaliação de Risco e Controle

O Conselho Fiscal é o colegiado responsável pelo acompanhamento de risco e controle, cabendo ao Conselho realizar o acompanhamento, providenciar melhorias e determinações através de parecer conclusivo sobre a execução de tais medidas. Cabe ressaltar que a diversificação é o principal fator de mitigação de risco inerente às atividades dos Fundos de Pensão (PREVIC, 2011).

e) Modelo Proprietário de Riscos

O Guia de Melhores Práticas em Investimento define que um Modelo de Risco é o conjunto de estratégias, processos e alertas com o objetivo de identificar, medir, monitorar, avaliar, controlar e informar adequadamente os riscos, para garantir o cumprimento eficiente, financeiramente seguro e legal dos objetivos e metas dos Fundos de Pensão (PREVIC, 2011).

O Modelo de Risco deve incluir riscos mapeados, controles e mitigação dos riscos conhecidos, busca contínua por riscos ainda não mapeados, processos de aprovação de novos produtos para investimento e acompanhamento dos riscos que se seguem à compra do instrumento, estudos de cenários de *stress* nas hipóteses atuariais e de investimento, com planos de contingência para cenários alternativos, entre outros aspectos (PREVIC, 2011).

O Modelo de Risco serve para atuar de forma preventiva a decisão de investir em determinado ativo, garantindo a aderência à Política de Investimentos e à legislação, mitigando risco de não conformidade. “Cabe ressaltar que uma regulamentação com alçadas de decisão e exigência de documentação para aprovação de novos produtos para o Fundo de Pensão deve ser desenvolvida e aprovada pelo Conselho Deliberativo” (PREVIC, 2011).

Apreçamento dos Ativos - o apreçamento dos ativos deve seguir as melhores práticas do mercado financeiro e legislação específica quando aplicável, buscando sempre o aprimoramento das técnicas e o desenvolvimento do mercado secundário dos ativos negociados. O apreçamento de ser documentado adequadamente é de conhecimento de todos os envolvidos na gestão de investimentos. O apreçamento de ativos de baixa liquidez deve levar em consideração a característica do ativo, considerando o risco desse ativo no preço. Ativos imobiliários devem ser reavaliados periodicamente de forma que seus valores estejam ajustados ao valor de mercado, conforme a realidade econômica (PREVIC, 2011).

Controles por seguimentos ou ativos específicos - empréstimos e financiamentos, dívidas com patrocinador, investimentos no exterior ou operações estruturadas que contenham derivativos requerem um controle de risco adequado que permita o correto apreçamento, seja pelo risco cambial, seja pelo risco de liquidez. No caso de desenquadramentos passivos dos investimentos, o Fundo de Pensão deve desenvolver controles que evidenciem tempestivamente e busquem o reenquadramento de forma prudente, em *compliance* com a legislação (PREVIC, 2011).

2.5.2 Regulamentação dos investimentos em fundos de pensão

O Conselho Monetário Nacional (CMN), como órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, aprovou a Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018, que dispõe sobre aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. A Resolução abrange os aspectos de controles, processo decisório, governança e compartilhamento de responsabilidade entre dirigentes e assessores. Adicionalmente, a

Resolução aborda questões ligadas à seleção de prestadores de serviços, análise de riscos e incentiva a observância de princípios de sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança de investimentos, e estabelece os limites de alocação tabela 2.

Tabela 2 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – renda fixa

	Comentários	%
Renda Fixa (*)	Investimento em títulos da dívida pública federal ou em cotas de fundos de índice que invistam nestes ativos.	**100**
	Títulos da dívida pública federal ETF Renda Fixa composto exclusivamente por títulos públicos	100
	Demais Créditos: investimento em títulos públicos (estadual e municipal), emissores privados (IFs ou não) ou em cotas de fundos e fundos de índice de renda fixa	**80**
	Emissão, obrigação ou coobrigação de IFs bancárias Emissão de sociedade por ações de capital aberto, incluídas as securitizadoras ETF Renda Fixa	80
	Títulos da dívida pública: estadual e municipal	20
	Organismos multilaterais	20
	Emissão, obrigação ou coobrigação de IFs não bancárias e de cooperativas de crédito	20
	Debêntures emitidas por companhia de capital fechado nos termos da 12.431	20
	Cotas de FIDCs, FICFIDCS, CCB, CCCB	20
	CPR, CDCA, CRA e WA (*warrant* agropecuário)	20
	Restrição: os ativos de sociedade por ações de capital fechado e sociedades limitadas somente poderão ser adquiridos com coobrigação de instituição financeira bancária	—
	Operações Compromissadas: títulos recebidos como lastro são considerados para fins de enquadramento e devem ser lastradas em títulos da dívida pública federal	–

Fonte: BNY Mellon. As principais mudanças trazidas pela nova Resolução nº 4.661. Adaptado pelo Autor.

(*) é vedada a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos privados e ativos de sociedade por ações de capital fechado e sociedades limitadas somente poderão ser adquiridos com coobrigação de instituição financeira bancária.

Tabela 3 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – renda variável

	Comentários	%
Renda Variável (*)	Investimento em ações de acordo com práticas de governança corporativa dispostas em segmento de listagem da BM&FBovespa, cotas de fundos, fundos deíndice.	70
	Segmento Especial (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1): ações e fundos de índice de tais ações	70
	Básico: ações e fundos de índice de ações que não estejam em segmento especial	50
	BDR II e III	10
	Certificado de Ouro físico	3

Fonte: BNY Mellon, "As principais mudanças trazidas pela nova Resolução nº 4.661.

(*) Simplificação dos limites sendo preservado o limite máximo de 70% dos recursos garantidores do plano.
(*) Segregação entre ativos de renda variável admitidas em segmento especial de negociação (70%) ou que não estejam admitidas em segmento especial (50%).
(*) Inclusão de *Brazilian Depositary Receipts* – BDR II e III ao segmento de renda variável, com o limite máximo estabelecido em 10%. Harmonização com a regulamentação de mercado da CVM.

Tabela 4 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – estruturados

	Comentários	**%**
Estruturado (*)	Investimento em fundos estruturados são considerados como ativos finais (FIP, FIM, FIA – Mercado de acesso).	**20**
	FIP – Entidade de Investimento	15
	FIC FIM e FIM	15
	FIA – Mercado de Acesso	15
	COE	10

Fonte: BNY Mellon. As principais mudanças trazidas pela nova Resolução nº 4.661. Adaptado pelo Autor.

(*) Mantido o limite geral para aplicação no segmento estruturado de 20%.

(*) O limite para FIP foi reduzido para 15%, no entanto, foram criadas restrições mais severas aos fundos. Destaque para a necessidade de o gestor manter investimento de no mínimo 3% no mesmo FIP, além de vedar qualquer tratamento privilegiado ao gestor e/ou pessoa ligada.

(*) Os fundos imobiliários foram transferidos para o segmento imobiliário e no sentido oposto o segmento estruturado recebeu o FIA – Mercado de Acesso além de autorizar as aplicações em COEs.

(*) Os FIC, FIM e FIM passaram a ser enquadrados como estruturados na maioria dos casos, sendo retirada a exigência da destinação a investidores considerados como não qualificados. O limite foi majorado para 15%.

(*) A Resolução nº 4.661 deixa explícito que fundos multimercados que não pertencem ao segmento estruturado ("multimercados institucionais") devem ser consolidados aos demais investimentos da EFPC para fins de enquadramento.

Tabela 5 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – imobiliário

	Comentários	%
Imobiliário (*)	Vedado adquirir terrenos e imóveis, mas a manutenção do estoque é permitida até sua alienação para imóveis.	20
	FII e FIC FII	20
	CRI	20
	CCI	20

Fonte: BNY Mellon. As principais mudanças trazidas pela nova Resolução 4.661. Adaptado pelo Autor.

(*) Inclusão de fundo imobiliário, CII e CRI, sendo vedada a aquisição direta de imóveis, devendo as EFPCs providenciarem a alienação no prazo de 12 anos.
(*) O limite foi majorado de 8% para 20%.
(*) As CCIs de emissão de sociedade por ações de capital fechado e sociedades limitadas somente poderão ser adquiridas com coobrigação de instituição financeira bancária.

Tabela 6 - Resumo dos limites de alocação para fundos de pensão – exterior

	Comentários	%
Exterior (*)	Investimento em ativos no exterior	10
	Fundo RF – Dívida Externa	10
	Fundo de índices Exterior	10
	"IE" mínimo 67% em *offshores* – Vedada aplicação direta em ativosno exterior	10
	"IE" – Permitida aplicação direta em ativos negociados no exterior – Limites de qualificado	10
	BDR I e fundos Ações – BDR Nível I	10
	Ativos financeiros no exterior pertencentes a carteira dos fundos não listados acima	10

Fonte: BNY Mellon. As principais mudanças trazidas pela nova Resolução nº 4.661. Adaptado pelo Autor.

(*) BDR Nível I e Fundos de Ações – BDR Nível I permanecem no segmento Exterior.

(*) Os ativos financeiros no exterior pertencentes às carteiras dos fundos que não possuem a denominação "Investimento no Exterior" foram incluídos no segmento. Com isso, fundos sem a denominação "Investimento no Exterior" podem deter aplicações no exterior, no entanto, suas posições devem ser consolidadas com as da EFPC, não sendo tratados como ativos finais.

(*) Ativos financeiros emitidos no exterior com risco de crédito que componham a carteira dos fundos de investimento constituídos no Brasil devem ser classificados como grau de investimento por agência classificadora de risco.

(*) Gestores de fundos constituídos no exterior devem estar há mais de cinco anos em atividade e administrar montante superior a US$5 bilhões.

(*) Fundos constituídos no exterior devem possuir histórico de performance superior a 12 meses.

Para Operações com Participantes, ou seja, empréstimos e financiamentos, deve-se observar, em relação aos recursos garantidores de cada plano, o limite de até 15% (quinze por cento) no segmento de operações com participantes no conjunto de: I - empréstimos pessoais concedidos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos; e II - financiamentos imobiliários concedidos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos.

2.5.3 Governança dos fundos de pensão

Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2009), a robustez de um processo de governança adequado requer a segregação de funções entre a operação e a supervisão com as respectivas responsabilidades no fundo de pensão. As atribuições e responsabilidades devem estar expressamente redigidas nos estatutos, regimentos internos, políticas de investimentos e demais normas e regulamentos, de tal forma que seja evidenciada de forma jurídica e clara a estrutura interna.

Para Clark e Urwin (2008), para fundos de pensão menores, a concepção de governança é baseada em três princípios:

a) A governança é um recurso finito e conceitualmente mensurável, cujo tamanho – o orçamento de governança – está associado aos desempenhos esperados.

b) Um orçamento de governança de certo tamanho é mais adequado a um certo estilo e estratégia de investimento, consistente com outros orçamentos que reconhecem recursos limitados e a necessidade de habilidade.

c) Existem maneiras de adaptar o orçamento de governança ao longo do tempo com implicações para o desempenho do investimento de longo prazo e as recompensas.

Clark e Urwin (2008) estabelecem princípios gerais de governança para fundos de pensão em doze itens, apresentados no quadro a seguir:

Quadro 3 - Fatores de melhores práticas de governança

1. Clareza na Missão	Clareza da missão e compromisso das partes interessadas.
2. Investimento Executivo	O uso de uma função de investimento altamente competente em investimentos, com responsabilidades claramente especificadas para o comitê de investimento.
3. Orçamento de tempo efetivo	Fornecer recursos para cada elemento no processo de investimento com um orçamento adequado, considerando o impacto e os recursos necessários.
4. Competências exigidas	Seleção para a diretoria e equipe sênior guiada por habilidades numéricas, capacidade de raciocínio lógico, capacidade de pensar sobre o risco no domínio da probabilidade.
5. Liderança	Liderança, sendo evidente no conselho, comitê de investimento e nível executivo, com o papel principal sendo no comitê de investimento.
6. Compensação efetiva	Práticas efetivas de compensação usadas para fortalecer a força de trabalho e alinhar ações à missão, estratégias diferentes que funcionam de acordo com o contexto do fundo.
7. Crenças fortes	Forte filosofia de investimento e crenças que comandam o apoio de todo o fundo, alinhadas com as metas operacionais e informando todas as tomadas de decisão de investimento.
8. Posicionamento competitivo	Enquadra a filosofia e o processo de investimento por referência às vantagens e desvantagens comparativas da instituição.
9. Orçamento de risco	Enquadra o processo de investimento por referência a um orçamento de risco alinhado aos objetivos e incorpora uma visão precisa de alfa e beta.
10. Decisões em tempo real	Utiliza sistemas de tomada de decisão que funcionam em tempo real e não na hora do calendário.
11. Processo de formação de gestores	O uso efetivo de gerentes externos, regidos por mandatos claros, alinhados aos objetivos, selecionados com aplicação rigorosa de critérios de adequação à finalidade.
12. Organização de aprendizagem	Trabalhar para uma cultura de aprendizado que incentive deliberadamente a mudança e desafie os pressupostos comuns da indústria.

Fonte: Clark e Urwin (2008). Tradução livre.

No Brasil a determinação legal a partir das Leis Complementares nº 108 e 109, de 29 maio de 2001, e adicionalmente pela Resolução nº 13 do CGPC, de 1 de outubro de 2004, define-se a estrutura básica da governança e os requerimentos mínimos de controles e gestão de riscos dos Fundos de Pensão.

Conforme a Resolução nº 13:

> "Art. 1° As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos.
>
> § 1º A EFPC deverá observar padrões de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e da própria entidade fechada de previdência complementar, no conjunto de suas atividades.
> § 2º Poderá ser adotado manual de governança corporativa, que defina as relações entre órgãos estatutários da EFPC com participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, fornecedores de produtos e serviços, autoridades e outras partes interessadas.
>
> **Da estrutura de governança**
>
> Art. 2º Compete à diretoria-executiva, ao conselho deliberativo, ao conselho fiscal e demais órgãos de governança eventualmente existentes o desenvolvimento de uma cultura interna que enfatize e demonstre a importância dos controles internos a todos os níveis hierárquicos.
>
> Art. 3° Os conselheiros, diretores e empregados das EFPC devem manter e promover conduta permanentemente pautada por elevados padrões éticos e de integridade, orientando-se pela defesa dos direitos dos participantes e assistidos dos planos de benefícios que operam e impedindo a utilização da entidade fechada de previdência complementar em prol de interesses conflitantes com o alcance de seus objetivos.
>
> Parágrafo único. É recomendável a instituição de código de ética e conduta, e sua ampla divulgação, inclusive aos participantes e assistidos e às partes relacionadas, assegurando-se o seu cumprimento.
>
> Art. 4° É imprescindível a competência técnica e gerencial, compatível com a exigência legal e estatutária e com a complexidade das funções exercidas, em todos os níveis da administração da EFPC, mantendo-se os conselheiros, diretores e empregados permanentemente atualizados em todas as matérias pertinentes às suas responsabilidades".

Em setembro de 2012, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) elaborou o Guia de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de

Previdência Complementar (EFPC) com o objetivo oferecer diretrizes básicas e difundir conhecimento de forma a contribuir na consecução da atividade fins dos fundos de Pensão, contribuindo para a eficiência na gestão do patrimônio dos participantes.

As práticas recomendadas pelo Guia de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) será a referência desta seção a seguir estudo na verificação das práticas adotadas pelos Fundos Patrimoniais, haja vista serem investidores institucionais de longo prazo.

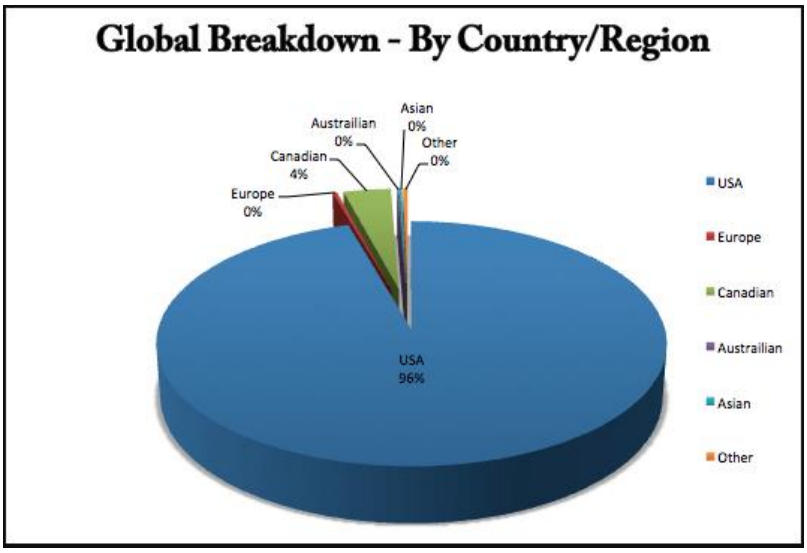
2.6 FUNDOS PATRIMONIAIS: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

2.6.1 Panorama da indústria de fundos patrimoniais nos Estados Unidos

Conforme a Endowment Fund Association (EFA), Associação de Fundos Patrimoniais nos Estados Unidos, a Associação foi criada para ajudar a profissionalizar e conectar os Diretores de Investimentos e as equipes de investimento dos fundos patrimoniais a formar uma *network* global de forma a compartilhar as melhores práticas. A EFA possui o cadastro de mais de 900 Fundos Patrimoniais, incluindo desde os Fundos dos EUA, Inglaterra e até mesmo do Brasil, reunindo um patrimônio sob gestão de aproximadamente US$200 bilhões em ativos em julho 2017.

Segundo a EFA, os ativos dos Fundos Patrimoniais estão distribuídos por região da seguinte forma:

Gráfico1 - Distribuição dos fundos Patrimoniais por País/Região



Fonte: Endowment Fund Association.

A National Association of College and University Business Officers (NACUBO), uma organização que reúne mais de mais de 2.100 faculdades e universidades americanas e que representa os Diretores Executivos e Financeiros, tem por finalidade promover a viabilidade econômica, as práticas de negócios e o apoio às instituições de ensino superior em cumprimento de seus objetivos, promovendo estudos e pesquisas na área de educação.

O Commonfund Institute abriga as atividades de educação e pesquisa da Commonfund Nonprofit Asset Management, administra e fornece informações sobre investimentos de longo prazo e programas de desenvolvimento profissional. Ainda, este se dedica a promover o conhecimento sobre investimento e a promover as melhores práticas em gestão de recursos de terceiros. A organização, entre outras iniciativas, também produz o NACUBO Commonfund Endowment Study® (NCSE) e a Commonfund Benchmark Study®, que são séries de relatórios de pesquisa sobre gestão de recursos de entidades sem fins lucrativos. O Commonfund Institute também fornece uma grande variedade de conferências, seminários e debates sobre temas como doações e gestão de tesouraria, pesquisas e publicações não apenas do próprio Instituto, mas em parceria com terceiros.

Uma das pesquisas divulgadas é o NACUBO-Commonfund Endowment Study® (NCES), desenvolvida pelo Commonfund Institute, o NACUBO, com 805 Fundos Patrimoniais e Fundações de Faculdades e Universidades Americanas, representando um total de US$ 515 bilhões em ativos sob gestão no ano fiscal de 2016 (julho de 2015 a junho de 2016).

Conforme os dados do relatório NCES de 2016 (ano fiscal), divulgado em 31 de janeiro de 2017, os Fundos Patrimoniais de faculdades e universidades americanas pesquisados tiveram um retorno consolidado líquido negativo de -1,9%, fazendo com que o retorno consolidado líquido acumulado em 10 anos caísse para 5,0%. Apesar da queda do retorno no último ano fiscal, as faculdades e universidades aumentaram os resgates dos Fundos Patrimoniais.

Ainda segundo o relatório NCES (2016, p. 2):

> “Apesar dos retornos mais baixos, as faculdades e as universidades continuam a aumentar a despesa gastando dólares para financiar ajuda financeira estudantil, pesquisa e outros programas vitais . . . Esses aumentos substanciais nas despesas de doações demonstram que as faculdades e universidades têm um grande compromisso para com o acesso e sucesso dos alunos. No entanto, os resultados deste ano são motivo de preocupação. Os retornos de investimento contínuos abaixo da média, sem dúvida, tornarão muito mais difícil para faculdades e universidades apoiarem seus objetivos futuros (tradução livre)”.

Analisando o relatório NCES (2016) quanto aos retornos por classes de ativos, percebemos uma grande diversificação em ativos e estratégias de investimentos alternativos (Vide Tabela 7):

- Imóveis e Propriedades (*Privety Equities Real* Estate): proporcionou o maior retorno, de 7,1%, embora este tenha sido de 9.9% há um ano.
- *Privety Equities* (LBOs, mezzanine, fundos de fusões e aquisições e *Private Equity Internacional*): seguiu com um retorno de 4,5%, além do retorno do ano passado de 9,3%.
- O *Venture Capital* (capital de risco), que teve um retorno de 15,1% no ano fiscal de 2015, declinou para um retorno de 1,5% no ano fiscal 2016.
- Os retornos para todas as outras estratégias alternativas foram negativos.
- *Commodities* e futuros: os desempenhos mais pobres no FY 2016 foram *commodities* e futuros gerenciados, em -7,7%, acima de -17,7% no ano passado.
- Energia e recursos naturais: tiveram um retorno de -7,5% em comparação com -13,3% no ano anterior 2015.
- As estratégias alternativas (*hedge funds*, retorno absoluto, mercado neutro, longo/ curto, 130/30, eventos e derivados): performaram em -4,0% versus 2,7% no ano passado.
- Dívidas de Difícil Liquidação: tiveram a rentabilidade de -0,6% em comparação com 5,4% no ano anterior.

Tabela 7 - Retorno médio por classe de ativo e tamanho do fundo patrimonial para o ano fiscal de 2016

%	**Total de Instituições**	**> 1 Bi**	**501 Mi - 1Bi**	**101 - 500 Mi**	**51 Mi – 100Mi**	**25Mi – 50 Mi**	**< 25 Mi**
	805	91	75	264	163	121	91
Retorno Médio 2016	**-1,9**	**-1,9**	**-2,2**	**-2,4**	**-1,8**	**-1,6**	**-1,0**
Ações EUA	**-0,2**	**-2.1**	**-1.5**	**0,0**	**0,4**	**0,3**	**0,4**
Renda Fixa	**3,6**	**3,9**	**3,8**	**3,4**	**3,5**	**3,4**	**3,7**
Ações (Ex-EUA)	**-7,8**	**-7,3**	**-8,0**	**-7,8**	**-8,4**	**-7,3**	**-6,7**
Estratégias Alternativas	**-1,4**	**-1,1**	**-1,7**	**-0,9**	**-2,4**	**-1,5**	**-0,6**
Private Equity	4,5	6,3	3,7	3,5	4,1	7,8	(*)
Hedge Funds, Retorno Absoluto e outros	-4,0	-3,6	-3,9	-4,3	-4,0	-4,0	-3,6
Venture Capital	1,5	1,0	1,6	1,1	3,0	(*)	(*)
Imóveis (Inclui fundos)	7,1	10,8	6,9	6,3	5,6	6,3	(*)
Energia e Recursos Naturais	-7,5	-9,3	-6,8	-7,3	-7,7	-6,7	(*)

"continua"

"continuação"

%	**Total de Instituições**	**> 1 Bi**	**501 Mi - 1Bi**	**101 - 500 Mi**	**51 Mi – 100Mi**	**25Mi – 50 Mi**	**< 25 Mi**
Commodities	-7,7	-4,2	-9,9	-8,2	-7,5	-9,0	(*)
Dívidas Reestruturadas	-0,6	0,8	1,4	-1,5	-1,5	-3,3	(*)
Caixa e Curto Prazo (REPO)	0,2	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1

Fonte: Relatório NACUBO-Commonfund Endowment Study® 2016, adaptado "conclusão"
(*) Valor muito pequenos para serem analisados

Fazendo uma comparação entre os anos fiscais de 2016 e 2015, conforme pode ser observado na Tabela 8, verificamos que não houve mudanças significativas de alocação entre as classes de ativos.

Tabela 8 - Alocação por classe de ativo nos anos fiscais de 2016 e 2015

Classes de Ativos	**Ano Fiscal**	
	2016	2015
Ações (Mercado Americano)	16%	16%
Ações (Outros Mercados)	19%	19%
Renda Fixa	8%	9%
Estratégias Alternativas	53%	52%
Títulos de Curto Prazo e Caixa	4%	4%

Fonte: Relatório NACUBO-Commonfund Endowment Study® 2016.
Adaptado pelo Autor.

O relatório aponta como um dos fatores que ocasionaram retornos maiores para Fundos Patrimoniais com ativos inferiores a US$25 milhões a sua grande alocação de 24% para renda fixa, que foi a classe de ativos de maior desempenho do ano fiscal de 2016. Em contrapartida, instituições com ativos superiores a US$1 bilhão, que relataram uma alocação média de renda fixa de 7%, apresentaram retorno médio de -1,9%, o que explica o desempenho da Indústria de Fundos Patrimoniais no ano (cf. Tabela 8).

Outro motivo que contribuiu para o retorno negativo no ano foi a alocação em estratégias alternativas, uma vez que a exposição a essa classe de ativo é diretamente correlacionada com o tamanho do Fundo Patrimonial. Para as ações americanas e renda fixa, a correlação é negativa, sendo crescente à medida que os Fundos são de menor porte. As maiores instituições do estudo relataram uma alocação média de 58% para estratégias alternativas, enquanto os Fundos de menor tamanho, em média, foram de apenas 10%. Por outro lado, instituições com ativos com menos de US$25 milhões relataram uma alocação

média de 44% para ações dos EUA *versus* 13% para instituições com ativos acima de US$1 bilhão.

Tabela 9 - Detalhamento da alocação por classe de ativo para o ano fiscal de 2016

%	**Total de Instituições**	**> 1 Bi**	**501 Mi - 1Bi**	**101 - 500 Mi**	**51 Mi – 100Mi**	**25Mi – 50 Mi**	**< 25 Mi**
	805	91	75	264	163	121	91
Ações EUA	**16**	**13**	**20**	**26**	**33**	**38**	**44**
Renda Fixa	**8**	**7**	**9**	**13**	**17**	**20**	**24**
Ações (Ex-EUA)	**19**	**19**	**18**	**20**	**19**	**17**	**15**
Estratégias Alternativas	**53**	**58**	**45**	**35**	**24**	**17**	**10**
Private Equity	11	12	8	5	3	2	1
Hedge Funds, Retorno Absoluto e outros	20	20	20	16	11	7	6
Venture Capital	6	7	3	2	1	1	0
Imóveis (Inclui fundos)	6	7	3	3	3	2	0
Energia e Recursos Naturais	6	7	4	3	2	2	1
Commodities	1	1	1	1	1	1	1
Dívidas Reestruturadas e outros	3	4	6	5	3	2	1
Caixa e Curto Prazo (REPO)	4	3	8	6	7	8	7

Fonte: Relatório NACUBO-Commonfund Endowment Study® 2016, adaptado pelo Autor.

O NCES 2016 faz análise dos recursos próprios e terceirizados da população estudada. Vale destacar que 43% da população pesquisada afirma optar por utilizar serviços terceirizados, não tendo sido verificada alteração substancial entre os anos de 2015 e 2016. Já 84% dos entrevistados afirma utilizar serviços diversos de consultores em investimentos, também não tendo ocorrido diferença em relação à pesquisa do ano anterior. Quanto à quantidade de pessoas (*Full Time Equivalent* – FTE) da equipe própria dedicada à função de gestão e gerenciamento dos investimentos, verificou-se:

Tabela 10 - Número de pessoas dedicadas à gestão e ao gerenciamento dos investimentos

	Total	Acima de US$1 bilhão	Entre US$ 1 bilhão e US$500 milhões	Menores de US$500 milhões
Número de Fundos Patrimoniais	805	91	75	609
Quantidade FTE	1,8	11	2,6	>1

Fonte: (NCES, 2016) Elaborado pelo Autor.

Quanto aos critérios utilizados para investimentos responsáveis, entre os 805 Fundos Patrimoniais pesquisados no relatório da NCES 2016, verificou-se:

- 17% disseram que procuram incluir em seus portfólios os investimentos classificados como altos critérios ambientais, sociais e de governança (Environmental, Social and Governance - ESG), um aumento de dois pontos percentuais em relação ao ano anterior;
- 27% disseram que excluem ou eliminam investimentos que são inconsistentes com a missão da instituição, além de um crescimento de dois pontos percentuais do estudo anterior;
- 17% disseram que alocam uma parcela da doação para investimentos que promovam a missão da instituição em comparação acima que o fizeram no ano passado;
- 7% das instituições disseram que seu Conselho decidiu por excluir considerações de investimento responsável, inalterado em relação ao ano anterior;
- 78% dos entrevistados disseram que seu Conselho não tomou tal ação, um aumento de dois pontos percentuais; 8% disseram que estavam considerando mudar sua política de investimentos para incluir a integração das práticas de ESG em seu processo de investimento, acima de 7% um crescimento de dois pontos percentuais;
- 69% disseram que não estavam fazendo isso, em comparação com os 70% do ano passado.

O relatório demonstra que a taxa de resgate média efetiva em 2016 foi de 4,3%, um pouco acima de 4,2% no ano passado. Foi observado que as taxas mais altas ocorreram nos Fundos Patrimoniais com ativos superiores a US$1 bilhão e os Fundos com ativos entre US$51 e US$100 milhões. As taxas de resgate médio foram de 3,8%, informadas pelos Fundos com ativos inferiores a US$25 milhões.

Ainda sobre as taxas de resgates, 74% relataram aumentar seus resgates em valores absolutos (em dólares). 83% com ativos entre US$501 milhões e US$1 bilhão e 82% daqueles com ativos acima de US$1 bilhão aumentaram as despesas em dólares. Entre as dotações que aumentaram as despesas, o aumento médio foi de 8,1%, liderado por

instituições com ativos entre US$25 e US$50 milhões, nas quais o aumento médio foi de 12,8%.

Quanto ao orçamento, a pesquisa constatou que em média 9,7% do seu orçamento operacional é financiado pelo Fundo Patrimonial e o mesmo percentual havia sido observado no ano anterior. As maiores instituições, com ativos superiores a US$1 bilhão, dependeram do Fundo Patrimonial para financiar uma média de 15,9% do seu orçamento operacional no exercício de 2016, enquanto em instituições com ativos com menos de US$25 milhões, a taxa de resgate financiou apenas 4,6%.

Em 2016, o NCES verificou que a mediana das novas doações recebidas foi de US$2,8 milhões (US$2,7 milhões em 2015), enquanto o total médio de novas doações foi de US$12,9 milhões (US$10,0 milhões em 2015). Observou-se que 44% das instituições participantes reportaram aumento no valor absoluto das doações (38% em 2015).

2.6.2 As práticas de gestão de investimentos e governança internacionais

De acordo com a Endowment Fund Association (EFA), os Estados Unidos possuem 94% dos Fundos Patrimoniais, o Canadá, 4%, e todo o resto do mundo, 2%.

Assim, será utilizada a seguinte publicação como fonte de consulta para identificar as práticas recomendadas na gestão de investimentos e governança: *The Principles of Nonprofit Investment Management: The key issues facing trustees and financial officers*, publicado pelo Commonfund Institute em 2005. Como já citado anteriormente, o Commonfund Institute dedica-se ao avanço do conhecimento do investimento e à promoção das melhores práticas de gestão financeira entre as organizações sem fins lucrativos.

O estudo identifica e define as sete questões principais para a gestão de investimentos de entidades sem fins lucrativos. Tais questões descrevem de forma clara e racional as decisões de investimento, ao mesmo tempo em que fornecem aos seus gestores as melhores práticas na definição de objetivos e políticas de investimento.

Abaixo se encontram os comentários e recomendações propostos no relatório *The Principles of Nonprofit Investment Management: The key issues facing trustees and financial officers* (2005):

Objetivo da Política de Investimentos:

O Conselho de Administração do Fundo Patrimonial, através do comitê de investimentos, deve definir os objetivos de investimento que melhor atendam os propósitos da Instituição Apoiada. Quando necessário, o Conselho deve fazer uso de serviços de consultoria terceirizados para garantir que a missão da organização e a forma como está sendo refletida na política de investimento, ou seja, o Conselho de Administração deve ter uma percepção do conjunto de todos os ativos, considerando o contexto e a finalidade da organização. A política de Investimentos deve ser revisada anualmente e deve haver um alinhamento dos membros externos do Conselho de Administração com o propósito social da instituição. (Commonfund Institute, 2005)

As deliberações devem ser divulgadas, formalizadas e arquivadas de maneira adequada. Uma abordagem informal ou apressada corre risco de ser confusa, causar mal-entendidos e atraso. Portanto, o processo de formalização das decisões no âmbito do Fundo Patrimonial, assim como regras claras de governança, é de fundamental importância.

Os horizontes de tempo criam uma perspectiva muitas vezes contraditória, para muitos Fundos Patrimoniais e um conflito de gerenciamento dos investimentos. Existe uma grande diferença entre necessidades de curto prazo, como, por exemplo, a submissão de um orçamento para ampliação de instalações físicas, e projetos de pesquisa que podem ultrapassar uma década de investimentos, sendo que consequente falta de recursos financeiros pode comprometer todo o tempo e recursos financeiros investidos. No entanto, para quem compartilha a responsabilidade por um Fundo Patrimonial, o termo "preservação do capital" assume uma gravidade incomparável. Isso pode significar a salvaguarda de ativos durante um período de declínio do mercado, de modo a poder concluir um projeto de construção contratada, ou pode significar comprometer preservação do patrimônio do Fundo (Commonfund Institute, 2005).
O Commonfund Institute (2005, p. 9), através da publicação, enfatiza:

> “O texto deve ser tão curto quanto possível, mas o tempo tão longo quanto necessário para cobrir todos os pontos relevantes. O documento final deve refletir o caráter único da organização sem fins lucrativos. O comitê de investimentos deve apresentar a Política de Investimentos ao Conselho de Administração para aprovação. O documento deve então ser usado continuamente como um guia para a seleção do gestor de recursos e as decisões da estratégia de investimento (tradução livre)”.

Swensen (2009, p. 24), por sua vez, afirma que ter a compreensão dos fatores que determinam o crescimento dos ativos num Fundos Patrimonial é de fundamental importância para construção de uma carteira de investimentos. Entender as razões que levaram à criação do

Fundo Patrimonial é o primeiro passo para definir os objetivos de investimentos e iniciar a elaboração da Política e do Processo de investimentos.

Política (ou Regra) de Resgate:

O Conselho de Administração deve incluir no orçamento o montante que será destinado para a "Instituição Apoiada" nos anos subsequentes. No processo de elaboração do orçamento, devem ser considerados todos os aspectos relevantes, inclusive o horizonte temporal da própria instituição, ou seja, as situações ou características peculiares um crescimento de dois pontos percentuais das suas atividades (Commonfund Institute, 2005, p.11).

O Commonfund Institute define a Política de Resgate da seguinte forma:

> Definimos o "pagamento" como o montante total de dinheiro distribuído a partir do fundo de investimento da organização sem fins lucrativos para apoiar programas atuais. Utilizamos o termo política de pagamento para todos os tipos de instituições, mas existem diferenças significativas entre os vários tipos de instituições que criam e executam suas políticas. [tradução livre. grifo do autor]

A Política de Resgate possui papel preponderante, tanto um crescimento de dois pontos percentuais dos objetivos da Instituição Apoiada quanto na perpetuidade do Fundo Patrimonial. Em última análise, a Política de Resgate influenciará fortemente a estratégia de investimentos. O Relatório do Commonfund Institute cita que um pagamento acima de 5% dos ativos desafia a capacidade de alcançar a manutenção do poder aquisitivo, uma vez que/ porque o processo de elaboração o processo de elaboração do orçamento para os próprios anos é de crucial importância. Outro aspecto relevante a ser considerado na Política de Resgate é o gerenciamento da liquidez. A área de investimentos deve considerar o nível de liquidez que seria necessário e quais estratégias serão utilizadas na gestão de caixa (Commonfund Institute, 2005).

Cabe ressaltar que a Política de Resgate será influenciada fortemente pelo tipo de Instituição Apoiada. Faculdades e universidades, fundações filantrópicas e entidades voltadas para a saúde possuem diferentes necessidades e características que influenciam significativamente o fluxo de caixa e o orçamento. A fórmula comumente aceita, citada no Relatório do Commonfund Benchmark Study como "5% de uma média móvel de três anos de valor de mercado", pode não ser a melhor opção. Por outro lado, no caso de fundações comunitárias, as taxas médias de gastos para todas as fundações eram de cerca de 6%, variando de 6,1%, para as maiores fundações, até 5,5%, para fundações com ativos de US$50 milhões a US$100 milhões. Nas Instituições Apoiadas voltadas à saúde, normalmente, há um grande

investimento em equipamentos médicos, construção, infraestrutura e tecnologia, entre outros investimentos em capital fixo (Commonfund Institute, 2005).

Cris Russell e David Swensen são categóricos em suas afirmações de que a gestão de investimentos dos Fundos Patrimoniais não se faz com uma visão monolítica, mas sim com variadas abordagens que buscam construir uma Estratégia de Investimentos para os Fundos Patrimoniais que atenda as mais diversas necessidades orçamentárias das Instituições Apoiadas no curto, médio e longo prazo e dentro da capacidade de captação de recursos de cada uma.

Em resumo, não há uma Política de Resgates que sirva para todas as entidades beneficiárias e é importante conhecer a necessidade de fluxo de caixa de cada organização, ter um orçamento plurianual e uma Política de Investimentos alinhada com a necessidade de liquidez exigida na Política de Resgates.

Alocação de Ativos:

É a decisão mais importante a ser tomada pelo Comitê de Investimentos na ponderação entre risco e retorno esperados, além de garantir a liquidez necessária para alcançar os objetivos do Fundo Patrimonial.

Os Fundos Patrimoniais com Políticas de Resgates mais agressivas necessitam de uma consistência nos retornos de investimentos e consequentemente razoável liquidez, além de pouca volatilidade. Os Fundos Patrimoniais com menor previsibilidade de caixa ou necessidades urgentes devem estar posicionados em uma estratégia voltada mais para o curto prazo e alta liquidez. A volatilidade pode ser com compensada ao escolher ativos que possuam correlação negativa ou com baixo grau de correlação com os demais ativos da carteira. Já a liquidez deve ser tratada com um modelo de gestão de caixa com as margens de segurança necessárias (Commonfund Institute, 2005).

Para Russell (2006, p. 162), a estratégia de investimento para Fundos Patrimoniais é um processo holístico, em outras palavras, é integral e envolve múltiplos aspectos. Uma estratégia de investimentos vai além de encontrar o melhor modelo para alocação de ativos, otimizando risco e retorno e utilizando a Moderna Teoria de Carteiras, desenvolvida por Harry Markowitz (1959).

A partir dela, o aumento da diversificação dentro de cada uma das principais classes de ativos pode reduzir ainda mais a volatilidade. Uma carteira bem diversificada pode incluir ações de pequena capitalização, bem como ações de grande capitalização, ações internacionais, ações de de empresas locais, títulos de empresas, títulos do Tesouro, renda fixa de curto, intermediário e longo, assim por diante (Commonfund Institute, 2005).

Conforme demonstrado na Tabela 7 (Alocação de ativos por tipo de Fundo Patrimonial), o estudo realizado pelo Commonfund Institute verificou que as alocações de investidores institucionais, como Fundo Patrimoniais e fundações, são concentradas fortemente a ações, tanto do mercado americano como ações no exterior. Cabe observar na Tabela 7 que as alocações no segmento Saúde (*Heathcare*) possui uma alocação em Renda Fixa (*Fixed Income*) de 43%, significativamente maior do que as alocações na mesma classe de ativos dos outros seguimentos, Educação e Fundações (Education and Foundation), respectivamente 19% e 24%. A diferença de alocação em ativos de Renda Fixa se justifica, conforme citado anteriormente, pela necessidade da melhor alocação entre liquidez e volatilidade, de acordo com o propósito social da Instituição Apoiada pelo Fundo Patrimonial.

Tabela 11 - Alocação de ativos por tipo de Fundo Patrimonial

Asset Allocation *Dollar Weighted*

Equities are the largest asset class for all types of institutions, but the largest variations are found in Fixed Income and Alternative.

Type of Institution	U.S. Equity	International Equity	Fixed Income	Alternative	Cash
Education*	32%	14%	19%	33%	2%
Foundation**	48%	10%	24%	14%	4%
Health Care ***	37%	10%	43%	9%	1%

Note: ' *All long-term operating funds*

Sources: * *Commonfund Benchmarks Study – Education 2004*

** *Commonfund Benchmarks Study – Foundation 2003*

*** *Commonfund Benchmarks Study – Health Care 2003*

Fonte: Commonfund Benchmarks Study

O Commonfund Institute adota um modelo de planejamento de alocação de ativos em cenários econômicos, projetando assim diferentes possíveis resultados para qualquer alocação. O modelo usa Simulação de Monte Carlo para gerar aleatoriamente mil curvas de rendimento diferentes para o próximo ano e, em seguida, projeta como cada uma delas provavelmente afetará os resultados de cada uma das classes de ativos. Para cada um dos cenários, o modelo gera mais mil curvas de rendimento para o segundo ano e novamente projeta os resultados prováveis para as classes de ativos. O modelo executa essas simulações para cada um dos vinte anos futuros (Commonfund Institute, 2005).

Tendo processado tantos valores possíveis diferentes para cada variável, o resultado do modelo mostrará não apenas um resultado médio, mas também uma distribuição de resultados possíveis para cada período de investimento projetado e a probabilidade de cada um desses resultados. Esta abordagem vai além das médias baseadas historicamente e analisa quais condições econômicas e financeiras podem realmente vir a estar no caminho certo. Ele também permite o exame de risco de resultados potenciais além do desvio padrão (Commonfund Institute, 2005).

Adicionalmente, como um guia adicional para tomada de decisão, o relatório do Commonfund Institute, os investidores também são aconselhados a dar uma olhada no ambiente atual, a considerar quais as perspectivas econômicas e de mercado para os próximos anos e o que isso sugere para a estratégia de investimento.

O relatório alerta que, por mais sofisticadas que sejam as ferramentas de planejamento, o futuro é incognoscível. Ou seja, trata-se de julgamentos humanos sobre o que poderia acontecer, com base na melhor informação disponível no momento.

Quanto à elaboração ou revisão da Política de Investimentos, recomenda o Commonfund Institute, no qual o Comitê de Investimentos deve incluir uma justificativa para a alocação de ativos decidida. Uma explicação breve e bem-sucedida poderia ajudar a alcançar a concordância do conselho de forma a servir de orientação, também, para os gestores de recursos, caso a entidade possua a gestão terceirizada, na implantação da estratégia de investimento.

Dado as oscilações de mercado, é necessário manter os ativos dentro dos intervalos pré-estabelecidos. Assim sendo, o Relatório recomenda o rebalanceamento da carteira. Isso deixa implícito que vender alguns ativos e comprar outros é recomendável. Cabe ressaltar que, para uma gestão de alocação e rebalanceamento de ativos, é aconselhável que o Fundo Patrimonial possua profissionais de investimentos que possam interagir tecnicamente com consultores e gestores externos.

Ibbotson e Kaplan (1999) observam que, de acordo com os estudos realizados, a alocação de ativos correspondeu a 90% do retorno obtido dos Fundos de Investimentos. Cabe ressaltar que Ibbotson e Kaplan buscaram estudar o comportamento do investidor e não a teoria financeira.

Seleção de Gestores:

O Commonfund Institute sugere que a alocação de ativos necessita de gestores de investimentos diversificados, uma vez que é necessária a especialização para cada classe de ativo. Novamente, como podemos observar na Tabela 8 (Número de gestores de investimentos), os Fundos Patrimoniais voltados à Saúde (*Heathcare*) possuem uma menor diversificação de gestores, essa diferença pode ser explicada pela maior concentração em Renda Fixa (*Fixed Income*). A pesquisa Commonfund Benchmarks apresentada abaixo demonstra essa diversificação:

Tabela 12 - Número de gestores de investimentos por volume administrado

Numbers of Managers Used

The number of managers increases with fund size.

		Endowment Size			
Type of Institution	**All Institutions**	**Over $1 Billion**	**$500-999 Million**	**$200-499 Million**	**$100-199 Million**
Education*	13	81	30	14	14
Foundation**	13	35	16	10	10
Health Care***	8	15	11	6	5

Sources: * *Commonfund Benchmarks Study – Education 2004*
** *Commonfund Benchmarks Study – Foundation 2003*
*** *Commonfund Benchmarks Study – Health Care 2003*

Fonte: Commonfund Benchmarks Study

Outra recomendação feita deu-se no sentido de que, na política de investimento, deve-se indicar os tipos de gestores especializados necessários, assim como as qualificações exigidas. Adicionalmente, o processo de seleção de gestores de recursos, normalmente, requer serviços terceirizados de consultores de investimentos e deve atentar para os objetivos da entidade beneficiária, de forma a focar em empresas socialmente responsáveis ou outros critérios qualitativos. A seleção de gestores inclui não apenas a seleção de candidatos, mas a negociação do engajamento e o acompanhamento dos administradores de forma contínua (Commonfund Institute, 2005).

O relatório enfatiza os cuidados na seleção de gestores de recurso quando esta se diz ser uma atividade especializada e sugere atenção a alguns pontos: i) deve-se ter um conhecimento profundo sobre cada candidato, ii) os dados de *treking record* devem ser verificados,

principalmente quando apresentados somente no curto prazo, iii) a performance passada, por si só, nunca proporcionou uma previsão confiável de sucesso no futuro.

O relatório recomenda o seguinte passo a passo para seleção de gestores (Commonfund Institute, 2005, p. 63):

- Reunir informações básicas sobre cada um;
- Reduzir a lista (excluir os candidatos que não atendam as expectativas);
- Realização de *Due Diligence* antecipada;
- Selecionando os finalistas;
- Complementar a *Due Diligence* e análise de atribuição de performance do portfólio;
- Apresentação presencial dos finalistas;
- Fazer seleções finais;
- Realização de negociações [Tradução livre]

Adicionalmente, Commonfund Institute sugere pontos de atenção na avaliação de gestores, como segue abaixo:

- O estilo de investimento da empresa e filosofia;
- Evidência real de seu compromisso para essa filosofia;
- Como a tomada de decisão da empresa processo funciona;
- Os tipos de controles internos utilizados;
- A qualidade e pontualidade do sistema de informações gerenciais;
- Como a empresa complementa as outras empresas de investimento que trabalham para você;
- Estrutura de societária da empresa;
- A qualidade da sua gerência sênior;
- As qualificações dos seus profissionais;
- A estabilidade de sua equipe profissional e gestão;
- O tamanho da empresa em termos de pessoal e ativos sob gestão;
- Como a empresa mudou ao longo do tempo;
- Suas taxas;
- Capacidade de gerenciamento de riscos. (Tradução livre)

Utilizar um Comitê de Investimentos com profissionais escolhidos pela capacidade de julgamento disciplina todo o processo de gestão, e vale ressaltar aqui que a função do Comitê não é controlar o portfólio, mas sim o processo. Consultores externos que possam fazer análises quantitativas e qualitativas e a atuação de um Comitê de Investimentos contribuem significativamente no processo de seleção de gestores. O desafio maior do Comitê de Investimentos é melhorar a qualidade do processo de tomada de decisão através do questionamento e diálogo com a equipe e gestores (Swensen, 2009, p. 309).

Russell (2006, p. 142) no entanto muitos Fundos Patrimoniais e Fundações de qualquer tamanho, não terão acesso à mesma gama de habilidades de investimento, conhecimento, experiência e, principalmente, tempo entre os membros do conselho de administração para se dedicarem aos assuntos pertinentes a gestão de investimentos e poucos terão competência suficiente tomar decisões acertadas. Portanto, delegar o acompanhamento da política de investimento a um comitê de investimento dedicado é claramente o melhor caminho a seguir.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa caracteriza-se pela abordagem exploratória, visando tornar o assunto mais claro e construindo questões elucidativas. Adicionalmente, busca-se o aprofundamento sobre o tema buscando experiências bem sucedidas no exterior, usando conceitos já conhecidos na gestão de ativos de investidores institucionais no Brasil e verificando aderência ao atual marco regularório.

3.1.1 Quanto aos objetivos

Pouco se tem estudado sobre o assunto; logo, surge assim a necessidade de aprofundar e ampliar os conceitos preliminares já discutidos por outros autores, principalmente no que tange aos aspectos de investimentos no Brasil. O presente estudo visa clarificar o tema por meio do desenvolvimento de uma nova abordagem com enfoque em investimentos e governança.

3.1.2 Quanto aos procedimentos

Serão utilizados três procedimentos, de forma a capturar os aspectos necessários para atingir o Objetivo Geral e os Objetivos Específicos: (i) Bibliográfico: a partir do levantamento de referências teóricas de livros, dissertações, monografias e artigos acadêmicos publicados e por meios e eletrônicos através *websites* no Brasil e Exterior; (ii) Documental: através de relatórios financeiros de Fundos Patrimoniais no Brasil e exterior e documentos disponibilizados por entidades do terceiro setor; e (iii) Levantamento: apesar do reduzido número de Fundos Patrimoniais no Brasil, foram identificadas 31 instituições que se declararam como possuindo Fundos Patrimoniais.

3.1.3 Quanto à abordagem

Dado o reduzido número da população e considerando ser uma pesquisa exploratória, será adotada uma abordagem qualitativa.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA (OBJETO DE ESTUDO E PESSOAS ENVOLVIDAS)

Spalding (2016, p. 26) afirma que, por meio de leitura, pesquisas, contatos telefônicos e e-mails, localizaram-se 28 Fundos Patrimoniais. Buscou-se atualizar este levantamento inicial e alcançamos 31 entidades possuidoras de Fundos Patrimoniais, mas apenas em 15 entidades e/ou organizações gestoras de Fundos Patrimoniais conseguimos assegurar a observações aos pressupostos do horizonte temporal, normativo, patrimonial e de identidade, conforme o definido no Histórico e Aspectos Conceituais (item 2.2) do Referencial Teórico.

A tabela a seguir apresenta os Fundos Patrimoniais levantados, os quais foram convidados a participar da pesquisa:

Tabela 13 - Levantamento de entidades que declararam ter fundo patrimonial

Instituição	Ativos em Reais Mil (2017)	Ano de Criação (*)	Fonte
ASA Direito FGV (Rio)	(**)	2015	https://www.asadireitorio.com.br/
Direito GV	2.500	2011	http://edireitogv.com.br/transparencia/contabilidade
FPFEA USP	216	2016	https://www.fpfeausp.org.br/paginas/transparencia/resultados
Amigos da Poli - Escola Politécnica (USP)	17.706	2011	http://relatorioanual.amigosdapoli.com.br/
Brazil Foundation	5.674	Não informado	https://brazilfoundation-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2018/11/Parecer-e-Demonstrac%CC%A7o%CC%83es-Conta%CC%81beis-2017-v.portugue%CC%82s.pdf
Centro Acadêmico XI de Agosto (Direito/ USP)	6.500	2008	Informado pela entidade
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. de Medicina da USP	200	2016	Informado Pela Entidade
Fundação Amazonas Sustentável	104.025	2007	http://fas-amazonas.org/versao/2012/wordpress/wp-content/uploads/2018/04/DFS-FAS-31.12.2017-parecer-PwC.pdf
Fundação OSESP	88.792	Não informado	http://www.fundacao-osesp.art.br/upload/documentos/Transparencia/Relatorios-2017/RelatorioAtividadeAnual2017_v2.pdf
Fundação Maria Cecília Souto Vidigal	506.319	Não informado	https://www.fmcsv.org.br/pt-BR/a-fundacao/#transparencia

“continua”

"continuação"

Instituição	Ativos em Reais Mil (2017)	Ano de Criação (*)	Fonte
Fundação Romi	58.515	Não informado	http://fundacaoromi.org.br/fundacao/galeria_publicacao/Fundacao_Romi_Balanco_DF_31122017___completo_assinado_03042018082934.pdf
Fundação Stickel	18.744	1954 (*)	http://www.fundacaostickel.org.br/wp-content/uploads/2018/08/Relatorio-Auditoria-2017.pdf
Fundo Social Elas	2.045	Não informado	http://www.fundosocialelas.org/uploads/contabil/demonstracoes%20contabeis%20com%20relatorio%20do%20auditor.pdf
ICE – Inst. de Cidadania Empresarial	2.962	1999 (*)	http://ice.org.br/wp-content/uploads/2018/08/30_05_2018_Relato%CC%81rio-Final-2017.pdf
Instituto Alana	407.624	2013	https://alana.org.br/wp-content/uploads/2018/11/DF-Alana-2017.pdf
Total de administrados	**1.221.822**		

Fonte: Autor, 2018.

"conclusão"

(*) Data da Criação da Instituição Apoiada
(**) Valor não informado

Foi utilizada a amostragem por acessibilidade em função do caráter qualitativo e exploratório da pesquisa. Assim, da população identificada de 15 Fundos Patrimoniais, recebemos resposta positiva para participar da pesquisa de 6 Fundos Patrimoniais, perfazendo uma amostra de 40% (6/15) do universo pesquisado.

Tabela 14 - Fundos Patrimoniais que responderam à pesquisa

Fundo Patrimonial	Origem	Data de Entrevista ou Resposta	Patrimônio Informado em 2017 (R$ Mil)
Fundação Romi	Grupo Econômico Familiar	22/11/2018	58.515
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP	Universitário	22/11/2018	200
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Grupo Econômico Familiar	26/11/2018	506.319
Centro Acadêmico XI de Agosto	Universitário	28/11/2018	6.500
Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP	Universitário	29/11/2018	216
Associação Endowment Direito GV	Universitário	30/11/2018	2.500

Fonte: Autor, 2018.

A Fundação Romi é uma instituição beneficente de educação e assistência social organizada sob a forma de fundação de direito privado, sem fins lucrativos, instituída em 1957.

A entidade tem por objetivo: i) manter escolas de educação infantil, ensino fundamental e médio; ii) assistir à população carente, satisfazendo as necessidades básicas e desenvolvendo integralmente as potencialidades cidadãs, e iii) promover o desenvolvimento social e cultural de Santa Bárbara d'Oeste e região.

A Associação Fundo de Apoio à Faculdade de Medicina da USP, fundada por iniciativa do Centro Acadêmico Oswaldo Cruz e com o apoio da Associação dos Antigos Alunos da Faculdade de Medicina da USP, a Faculdade de Medicina e da Fundação Faculdade de Medicina, foi criada para apoiar as iniciativas de condução ao aprimoramento ético, cultural e acadêmico dos alunos da Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo e para permitir que os alunos de graduação tenham oportunidades equânimes e suporte durante o curso.

A Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal, conforme seu Estatuto, tem por objetivo social a prestação da assistência social e à saúde, bem como a promoção da educação, da cultura e da proteção ao meio ambiente, visando à melhoria da qualidade de vida da população brasileira.

O Centro Acadêmico XI de Agosto é a associação de alunos da Faculdade de Direito do Largo São Francisco, entidade secular criada em 1903, conforme descrito no Artigo 1º do Estatuto Social, divulgado no endereço eletrônico da própria Associação. Atua na representação dos estudantes da Faculdade, presta assistência jurídica gratuita à população além de outras atividades inerentes de um Centro Acadêmico. O Fundo Patrimonial é definido no Estatuto como Artigo 6º como Fundo de Investimento XI de Agosto ("FIXI"). Ainda no Estatuto do Centro Acadêmico, todos os resgates do FIXI, deverão observar o disposto no Regulamento do FIXI e no Compromisso Público de Gestão Responsável de Recursos Financeiros do Centro Acadêmico XI de Agosto. A formação dos ativos do Fundo FIXI é decorrente de ação judicial que proporcionou repentino aumento patrimonial em 2009.

A Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP foi criada 2015, porém as discussões para criação do Fundo Patrimonial se iniciaram em 2011. Conforme definido no seu Estatuto Social, no Artigo 2º, o objetivo é:

> “ O apoio e o desenvolvimento das atividades da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEAUSP) na realização direta, constante e ativa da pesquisa, do ensino, da extensão universitária, do desenvolvimento institucional e da prestação de serviços à comunidade, devendo, para tanto:
> I. Proporcionar à FEAUSP, dentro de suas possibilidades, meios necessários à adequada mobilização de recursos humanos, financeiros e materiais para o atendimento das finalidades de ensino, pesquisa e extensão;
> II. Valorizar a universidade pública, seu corpo docente, discente, organizações estudantis, *alumni* e funcionários da FEAUSP;

> III. Trabalhar para a conservação, melhoria e expansão da infraestrutura da FEAUSP;
> IV. Promover e apoiar a educação gratuita de qualidade;
> V. Promover e apoiar a assistência social;
> VI. Promover a cultura, a defesa e a conservação do patrimônio histórico e artístico;
> VII. Promover o esporte;
> VIII. Incentivar estudos e pesquisas, a formação de líderes e empreendedores, o desenvolvimento de tecnologias, a produção e divulgação de informações e conhecimentos acadêmicos que digam respeito às atividades mencionadas neste artigo;
> IX. Zelar pelo constante aprimoramento do relacionamento com os *alumni*;
> X. Promover outras atividades que visem à realização de seus objetivos".

Ainda em fase de formação de seu patrimônio, a Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP muito se assemelha aos seus congêneres entre as universidades americanas.

Associação Endowment Direito GV, por sua vez, foi criada em 2011 com o objetivo de facilitar e ampliar o acesso ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo a alunos que não têm condições de acesso, e assim promover democraticamente a inclusão social (Artigo 1º do Estatuto). Desta forma, a associação concede bolsas de estudos integral e parcial, além do apoio paradidático como forma de viabilizar a conclusão do curso. O custeio e manutenção dos recursos financeiros necessários são feitos por doações e, segundo o informado, atualmente, essas doações mantém o equilíbrio financeiro entre receitas e despesas, permanecendo o valor do Fundo Patrimonial preservado sem necessidade de utilização.

3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Após o contato prévio por telefone, e-mail ou acesso ao site, foram pré-qualificadas 15 entidades e/ou organizações gestoras de Fundos Patrimoniais a se constatar os pressupostos mínimos necessários para qualificar o Fundo Patrimonial. Essas entidades foram convidadas a participar de uma entrevista com 17 perguntas, sendo 11 objetivas e 6 discursivas, e para tanto foi utilizado um questionário-padrão de forma a alcançar o Objetivo Geral e os Objetivos Específicos, descritos nos itens 1.3.1. e 1.3.2., para a condução das entrevistas. Quanto às entrevistas, foi feita a opção pela entrevista semi-estruturada, haja vista a maior interação com o entrevistado e a possibilidade de capturar peculiaridades do Fundo Patrimonial que podem influenciar na conclusão da pesquisa.

Para fins de padronização da pesquisa, utilizamos a expressão Conselho de Administração para designar o órgão máximo no processo de governança do Fundo Patrimonial, em alguns casos, este órgão é denominado Conselho Deliberativo, Conselho Curador ou Conselho de Curadores. O questionário-padrão foi elaborado conforme demonstrado no Apêndice 1.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

4.1 RESULTADOS DAS ENTREVISTAS

As respostas ao questionário-padrão estão apresentadas em função da data da entrevista ou da resposta encaminhada por e-mail, conforme pode ser observado no Quadro 4 (Resumo dos colegiados de governança dos fundos patrimoniais):

Pergunta 1: "Poderia descrever o processo de Governança? (Divulgação de relatório, Demonstrações financeiras auditadas, Relatório e MP 851, composição e periodicidade das reuniões do Conselhos. Administração, Fiscal e Comitê de Investimentos)?"

O quadro a seguir resume as respostas obtidas através do colegiado de governança dos Fundos Patrimoniais:

Quadro 4 - Resumo dos colegiados de governança dos fundos patrimoniais

Fundação Romi	**Assoc. Fundo de Apoio à FMUSP**	**Fundação Maria Cecília Souto Vidigal**	**Fundo XI**	**Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP**	**Associação Endowment Direito GV**
Conselho Deliberativo	Conselho Deliberativo	Conselho Curador	-	Conselho Curador	Conselho Consultivo
Conselho Fiscal	Conselho Fiscal	Conselho Fiscal	-	Conselho Fiscal	-
Comitê de Investimentos	-	Comitê de Investimentos	-	Comitê de Investimentos	-
-	Diretoria	-	-	Diretoria	Diretoria
-	-	-	-	Conselho Relacionamento	-

Fonte: Autor, 2018.

- Fundação Romi
  a) Conselho Deliberativo: composto de 7 a 11 membros, mandato de três anos, Benfeitores Eméritos são convidados a participar das reuniões. O conselho escolhe seus próprios membros;
  b) Conselho Fiscal: 3 membros escolhidos pelo Conselho de Administração;
  c) Comitê de Investimentos: não possui (está previsto no Estatuto, mas na prática não há reuniões);
  d) Divulgação de Informações Financeiras: divulga as demonstrações financeiras auditadas, assim como o orçamento e o Plano de ação anual,

com objetivos e metas, através do *site*.

- Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP
  a) Conselho Deliberativo: é composto por 11 membros, entre representantes do corpo discente, docente, ex-alunos e do Hospital das Clínicas.
  b) Conselho Fiscal: instalado quando necessário, é indicado pelo Conselho de Administração e será composto por 3 membros, sendo 1 obrigatoriamente externo à congregação acadêmica.
  c) Comitê de Investimentos: há previsão estatutária, porém ainda não foi instalado. Previsão de 3 a 6 membros, sendo membros natos o Diretor Geral e Vice-Diretor, um membro do Conselho de Administração e mais 3 membros escolhidos pelo Conselho de Administração.
  d) Divulgação de Informações Financeiras: não é feita a divulgação das demonstrações financeiras ou relatórios gerenciais através do sítio eletrônico.

- Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal
  a) Conselho Curador: o Conselho é formado por 5 a 7 membros, entre os membros da família do Instituidor por ele indicados (os membros do Conselho Curador da Fundação são também membros do Conselho Curador do Fundo Patrimonial).
  b) Conselho Fiscal: é composto por 3 membros indicados pelo Conselho Curador (os membros do Conselho Fiscal da Fundação exercem as atribuições também como Conselho Fiscal do Fundos Patrimonial).
  c) Comitê de Investimentos: composto por 4 membros, sendo 2 do Conselho Curador, obrigatoriamente um membro da família do Instituidor, e 2 membros externos com notório conhecimento.
  d) Divulgação de informações financeiras: são divulgadas as demonstrações Financeiras auditadas.

- Centro Acadêmico XI de Agosto (Fundo XI)
  a) O Entrevistado informou desconhecer a existência de órgãos internos de governança (Conselho de Administração, Conselho Fiscal ou Comitê de Investimentos), cabendo à assembleia geral do Centro Acadêmico XI de Agosto as decisões do Fundo.

b) Divulgação de informações financeiras: não foram encontradas informações financeiras no *site*.

- Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP
  a) Conselho Curador: é formado por 8 membros natos, conforme o Estatuto, garantindo a participação da Diretoria da FEA/USP, departamentos, representantes dos doadores e corpo discente.
  b) Conselho Fiscal: composto por 3 membros, todos eleitos pelo Conselho de Relacionamento.
  c) Comitê de Investimentos: composto por 3 membros indicados pelo Conselho de Curadores.
  d) Divulgação de informações financeiras: as demonstrações financeiras são auditadas e divulgadas, assim como os relatórios de performance dos investimentos.

- Associação Endowment Direito GV
  a) Conselho Consultivo: não possui Conselho de administração ou órgão estatutário equivalente.
  b) Conselho Fiscal: composto por 3 membros eleitos pela assembleia de associados.
  c) Comitê de Investimentos: não possui Comitê de Investimentos
  d) Divulgação de informações financeiras: as demonstrações financeiras são auditadas e divulgadas.

De acordo com as entrevistas e a respostas enviadas pelos Fundos Patrimoniais pesquisados: 5/6 (83%) possuem Conselhos de Administração, Deliberativo ou Curador, 4/6 (67%) possuem Conselho Fiscal e 3/6 (50%) possuem Comitê de Investimentos, 3/6 (50%) possuem Diretoria e apenas 1/6 (16,7%) possuem um Conselho de Relacionamentos, que reúne os maiores doadores, entre pessoas físicas e jurídicas. Apenas um Fundo (16,7%) possui concomitantemente Diretoria, Conselho de Administração (Deliberativo ou Curador), Conselho Fiscal e Comitê de Investimentos.

Pergunta 2: "Poderia descrever o processo de gestão de investimentos e política de resgate?"

O quadro a seguir resume as respostas obtidas sobre o processo de gestão de investimentos e política de resgate:

Quadro 5 - Resposta à pergunta 2

Fundo Patrimonial	Política de Investimentos	Política de Resgate	Comentários
Fundação Romi	Sim	Sim	A gestão dos investimentos é feita através do aconselhamento de um agente autônomo investimento. Existe uma Política de Gestão Patrimonial na qual está inserida a Política de Investimentos, porém sem definições como alocação de ativos ou estratégias a adotar. A Política de Resgate está prevista no Estatuto da Entidade apoiada.
Assoc. Fundo de Apoio à FMUSP	Não	Não	Devido ao fato do Fundo ainda estar em formação não está sendo aplicada qualquer regra de resgate. Os recursos são aplicados nos fundos de investimentos distribuídos pelo Banco onde a Assoc. possui conta corrente.
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Sim	Sim	Utiliza cenários prospectivos e alocação tática de ativos. O Fundo Patrimonial utiliza Fundos Abertos e Exclusivos da gestão de recursos. A Política de Resgate é definida no Estatuto da Fundação, organização apoiada, e está limita em 5% do patrocínio do Fundo.
Centro Acadêmico XI de Agosto	Não	Não	A gestão é terceirizada com um administrador de recursos de terceiros que define a estratégia dos investimentos.
Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP	Sim	Não	A Política de Investimentos define apenas as atribuições do Comitê de Investimentos. Devido ao fato do Fundo ainda estar em formação não está sendo aplicado qualquer regra de resgate.
Associação Endowment Direito GV	Não	Não	

Fonte: Autor, 2018.

A amostra apresenta elevada heterogeneidade de respostas decorrente, principalmente, dos mais diferentes estágios de maturidade e natureza dos Fundos Patrimoniais. Aqueles que possuem Política de Investimentos representam 50% da amostra. Os dois maiores Fundos Patrimoniais em valor de Ativos (Fundação Romi e Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal) são vinculados a grupos familiares com processo de governança estruturados a partir das suas entidades apoiadas. Os quatro outros Fundos Patrimoniais são entidades vinculadas às

universidades, dependem de doações e estão em fase de captação de recursos. Consequentemente, o valor dos ativos ainda é reduzido.

Pergunta 3: "Qual sua percepção na utilização de ferramentas de gerenciamento de investimentos (Avaliação de performance, riscos de mercado, risco de crédito, risco de continuidade e risco legal), controles internos e contabilidade gerencial (*Balance Score Card* – BSC ou Planejamento Estratégico)?"

Quadro 6 - Resposta à pergunta 3

Fundo Patrimonial	Respostas à Pergunta 3
Fundação Romi	Existe um orçamento e um plano de ação anual com a descrição das principais ações a serem tomadas
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP	Associação está desenvolvendo um planejamento estratégico com apoio de consultores externos
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Relatórios mensais de avaliação de performance de investimentos são preparados por um consultor externo
Centro Acadêmico XI de Agosto	Não utiliza qualquer ferramenta de avaliação de performance dos investimentos ou artefatos de contabilidade gerencial
Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP	Encontra-se em revisão o processo de governança e plano de captação
Associação Endowment Direito GV	Planejamento anual e Plano Estratégico trienal

Fonte: Autor, 2018.

Somente um Fundo Patrimonial da amostra (16,7%) utiliza relatórios estruturados para monitoramento da performance dos investimentos. A utilização de Orçamento e/ou Planejamento são utilizados pela metade da amostra (50%).

Perguntas 4 e 5: "O Fundo Patrimonial está alinhado com a MP 851 quanto ao Conselho de Administração (Deliberativo ou Curador), Conselho Fiscal e Comitê de Investimentos (composição e indicações)? Qual a expectativa de adequação do Estatuto aos requerimentos da MP 851?"

Quadro 7 - Resposta às perguntas 4 e 5

Fundo Patrimonial	Resposta à 4 e 5	Comentários
Fundação Romi	Não	Não se aplica
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP	Não	Início de 2019
Fundação Maria Cecília Souto Vidigal	Não	Depende da aprovação da MP 851
Centro Acadêmico XI de Agosto	Não	Não tem.
Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP	Não	Não tem.
Associação Endowment Direito GV	Não	Não pretende, haja vista que o Fundo faz o apoio financeiro diretamente ao aluno da Faculdade

Fonte: Autor, 2018

As diretrizes advindas com a Medida Provisória 851/18 ainda não foram plenamente absorvidas, e a adaptação dos Fundos Patrimoniais precisará de tempo e possíveis alterações até que a Medida Provisória se transforme em Lei.

Pergunta 6: "O Fundo patrimonial possui Limite de alçada, Limite de delegação de Autoridade para Operações e/ou Código de Conduta?"

Ainda não se consolidou uma prática entre os Fundos Patrimoniais de se adotar uma limitação de competências para tomada de decisões entre os órgãos de governança e os cargos responsáveis pela aprovação, negociação e formalização dos investimentos com o registro em ata e, quando necessário, suportados por pareceres ou laudos técnicos.

Pergunta 7: "Missão Visão e Valores da Instituição são alinhados na Política de Investimentos (ESG / PRI)?"

Os PRI, *Principles for Responsible Investment*, ou, na tradução livre, Princípios para o Investimento Responsável, desdobram-se em diretrizes cujo objetivo é incentivar e compreender a integração dos temas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG – *Enviroment, Social and Governance*) nas decisões de investimento e propriedade de ativos.

A adoção aos Princípios (PRI) é voluntária e norteadora, suas diretrizes têm por objetivo motivar esforços para uma sociedade mais sustentável nas questões que preconizam o meio ambiente, o social e as melhores práticas de governança.

Na amostra, ainda não é possível observar um alinhamento entre a Missão e Visão das entidades apoiadas com a gestão de investimentos dos Fundos Patrimoniais.

Pergunta 8: "Seleção de gestores, custodiantes e administrador fiduciário: O Fundo Patrimonial possui documento apresentando as principais etapas envolvidas na seleção de gestores de investimento e custódia e Administrador Fiduciário, incluindo a definição de mandato, critérios de análise quantitativa e qualitativa?"

Na amostra, identificou-se que não é prática comum entre os Fundos Patrimoniais utilizar custódia centralizada e/ou administrador fiduciário. Adicionalmente, não foi identificado um processo estruturado para seleção de gestores. Em um elemento da amostra, a decisão de investimentos é feita com o apoio de agente autônomo de investimentos.

Pergunta 9: "Monitoramento de gestores, custodiantes e administrador fiduciário: O Fundo Patrimonial possui algum documento que evidencie as principais etapas de monitoramento, incluindo a metodologia aplicada, ferramentas utilizadas e frequência de acompanhamento destes profissionais?".

Apenas um (16,7%) elemento do total da amostra possui relatório público e estruturado com metodologia apropriada demonstrando a performance dos investimentos. O relatório é elaborado por empresa de consultoria de investimento especializada em avaliação de performance para investidores institucionais.

Perguntas 10 e 11: "Política de Gestão de Riscos: O Fundo Patrimonial possui documento explicitando os principais riscos identificados na gestão de investimentos e o seu processo de monitoramento e mitigação de perdas financeiras e danos de imagem? Poderia descrever o processo de gestão de Risco?"

Em todos os Fundos Patrimoniais da amostra, verificamos que ainda não existe uma cultura de gerenciamento de riscos de investimentos, tais como riscos de mercado, crédito, liquidez, operacional, terceirização, legal e sistêmico. Mesmo nos Fundos Patrimoniais com um patrimônio mais significativo, criados há mais tempo e com profissionais dedicados, a cultura de gerenciamento de riscos ainda não foi disseminada.

Pergunta 12: "Programa de qualificação profissional: O Fundo Patrimonial adota programas de qualificação ou certificação profissional (CPA 10, CPA 20, CEA, ou outro equivalente) daqueles que lidam com investimentos, definindo ações de educação continuada e certificações (adequação a MP 851/18)?"

Na amostra analisada, nenhum Fundo Patrimonial possuía programa de qualificação profissional, no entanto, duas organizações informaram que havia membros do comitê de

investimento oriundos do mercado financeiro com certificação profissional e, inclusive, em uma delas o gestor do Fundo Patrimonial possuía certificação *Certified Financial Planner* (CFP).

Pergunta 13: "Existe um alinhamento entre a Política de Resgate e o orçamento da Instituição Apoiada? Existe um alinhamento entre objetivos de investimento, tolerância a risco e Política de Resgate?"

Quadro 8 - Resposta à pergunta 13

Fundo Patrimonial	Política de Resgate	Resgate
Fundação Romi	Sim	Suportada pela Política de Gestão Patrimonial. A Política de Resgate está definida no estatuto (Art 7, incisos IV) cabendo ao Conselho de Administração a definição do valor a ser utilizado, limitado a 10% do patrimônio
Assoc. Fundo de Apoio à FMUSP	Não	Existe a previsão no Estatuto, mas a Política ainda não foi elaborada
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Sim	É previsto no estatuto social da Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal, em seu Artigo 7º, parágrafo 4º. A Fundação poderá dispor de até 5% do patrimônio do Fundo
Centro Acadêmico XI de Agosto	Não	Não existe definição ou regulamento
Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP	Não	Depende de definição em regulamento específico
Associação Endowment Direito GV	Não	Definida no Estatuto Art. 30, parágrafo terceiro, prevê a criação de uma Regulamento de Resgate

Fonte: Autor, 2018.

Conforme já citado anteriormente, no Quadro 5 (Resposta à Pergunta 2), aqueles elementos da amostra que possuem Política de Investimentos representam 50% do total. No Quadro 8 (Resposta à Pergunta 13), verificamos apenas 33% da amostra (2/6) dos Fundos Patrimoniais pesquisados em que a Política de Resgate está formalizada ou no próprio Estatuto, ou através de Regulamento específico e os repasses à Instituição Apoiada são realizados regularmente. No entanto não identificamos qualquer evidência de alinhamento entre a Política de Resgate com o orçamento da Instituição Apoiada ou com a Política de Resgate e desta com a Política de Investimentos. Não encontramos também uma definição de meta de formação de patrimônio, de forma tal que o Fundo possa iniciar repasses de recursos para as Instituições Apoiadas.

Pergunta 14: "Como pode garantir que está contratando os melhores gestores alinhado com os objetivos da Política de Investimentos?"

Quadro 9 - Resposta à pergunta 14

Fundo Patrimonial	Respostas
Fundação Romi	Avaliação prévia aprovado pelo órgão de governança e acompanhamento contínuo
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP	Não pode garantir
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Relatório anual de avaliação de gestores
Fundo XI	A gestão de recursos é terceirizada, cabendo ao gestor contratados apresentar os melhores resultados.
Fundação F. P. FEAUSP	Não é possível garantir
Assoc. Endowment Direito GV	Não é possível garantir

Fonte: Autor, 2018.

A entrevista apontou que 2/6 (33%) da amostra entende estar contratando os melhores gestores, alinhados com os objetivos da Política de Investimentos através de relatórios internos ou através de aprovação da instância maior de governança (Conselho de Administração) do Fundo Patrimonial ou da entidade apoiada. Os demais elementos da amostra não opinaram ou entendem que, com o processo atual de gestão e contratação, não é possível garantir.

Pergunta 15: "Estudos Técnicos Fundamentados: Na estratégia ou filosofia de investimentos são utilizados estudos técnicos que fundamentam a macroalocações de investimentos por classes de ativos (análises qualitativa ou quantitativa, '*Stock Picking*', '*Market Timing*', '*Modern Portfolio Theory*', etc.)?"

Das respostas afirmativas, 2/6 (33%) não esclareceram quais estudos técnicos fundamentam as alocações de ativos ou que tipo de análise permite identificar investimentos que melhor se adequem aos fluxos de pagamento da Política de Resgates que são feitos. O outro afirma realizar estudos técnicos para tomada de decisões de alocação de ativos através de planejamento baseado em cenários prospectivos.

Pergunta 16: "Como pode garantir que está atualizado com as oportunidades no mercado?"

Quadro 10 - Resposta à pergunta 16

Fundo Patrimonial	Respostas
Fundação Romi	Acompanhamento contínuo do Mercado Financeiro, da Política Econômica do Governo e principalmente das necessidades de alocação de risco em função das demandas operacionais versus inflação
Assoc. Fundo de Apoio à Fac. Medicina da USP	Não é feito
Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal	Através de *Benchmark* de gestores
Centro Acadêmico XI de Agosto	Não soube responder
Fundação Fundo Patrimonial FEAUS	Não é possível garantir que está atualizado com as oportunidades no mercado e o patrimônio ainda é pequeno
Associação Endowment Direito GV	Não é possível garantir que está atualizado com as oportunidades no mercado

Fonte: Autor, 2018.

Dois entre seis dos casos (33%) dos fundos patrimoniais possuem algum tipo de monitoramento de mercado, seja em relação ao *benchmark*, seja em relação a dados e indicadores que possam indicar oportunidades de investimentos ou mesmo evitar decisões que sejam danosas, prejudicando a rentabilidade do Fundo Patrimonial.

4.2 RESULTADO DA PESQUISA

O trabalho contribuiu no sentido de conhecer as práticas de governança e gestão de investimentos entre esses novos investidores institucionais que têm a contribuir com o financiamento das atividades do terceiro setor e que, futuramente, em muito poderão ajudar para a formação da poupança interna do Brasil através de investimentos em ativos reais, tais como infraestrutura, setor imobiliário e *private equity*.

Diante dos resultados obtidos das entrevistas e evidências constatadas na pesquisa, ficam algumas contribuições: i) conciliar a regra de resgate com a estratégia de curto prazo utilizando um orçamento plurianual para dois ou três anos, de forma a ter uma referência da necessidade de liquidez e mantendo uma carteira com *duration* equivalente a este período; ii) para uma parcela de médio e longo prazo do portfólio, utilizar a otimização de média-variância, uma vez que buscar acertar os cenários econômicos a longo prazo é uma tarefa mais difícil, iii) formalização e descrição das atribuições de cada colegiado do processo de governança e gestão de investimentos, sendo que há uma forte tendência dos Conselho de Administração e/ou

Comitê de Investimentos controlarem o portfólio, ao invés do processo de decisão de investimentos e iv) demonstrar o quanto é positiva a pluralidade dos membros do comitê de investimento, quando se conta com a ação de especialistas e aqueles com melhor capacidade de julgamento.

Por fim, durante as entrevistas e discussões, surgiu a ideia de formar um grupo *pro bono* composto de profissionais, acadêmicos e representantes de Fundos Patrimoniais de universidades, com objetivo de contribuir para o desenvolvimento dos Fundos Patrimoniais entre as universidades e de se atualizar, no que se refere à gestão dessas entidades, através da troca de informações, experiências e da busca de dados sobre as tendências de mercado. Atualmente este grupo é composto por: Gustavo Rosa Gameiro (Associação Fundo de Apoio à Faculdade de Medicina da USP), Carolina Santana (Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP), Rafael de Almeida Rosa Andrade (Associação Endowment Direito GV), Erika Spalding (Barbosa e Spalding Advogados) e o autor.

5 CONCLUSÕES

A indústria de Fundos Patrimoniais dá seus primeiros passos e o desafio de gerir recursos, com o horizonte da perpetuidade no Brasil, torna-se ainda maior, considerando-se que os Fundos de Pensão possuem um horizonte de capitalização de trinta anos e mais de vinte anos de pagamentos de benefícios, seu primeiro marco completou quarenta anos e ainda há muito o que se fazer no sistema de previdência complementar fechado.

No início deste trabalho, ainda não existia a Medida Provisória 851, primeiro Marco Regulatório para Fundos Patrimoniais e, portanto, teve que ser adaptado à nova realidade. Como não havia consenso sobre uma definição de Fundos Patrimoniais no Brasil, o primeiro passo era construir uma estrutura conceitual básica com base em outras pesquisas já realizadas (Quadro 1). A Medida Provisória 851/18 teve como principal contribuição nortear o mercado para a constituição de novos Fundos Patrimoniais e estabelecer uma norma de padronização para os atuais Fundos Patrimoniais já existentes. No entanto, apenas se verificou que a amostra pesquisada está distante dos requerimentos legais exigidos e, em função da discussão no Congresso Nacional para aprovação da referida Medida Provisória, as entidades gestoras se encontram aguardando a redação final que virá com a aprovação da MP 851 para que as respectivas medidas de adequação sejam tomadas.

A escassez de literatura existente no Brasil foi compensada pela farta produção acadêmica encontrada no exterior, principalmente nos Estados Unidos. Na prática, os Fundos Patrimoniais já possuem experiências de sucesso, como a Fundação Maria Cecilia Souto Vidigal. Outros Fundos criados recentemente, ainda em estágio pré-operacional, já adotam práticas de governança próximas daquelas recomendadas pelo Instituído Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) para o terceiro setor, como a Fundação Fundo Patrimonial FEAUSP.

Cabe ressaltar que o total de ativos administrados pelos Fundos Patrimoniais no Brasil ainda é incipiente (Tabela 9, R$1.222 milhões de ativos administrados) comparados com os Fundos de Pensão (Tabela 2, R$810.990 milhões de ativos administrados). Assim sendo, não era a expectativa dessa pesquisa encontrar práticas de Governança e Gestão de Investimentos já adotadas por aqueles Investidores Institucionais, muito menos aquelas praticadas por Fundos Patrimoniais no exterior com tradições seculares.

A metodologia aplicada foi a entrevista aplicada aos gestores de cada Fundo Patrimonial e os resultados anteriormente descritos. Abordamos aspectos de governança e gestão de investimentos dessas entidades quando comparadas às práticas de Fundos de Pensão e os

Fundos Patrimoniais no exterior.

Quanto às principais práticas de Governança e Gestão de Investimentos adotadas pelos Fundos Patrimoniais, primeiramente é preciso entender que a função de um Fundo Patrimonial é uma integração de atividades multidisciplinares e que a conjugação de visões complementares e engrandecedoras. Observamos que, apesar dos diferentes estágios de Governança em cada entidade que participou da amostragem, existem diferenças que, em parte, são decorrentes da própria origem do Fundo Patrimonial e/ou da entidade apoiada.

Fundos Patrimoniais originados a partir de grupos econômicos tendem a replicar a organização de governança já existente nas "Entidades Apoiadas" ou mesmo aquelas adotadas nas suas corporações de origem. Há de se considerar o fato de que boa parte dos membros do Conselho de Administração, Curador ou Deliberativo são oriundos da própria organização corporativa, haja vista que a representação do Doador e do Principal se confundem nas mesmas pessoas. Os Fundos Patrimoniais, ligados a grupos econômicos, são menos dependentes de doadores externos para financiamento das atividades apoiadas e, por sua vez, mais dedicados à administração do patrimônio do que à captação de recursos junto a doadores. Conforme observado na Tabela 10, o patrimônio administrado dos Fundos Patrimoniais originados a partir de grupos econômicos é significativamente maior e, portanto, capaz de suportar despesas como profissionais dedicados à gestão dos investimentos e serviços terceirizados de consultores, de forma a assessorar na tomada de decisões em investimentos.

Os Fundos Patrimoniais vinculados às universidades, além de menores do que aqueles com origem em grupos econômicos, são dependentes da captação de recursos junto a doadores, principalmente ex-alunos e pessoas jurídicas que tenham interesse em patrocinar um determinado setor do meio acadêmico. Um dos maiores obstáculos na captação de recursos enfrentados pelos Fundos Patrimoniais universitários é resgatar uma relação com o ex-aluno, uma vez após o término do curso de graduação esta relação é perdida com o tempo.

Na amostra entre os Fundos Patrimoniais vinculados às universidades, foi verificado que, quanto mais estreita a interação entre o corpo discente, docente e os ex-alunos, mais rápida é a consolidação do processo de governança e, consequentemente, da capacidade de mobilização para a captação de recursos para a capitalização do gerenciamento das atividades do Fundo Patrimonial. Foi observado também que os Fundos Patrimoniais vinculados às universidades possuem uma estrutura de governança mais simples e menos sofisticada do que os Fundos Patrimoniais de grupos econômicos, com exceção da Fundação Fundo Patrimonial da FEAUSP.

Quanto às práticas adotadas no Brasil, os Fundos Patrimoniais têm um caminho longo de evolução pela frente, tanto no aspecto da governança como na gestão dos investimentos. Ao utilizarmos o Código de Auto-regulação e em Governança e de Investimentos da ABRAPP como parâmetro de comparação entre os Fundos de Pensão e os Fundos Patrimoniais, constatamos que estes são relevantes.

Quanto à Gestão de Investimentos, embora 50% dos Fundos Patrimoniais entrevistados possuam Política de Investimentos, essas Políticas não definem o processo de gestão, explicitando as etapas do processo de gestão de investimentos e monitoramento. Adicionalmente, não é prática a utilização de estudos técnicos e limites prudenciais. A única metodologia identificada durante a pesquisa para tomada de decisão em Investimentos foi a Construção de Cenários Prospectivos.

No Processo de Governança, foi verificada a ausência de documentação que descreva a estrutura de governança de modo a conter as atribuições de cada órgão relacionado às decisões de investimentos, assim como a política de limites de alçada de investimentos. Também não existe uma formalização das principais etapas envolvidas na seleção de gestores e uma justificativa para a não utilização de custo e/ou de administrador fiduciário, independentemente de definição de mandato, critérios de análise quantitativa e qualitativa, critérios de monitoramento. Verificou-se também a ausência de um processo de gerenciamento dos principais riscos identificados na gestão de investimentos, o processo de monitoramento e a mitigação de perdas financeiras.

Quanto às práticas de governança e gestão de investimentos, comparadas com aquelas adotadas internacionalmente, verificamos mais nitidamente o estágio embrionário em que se encontram os Fundos Patrimoniais brasileiros. No entanto, cabe ressaltar que, tendo em vista os volumes administrados principalmente pelos Fundos Patrimoniais vinculados às universidades, é de se esperar que não encontraríamos o mesmo instrumental técnico-teórico como verificamos em Russell (2006), Swensen (2009) e a pesquisa NACUBO-Commonfund Endowment Study® (NCES), desenvolvida pelo Commonfund Institute e o National Association of College and University Business (NACUBO).

Em resumo, existe a oportunidade de melhorar o processo de governança mediante a adoção de práticas, tais como formalização de estruturas de governança, limites de delegação de tomada de decisão dos investimentos e qualificação profissional. Com relação à gestão dos investimentos, uma maior atenção deve ser dada a seleção de gestores de recursos, avaliação de performance, gerenciamento de risco e estudos técnicos que fundamentem as decisões, e principalmente à formulação de Política de Investimentos e contratação de prestadores serviços.

REFERÊNCIAS

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência. (2018). *Consolidado Estatístico.* Recuperado de <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx.> Acesso em: 29/11/2017.

Amaral, H. F., Vilaça C. S. I., Barbosa C. F. M., & Bressan V. G. F. (2004). Fundos de Pensão como Formadores de Poupança Interna: uma Alternativa para o Financiamento da Atividade Econômica. *Revista de Administração Contemporânea*, 8(2), 137-158.

Amaral, T. R. S. (2013). *Análise de performance dos fundos de investimentos em previdência*. (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo. SP.

Araújo, O., & Carrenho, A. C. B. P. (2009). *Diferenças entre Associação e Fundação*. Instituto de Desenvolvimento Social. São Paulo.

Beaird, S., & Hayes, W. E. **(**1999). *Building an endowment: what, why and how***.** National Catholic Educational Association, Washington.

Brown, K. C., & Garlappi, L. T. C. (2007). *The Troves of Academe: Asset Allocation, Risk Budgeting and the Investment Performance of University Endowment Funds***.** McCombs School of Business - The University of Texas. Austin.

Burrows, M. D. (2010), *The end of endowments? The Philanthropist* (Vol. 23, Nº 1, p. 53). Toronto.

Chan, B. L., Silva, L. F., & Martins, A. G. (2010). *Fundamentos da Previdência Complementar: da Atuaria à contabilidade* (2a ed.). São Paulo: Atlas/FIPECAFI/USP.

Commonfund Institute. (2005). *Principles of Nonprofit Investment Management: The key issues facing trustees and financial officers.* USA: Wilton.

Cruz, H. N., & Fabiani, P. M. J. (2017). Fundos Patrimoniais: Caminho para a Sustentabilidade de Longo Prazo. *Revista de Estudos e Pesquisas Avançadas do Terceiro Setor*, 4(2), 186-203.

Elton, J. E., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2012). *Moderna Teoria de Carteiras e Análise de Investimentos.* Rio de Janeiro: Elsevier.

Endowment Fund Association. (n.d.). Recuperado de <http://endowments.com/association/>. Acesso em: 29/11/2017.

Estraviz, M. (2012). *Um dia de Captador*. Recuperado de <http://www.estraviz.com.br/2012/12/por-uma-cultura-da-doacao/>. Acesso em 22/10/2018.

Fishmann, J. J. (2014). *What Went Wrong: Prudent Management of Endowment Funds and Imprudent Endowment Investing Policies*, 40 J.C. & U.L. 199. Recuperado de <http://digitalcommons.pace.edu/lawfaculty/958/>.

Fórum Nacional das Instituições Filantrópicas. (2016). Recuperado de <http://fonif.org.br/publicacoescontrapartidadosetorfilantropico/>. Acesso em: 29/11/2017.

Gary, S. N. (2016). Value and Value: University Endowment, Fiduciary Duties, and ESG Investing. *Journal of College and University Law* 247, University of Oregon - School of Law. Oregon.

Harvard University. (n.d.). Recuperado de <https://www.harvard.edu/about-harvard/harvard-glance/history/historical-facts>. Acesso em: 20/11/2017.

Ibbostson, R. G., & Kaplan P. D. (2000). *Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? Financial Analysts Journal* 56(1). Recuperado de < https://www.researchgate.net/publication/23754375_Does_Asset_Allocation_Policy_Explain_40_90_100_Percent_of_Performance > Acesso 30/11/2018.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Guia das melhores práticas de governança para Fundações e Institutos Empresariais.* Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/guias>. Acesso em: 29/11/2017.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2014). *Guia das melhores práticas de governança para Fundações e Institutos Empresariais.* Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/guias>. Acesso em: 29/11/2017.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2016). *Guia das melhores práticas de governança para Fundações e Institutos Empresariais.* Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/index.php/publicacoes/guias>. Acesso em: 29/11/2017.

Lei n 11.053, de 29 de dezembro de 2004. Dispõe sobre a tributação dos planos de benefícios de caráter previdenciário e dá outras providências. Recuperado de <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11053.htm>. Acesso em 13/12/2018.

Miree, K.W. (2006). *From Theory to Practice: How to Build a Nonprofit Endowment?* Birmingham, Alabama. USA.

National Association of College and University Business Officers. (2016). *Commonfund Study of Endowment (NCSE).* Results (2016). Recuperado de <http://www.nacubo.org/Research/NACUBO-Commonfund_Study_of_Endowments.html.>. Acesso em: 02/12/2017.

Nese, A. A. S. (2017). *Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil. doi:10.11606/T.12.2017.tde-13062017-162106. Recuperado em 2018-11-26, de www.teses.usp.br.

Oliveira, L. (2016). *O Capital dos Pobres: Endowment Fund como inovação para a formação de poupança de longo prazo no Banco Palmas.* (Trabalho de Conclusão de Curso). Centro Sócio-Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC,

Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/167562>. Recuperado em 01-11-2018.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2009). *Guidelines for Pension Governance*: Paris OECD http://www.oecd.org/finance/private-pensions/oecdguidelinesforpensionfundgovernance.htm

Paixão, L. A., Pinheiro, R. P., & Chedeak, J. C. S. (2005). Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências e desafios regulatórios. *Revista de Previdência*, 3 (61), 35 – 53. Faculdade de Direito da UERJ. Rio de Janeiro.

Pereira, F., Miranda, R. B., & Silva, M. M. (1997). *Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna***.** Texto para Discussão, Nº 480. IPEA. Brasília.

Russell, C. (2006). *Trustee Investment Strategy for Endowments and Foundations***.** Inglaterra: John Wiley & Sons, Ltd. West Sussex.

Sabo Paes, J. E., & Queiroz Filho, A. S. (2014). A Importância dos Endowments ou Fundos Patrimoniais na Captação de Recursos para as Entidades Integrantes do Terceiro Setor e o Princípio da Livre Concorrência**.** *Revista de Direito Internacional, Econômico e Tributário (*Vol. 9, Nº 2, pp. 86-111). Brasília, DF. Recuperado de https://portalrevistas.ucb.br/index.php/RDIET/article/view/5674/3720> Acesso 21/09/2018.

Schanzebach, M. M., & Sitkoff, R. H. (2010). *The Prudent Investor Rule and Asset Allocation: An Empirical Analysis: Harvard University.* Harvard Law School Cambridge, MA 02138.

Schüler, F. L. (2012) *Gestão Cultural: O desafio da Sustentabilidade e a Alternativa dos Fundos de Endowment. Uma análise do caso brasileiro à luz da experiência canadense.* Universidade Federal de Pelotas, Interfaces Brasil/Canadá (Vol. 12, Nº 15, pp. 129-154). Canoas – RS. Recuperado de https://periodicos.ufpel.edu.br/ojs2/index.php/interfaces/article/view/7224> Acesso 02/12/2017.

Sotto-Maior, F. L. (2011). *Endowments no Brasil: a importação de uma estratégia de sustentabilidade***.** Jus Navigandi, ano 17, Nº 3127. Teresina. Recuperado de https://portalrevistas.ucb.br/index.php/RDIET/article/view/5674/3720>. Acesso 08/09/2018

Souza, A. G., Hirata A. J., Pannuzio, E., & Grazzioli, R. E. M. (2018). *Comentários à MP 851/2018 (Fundos Patrimoniais)*. Grupo de Institutos e Fundações de Empresas. São Paulo. Recuperado de <https://gife.org.br/wp/media/2018/09/Emendas_MP851.pdf>. Acesso em 03/11/2018

Spalding, E. (2016). *Os Fundos Patrimoniais Endowment no Brasil.* (Dissertação de Mestrado). Curso de Direito, Ciências Jurídicas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. Recuperado de http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/16554/disserta%C3%A7%C3%A3o_erika_spalding_vfinal1.pdf?sequence=1. Acesso em: 07/05/ 2017.

Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2011). *Guia de Melhores Práticas de Investimentos*. Recuperado de <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-em-investimento.pdf/view>. Acesso em: 29/11/2018.

Sueishi, R. M. (2012). *Os requisitos necessários para a implantação de um ENDOWMENT no Curso de Economia da Universidade Federal de Santa Catarina* (Monografia de Bacharelado em Economia). UFSC, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/94665>. Acesso em: 07/05/2017.

Swensen, D. F. (2009). *Pioneering portfolio management: an unconventional approach to institutional investment.* Nova York: Free Press.

Swensen, D. F. (2014) *Desbravando a Gestão de Portfólios: Uma abordagem não convencional para o investimento institucional*. [Tradução: Paula Oliveira] – São Paulo BEI Comunicação.

Yale University. Recuperado de <https://www.yale.edu/about-yale/traditions-history>. Acesso em: 20/11/2017.

APÊNDICE

Estrutura Geral de Governança e Investimentos:

1) Poderia descrever o processo de Governança? (Divulgação de relatório, Demonstrações Financeiras auditadas, Relatório e MP 851, composição e periodicidade das reuniões do Cons. Administração, Fiscal e Comitê de Investimentos).

2) Poderia descrever o processo de gestão de investimentos e política de resgate?

3) Qual sua percepção na utilização de ferramentas de gerenciamento de investimentos (Avaliação de performance, riscos de mercado, risco de crédito, risco de continuidade e risco legal), controles internos e contabilidade gerencial (*Balance Score Card* – BSC ou Planejamento Estratégico)?

Governança

4) O Fundo Patrimonial está alinhado com a MP 851 quanto ao Cons. Administração, Fiscal e Comitê de Investimentos (composição e indicações)?
( ) Sim ( ) Não

5) Qual a expectativa de adequação do Estatuto aos requerimentos da MP 851?

6) O Fundo patrimonial possui Limite de alçada, Limite de delegação de Autoridade para Operações e/ou Código de Conduta?
( ) Sim ( ) Não

7) Missão Visão e Valores da Instituição são alinhados na Política de Investimentos (ESG / PRI)?
( ) Sim ( ) Não

Gestão de Investimentos

8) Seleção de gestores, custodiantes e administrador fiduciário: O Fundo Patrimonial possui documento apresentando as principais etapas envolvidas na seleção de gestores de investimento e custódia e Administrador Fiduciário, incluindo a definição de mandato, critérios de análise quantitativa e qualitativa?
   ( ) Sim ( ) Não

9) Monitoramento de gestores, custodiantes e administrador fiduciário: O Fundo Patrimonial possui algum documento que evidencie as principais etapas de monitoramento, incluindo a metodologia aplicada, ferramentas utilizadas e frequência de acompanhamento destes profissionais?
   ( ) Sim ( ) Não

10) Política de Gestão de Riscos: O Fundo Patrimonial possui documento explicitando os principais riscos identificados na gestão de investimentos e o seu processo de monitoramento e mitigação de perdas financeiras e danos de imagem?
   ( ) Sim ( ) Não

11) Descreva em linhas gerais a Política de Gestão de Risco.

12) Programa de qualificação profissional: O Fundo Patrimonial adota programas de qualificação ou certificação profissional (CPA 10, CPA 20, CEA, ou outro equivalente) daqueles que lidam com investimentos, definindo ações de educação continuada e certificações (adequação a MP 851)?
   ( ) Sim ( ) Não

13) Existe um alinhamento entre a Política de Resgate e o orçamento da Instituição Apoiada? Existe um alinhamento entre objetivos de investimento, tolerância a risco e Política de Resgate?
   ( ) Sim ( ) Não

14) Como pode garantir que está contratando os melhores gestores alinhados com os objetivos da Política de Investimentos?

15) Estudos Técnicos Fundamentados: Na estratégia ou filosofia de investimentos são utilizados estudos técnicos que fundamentam a macroalocações de investimentos por classes de ativos (análises qualitativa ou quantitativa, *Stock Picking, Market Timing, Modern Portfolio Theory*, etc.)?

( ) Sim ( ) Não

16) Como pode garantir que está atualizado com as oportunidades no mercado? Como monitora as oportunidades de investimento?