51. O desempenho dos investimentos estruturados em 2016

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

No número anterior desta Coluna foi analisado o desempenho recente do segmento de renda variável, no âmbito dos investimentos que lastreiam o Plano Básico de Benefícios - PBB. Neste artigo é analisado o desempenho dos ativos que integram o segmento de investimentos estruturados, com descrição dos ativos que o compõem; com registro de estudo que denota a importância na seleção de fundos de *private equity* com gestores experientes; e com comentários sobre o racional que deve orientar a alocação de recursos neste segmento.

Descrição do segmento

O segmento somava R$ 554 milhões ao final de 2016, representando 5,7% dos investimentos ou 5,2% do patrimônio do Plano, tendo apresentado rentabilidade global de 6,34% no ano de 2016, contra um *benchmark* de 12,4% para o mesmo período.

Os recursos alocados no segmento estão distribuídos entre fundos de *private equity* (R$ 323 milhões) e fundos multimercados (R$ 231 milhões), com rentabilidades de -0,48% e 18,3%, respectivamente. A carteira de fundos de *private equity* registra saldo de cerca de R$ 131 milhões de recursos contratados e ainda não desembolsados, o que na prática eleva a exposição efetiva nesta carteira para R$ 454 milhões e no segmento de estruturados como um todo para R$ 685 milhões.

A carteira de fundos de participação em *private equity* conta com 20 fundos com estratégias diversificadas (*venture capital*, energia, agroindústria, imobiliário, mezanino, *buyout e growth*), dos quais 15 já estão em fase de desinvestimento. A rentabilidade negativa de 0,48% desta carteira decorreu de baixa contábil de R$ 51 milhões no FIP Global Equity, atual Brasil Equity, sem o que sua rentabilidade ascenderia a 15,3% no período. Os investimentos em fundos de *private equity* são considerados os ativos de maior risco para portfólios dos fundos de pensão, com rentabilidades esperadas também em patamares elevados. Estes investimentos são direcionados, de forma desconcentrada setorialmente, para fundos que apoiam empresas que estão implantando projetos de investimentos e que, em geral, ainda não podem acessar o mercado de capitais devido a fatores de alto risco envolvidos na execução de seus projetos. Os prazos relativamente longos para maturar os investimentos e preparar estas empresas para ingressar no mercado de capitais através de ofertas públicas de ações exigem um horizonte de três a cinco anos (ou mais, se forem investimentos em infraestrutura) para a análise de suas performances. A escolha de fundos com gestores qualificados é fator crítico para o êxito deste tipo de investimento, como analisado adiante.

A carteira de fundos multimercados está distribuída entre a gestão interna promovida no âmbito do Fundo Saíra, com alocação de R$ 169 milhões em diversos outros fundos com estratégias diferenciadas, e a gestão externa exercida no âmbito do Fundo JGP com alocação de R$ 62 milhões, este com estratégia semelhante à de fundo de ações. As respectivas rentabilidades foram de 15,8% e 25,0% em 2016. Os investimentos em fundos de multimercado também são de alto risco, embora em níveis relativamente menores com relação aos de *private equity* e a análise de performance pode ser feita em bases anuais. Este tipo de investimento pode ter tanto gestão interna quanto externa.

Gestão de fundos de *private equity*

O resultado de um estudo elaborado em fevereiro de 2016 pela Insper e Spectra, intitulado "Investimentos em *private equity* feitos por fundos de pensão brasileiros", conclui que a alocação no segmento pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC diferia bastante da realizada por outros investidores tradicionais globais, apresentando três pontos de divergência: (a) escolhas de gestores com times substancialmente menos experientes; (b) percentual alto de investimentos em fundos mono ativos, refletindo baixa diversificação e risco concentrado em poucas empresas; e (c) excessiva concentração nos setores de Infraestrutura e óleo & gás, em detrimento de uma alocação mais generalizada.

---

[1] Contador aposentado do BNDES, certificado pelo ICSS, pela ANBIMA (CPA-20) e pelo IBGC.

O estudo listou os gestores de *private equity* atuantes no país em dois grupos: os dez que mais receberam investimentos das EFPC e, de forma comparativa , os dez com mais ativos no país, tendo como fonte de captação todos os tipos de investidores e não apenas as EFPC. Como resultado foi constatado: (i) havia um único gestor presente nas duas listas, o que evidenciou baixa correlação entre os gestores das duas listas; (ii) quatro dos gestores que mais receberam investimentos de EFPC não eram membros da associação de classe do setor (Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity- ABVCAP), e (iii) a maior parte dos gestores que receberam investimentos de EFPC tinham baixa exposição na mídia especializada.

Para testar a hipótese de que os fundos de pensão brasileiros investem em gestores menos experientes, classificaram-se os gestores em Experientes e Não-experientes, considerando no primeiro grupo os gestores cuja equipe já tivesse trabalhado anteriormente com *private equity* em posição sênior com estratégia similar ao do fundo em questão e, por outro lado, considerando Não-experiente os gestores que tivessem criado fundos novos com estratégias substancialmente diferentes das utilizadas em fundos mantidos anteriormente. Foi apurado que menos de 16% do capital investido em *private equity* pelas EFPC foi alocado em gestores experientes. Este resultado fundamentou a tese do estudo de que as EFPC privilegiaram a escolha de gestores menos experientes e que esta seleção adversa tendia a prejudicar o retorno de suas carteiras de *private equity* no longo prazo.

Racional para a alocação no segmento

O segmento de investimentos estruturados e, em especial a carteira de fundos de *private equity*, é representado por investimentos de longo prazo com alto risco e de elevado retorno esperado, sendo um tipo de investimento marginalmente adequado para as EFPC, cujas obrigações se estendem por décadas. Esta premissa é válida desde que haja escolha criteriosa de gestores e que os volumes a serem alocados sejam calibrados com os prazos para a cobertura das obrigações com os participantes.

Nesta linha, um plano maduro como o PBB aparentemente ultrapassou o limite de alocação de recursos para este segmento, pelos seguintes motivos:

- no final de 2016 o PBB tinha um total de R$ 12.432 milhões de reservas matemáticas, sendo R$ 5.023 milhões relativos aos benefícios a conceder (reservas dos participantes ativos) e R$ 7.409 milhões relativos aos benefícios concedidos (reservas dos participantes assistidos), ou seja, com percentuais de participação sobre o total de 40% e 60% respectivamente;
- a natureza dos investimentos estruturados se adequa à obrigações futuras com os participantes ativos, cujo gozo de benefícios ainda tem um largo prazo a decorrer, enquanto que as reservas matemáticas dos benefícios concedidos têm que estar vinculados a ativos com alto índice de liquidez, necessário para pagar os benefícios previstos sem sobressaltos;
- ao utilizar as reservas matemáticas dos benefícios a conceder como base de cálculo para estimar, de forma simplificada, a exposição do PBB no segmento de investimentos estruturados, inclusive com a consideração da parcela contratada e ainda não desembolsada para os fundos de *private equity*, se obtém uma participação de 13,6% (R$ 685 milhões sobre R$ 5.023 milhões), o que é um percentual muito elevado se comparado com a média da participação dos investimentos estruturados no total dos investimentos das EFPC de 2,2% (fonte: ABRAPP); e
- a reforma previdenciária ou mesmo a reestruturação voluntária do PBB terá como efeito a extensão de prazos contributivos e redução de prazos de benefícios, o que deve acarretar a diminuição da dita base de cálculo representada pelas reservas matemáticas de benefícios a conceder, tendo como consequência a elevação do percentual já alto de participação do segmento de investimentos estruturados no total dos investimentos do Plano.

Em síntese, neste momento de grandes mudanças a alocação e a gestão de recursos garantidores no segmento de investimentos estruturados demanda atenção prudencial.

(*) Publicado na Coluna Previdenciária - jornal APAlavra nº 191, Ano XVI, de 05.10.2017.