53. Risco e retorno em Fundos de Pensão

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

Este artigo discorre sobre conceitos ligados a risco e retorno dos investimentos que constituem os ativos garantidores das reservas matemáticas de planos de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar- EFPC. Para tanto serão comentados três temas interligados: o nível de risco que as EFPC devem assumir na busca de retornos adequados; as características dos mercados nos quais estas entidades atuam; e as suas perspectivas para a realização de investimentos no exterior.

Nível de risco para as EFPC

As determinações legais definem claramente responsabilidades, objetivos e instrumentos para a gestão de riscos das EFPC. A responsabilidade pelo estabelecimento da estratégia e do nível de risco que a EFPC deve assumir é do seu Conselho Deliberativo (Art.10 da Lei Complementar nº 108). O risco dos investimentos deve estar em nível suficiente para manter o permanente equilíbrio entre os investimentos e o passivo atuarial (Art.12 da Resolução CMN nº 3.792). A assunção de riscos deve ser realizada com o uso de modelos que permitam acompanhar e gerenciar o risco e o retorno esperados dos investimentos e limitar as perdas máximas toleradas para os investimentos (Art.13 da mencionada Resolução).

O processo decisório real no âmbito destas linhas gerais é complexo por depender de consenso entre os membros do Conselho Deliberativo da EFPC sobre diversos temas, abrangendo, dentre outros, a distinção entre um nível de risco suficiente com relação a um nível de risco otimizado; a consideração de risco e retorno em conjunto com a manutenção de um nível adequado de liquidez; e a incorporação de métricas para controlar a exposição a risco ao longo do tempo (*duration*), compatibilizando prazos entre ativos e obrigações.

Esta complexidade é delimitada ou influenciada por fatores envolvidos em processos mentais de cada investidor individual e que são objetos de estudos pelas finanças comportamentais. Por exemplo, é muito comum a figura da Aversão a Perdas, viés comportamental que nos faz atribuir maior importância às perdas do que aos ganhos. Do ponto de vista psicológico, a dor da perda é sentida com muito mais intensidade do que o prazer com o ganho. Esta assimetria pode levar o investidor a assumir comportamentos irracionais, ao induzi-lo a liquidar precipitadamente posições lucrativas e ainda promissoras, por receio de perder o que já foi ganho; a desperdiçar boas oportunidades de investimento; ou a correr mais riscos no intuito de tentar recuperar eventuais prejuízos. A Aversão a Perdas é característica individual que denota determinada propensão ao risco, mas diversos estudos apontam que mulheres são mais avessas do que os homens; os inexperientes são mais avessos do que os especialistas; a aversão ao risco aumenta com a idade e este aumento é mais pronunciado entre as mulheres; e não se descobriu diferença significativa entre etnias diferentes. Em síntese, no âmbito de um grupo heterogêneo de pessoas, como as que compõem o Conselho Deliberativo de uma EFPC, o objetivo de obter consensos na definição de níveis de riscos aceitáveis e de medidas para a gestão de riscos pode se tornar um processo negocial intenso.

Características dos mercados

As decisões de investimentos das EFPC são enquadradas pelas características dos mercados nacionais nos quais são realizados estes investimentos. Atualmente, cerca de 90% dos ativos das EFPC estão alocados nos segmentos de renda fixa e de renda variável (Consolidado Estatístico ABRAPP de 30.06.17).

O mercado de renda fixa, principalmente os papéis de longo prazo, ainda está concentrado em títulos públicos, sendo negociados em mercado de balcão organizado e em plataformas eletrônicas de transações (CETIP Trader e CETIP Net). O mercado de balcão organizado é uma forma de transacionar considerada menos transparente e mais sujeita a manipulações com relação ao processo impessoal usado nas plataformas eletrônicas, no entanto, menos de 10% das transações com títulos públicos são realizadas nestas plataformas. Em 2005 foi feita recomendação de que estas plataformas fossem utilizadas, de forma progressiva, pelos investidores institucionais, principalmente as EFPC (veja os detalhes no texto para discussão "A utilização de sistemas eletrônicos para negociação de títulos e valores mobiliários de renda fixa pelas entidades fechadas de previdência complementar", Departamento de Assuntos Econômicos – Secretaria de Previdência Complementar – MPS, de 17.11.2005).

O mercado de renda variável é estreito e de baixa liquidez, com volume de negócios diário de cerca de R$ 6 bilhões na Bovespa. O Morgan Stanley Capital International organizou uma

---

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

carteira representativa das empresas abertas brasileiras sob a forma de um indicador, o MSCI Brazil Index, que contempla 57 ativos que somam 85% do valor de todas as ações negociadas no mercado nacional, o que espelha ainda baixa representatividade de alguns setores relevantes. O reduzido volume de negociações e baixo número de títulos impede que grandes investidores, como as EFPC, possam operar sem que muitas de suas estratégias sejam expostas aos demais agentes de mercado. Uma alternativa para melhorar resultados é a de permitir seu acesso, de forma massiva, a mercados globalizados.

Investimentos no exterior

A inclusão massiva de ativos no exterior amplia as possibilidades de investimentos das EFPC, permitindo alocação mais eficiente em termos de risco/retorno, acesso a portfólios diversificados e possibilidade de realizar *hedge* cambial.

As perspectivas de investimentos pelas EFPC no exterior esbarram nos limites de alocação estabelecidos pela Resolução CMN nº 3.792, que permite alocar até 10% dos recursos garantidores neste segmento. A estruturação de investimentos no exterior passa pela criação de fundos de investimentos locais, nos quais as EFPC devem respeitar a participação individual de até 25%, para os recursos alocados serem direcionados a fundos no exterior. Esta modelagem exige a busca de parceria no país para compor o *funding* e a seleção de gestores no exterior. A exposição atual das EFPC no segmento é insignificante, sendo que para ativos no total de R$ 771 bilhões, as EFPC alocaram R$ 2,5 bilhões em Outros, representando uma participação de 0,3%, salientando que esta rubrica inclui diversos itens além de investimentos no exterior (Consolidado Estatístico ABRAPP de 30.06.17). Uma avaliação sobre as EFPC mais ativas no segmento revela que quatro dos maiores fundos detém aplicações no exterior no valor de R$ 386 milhões, o que comparado com o somatório de seus investimentos, no valor de R$ 243 bilhões, resulta em uma alocação média de 0,16%. A EFPC mais atuante entre estas quatro detinha 0,7% de seus ativos no segmento. A FAPES fixou em sua última Política de Investimentos limite de 5%, sendo que atualmente não tem recursos alocados no segmento.

Conclusões

Atuar massivamente em mercados globalizados significa incorrer em novas classes de riscos. Os mercados desenvolvidos são os palcos onde emergem os *cisnes negros*, que constituem os eventos que exercem impacto extremo, não estão no âmbito das expectativas comuns (*outliers*), e são explicáveis apenas a posteriori. Três exemplos recentes de *cisnes negros* são a crise de hipotecas *subprime*; as transações de alta frequência (*high frequency trading* – HFT) e as fraudes de Bernard Madoff. Estes casos revelam diferentes níveis de conduta ética dos agentes de mercado. A crise das hipotecas *subprime* envolveu práticas questionáveis do ponto de vista ético, embora não representassem flagrantes ilegalidades, e teve seu ápice com a quebra do Banco Lehman Brothers, ocorrida em 15 de setembro de 2008. As transações de alta frequência (*high frequency trading* – HFT), que inclusive levaram à diversas "quedas fulminantes" (f*lash crash*), como a de 6 de maio de 2010, envolveram práticas não equitativas que foram posteriormente consideradas ilegais, favorecendo alguns agentes de mercado, sendo relatadas no livro "Flash boys: revolta em Wall Street" (Michael Lewis, Ed. Intrínseca, 2014). A revelação do esquema Ponzi ou de pirâmide patrocinada por Madoff ocorreu em 10 de dezembro de 2008, acarretando perdas brutas de US$ 65 bilhões para os investidores (no processo de liquidação foram recuperados cerca de US$ 20 bilhões), sendo um caso criminal retratado no livro de reportagem investigativa "O mago das mentiras" (Diana B. Henriques, Ed. Record, 2017). Em comum nos três casos foi a participação ativa dos principais agentes do mercado, tema que será desenvolvido em outro artigo desta Coluna.

Em síntese, existem oportunidades tentadoras nos mercados globalizados que devem ser avaliadas em conjunto com outros fatores: a emergência recorrente de *cisnes negros*; a existência de predadores sofisticados e a baixa eficácia dos instrumentos tradicionais de gestão de riscos, geralmente comprovada apenas depois da ocorrência de crises. Este contexto reaviva a lembrança do discurso de Enkidu ao povo de Uruk no século VII a.C. comentando as diversas faces da aleatoriedade conforme relatado na Epopeia de Gilgamesh: "Agir é arriscado, não agir também. Há coisas que conhecemos, e sabemos que conhecemos – é o conhecido conhecido. Há coisas que sabemos que não conhecemos – é o conhecido desconhecido. Há o desconhecido desconhecido: as coisas que ainda não sabemos que não conhecemos. E o que isso nos ensina? Que o mundo em que vivemos é um mundo impiedoso e vasto, um mundo complicado, em que a negação e a manipulação são moeda corrente".

(*) Publicado na Coluna Previdenciária - jornal APAlavra nº 194, Ano XVI, de 27.12.2017.