# 82. Gestão dos Investimentos do PBB – Parte 3

**Sebastião Bergamini Junior (*)[1]**

O Efeito Dunning-Kruger é um viés cognitivo pelo qual pessoas com baixa habilidade em uma tarefa superestimam sua habilidade.

*Resultado dos estudos feitos por David Dunning e Justin Kruger*

Essa Coluna prossegue com a análise da gestão dos investimentos do Plano Básico de Benefícios- PBB durante o triênio 2020/202, com foco na carteira de renda variável. Nessa avaliação foram utilizadas as informações públicas disponíveis constantes dos Relatórios Anuais ou Relatórios Integrados e dos Relatórios de Raio X de dezembro de cada ano.

## 6. Carteira de Renda Variável

Como destacado anteriormente, o equilíbrio do Plano somente pode ser visualizado, de forma clara e cristalina, a partir do exame dos retornos expressos em reais relativos aos quatro grandes fatores que determinam este equilíbrio: de um lado, as saídas compostas pelo pagamento de benefícios e pelo crescimento das provisões matemáticas, e de outro, os ingressos decorrentes das contribuições e dos retornos dos investimentos. A ênfase na apresentação, pelos gestores do Plano, do desempenho dos investimentos baseado em rentabilidades dificulta e, em alguns casos, impossibilita, a visualização da contribuição de cada uma das classes de ativos, e mesmo de cada investimento, para manter o equilíbrio do Plano. Essa visualização é importante porque o olhar prospectivo sobre a evolução do equilíbrio do Plano depende da compreensão das estratégias adotadas no passado. A gestão da carteira de renda variável no triênio foi opaca em razão da ausência de informações sobre retornos por classes de risco ou por ativos específicos.

### 6.1. RV: Composição

A renda variável apresentou participação declinante na carteira de ativos durante o triênio, passando de 26% para 9% da carteira de ativos. Ao se considerar a inclusão do nocional dos contratos futuros Ibovespa (IND), o total de investimentos em renda variável declinou de 26%para 16% do total dos investimentos (Quadro 17).

**Quadro 17. Renda Variável: Composição**

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|
| **1. Alocação RV** | | | | |
| 1. Gestão própria | 2.880 | 962 | 626 | 292 |
| 2. Gestão 3ºs | 789 | 985 | 752 | 963 |
| - Carteira de Ativos | 3.669 | 1.947 | 1.378 | 1.255 |
| 3. Nocional de Contr.Futuros IND | 0 | 2.648 | 1.760 | 1.437 |
| - Carteira de Investimentos | 3.669 | 4.595 | 3.138 | 2.692 |
| - Total de Ativos | 14.309 | 14.529 | 14.491 | 14.558 |
| RV como % dos Ativos | 25,6% | 13,4% | 9,5% | 8,6% |
| - Total de Investimentos | 14.309 | 18.232 | 17.254 | 16.663 |
| RV como % dos Investimentos | 25,6% | 25,2% | 18,2% | 16,2% |

Desde janeiro de 2022, quando foi iniciada a estratégia de gestão alavancada, com a formação de uma carteira de contratos futuros de Índice Bovespa (IND) e de contratos futuros de Índice S&P 500 (ISP), os derivativos sempre mantiveram participação superior à dos ativos reais no segmento de renda variável, embora com trajetória declinante[2]. O elevado nível de alocação em derivativos denota seu relevante papel na formação dos resultados da renda variável.

[1] Ex-conselheiro da FAPES em quatro mandatos; com certificação CPA-20 pela ANBIMA, Administração em previdência pelo ICSS e de conselheiro fiscal e de administração pelo IBGC. As opiniões emitidas são de sua inteira responsabilidade, não expressando a posição oficial da APA.

[2] A relação derivativo/ativo real evoluiu de 136% para 115% no decorrer do triênio.

### 6.2. RV: Rentabilidades & Retornos

O mercado de renda variável foi muito afetado no triênio em análise, com o *benchmark* Ibovespa registrando desempenho médio negativo de 5% no triênio[3]. A carteira de renda variável do PBB performou muito mal com relação ao seu *benchmark*: no acumulado trienal a rentabilidade foi negativa em 44%, correspondendo, em termos de retorno, à perda de R$ 1.020 milhões (Quadro 18). Essa situação denota que, no triênio, o segmento de renda variável foi o grande responsável pela má performance dos investimentos e pelo atual estado de desequilíbrio do Plano.

**Quadro 18. Renda Variável: Rentabilidades & Retornos**

| | 2020 | 2021 | 2022 | Triênio |
|---|---|---|---|---|
| **1. Rentabilidades da RV** | -5,40% | -28,89% | -17,43% | -44,46% |
| - Benchmark: Ibovespa | 2,90% | -11,90% | 4,70% | -5,08% |
| **2. Retornos da RV** | -281 | -525 | -213 | -1.020 |
| - Retorno da Carteira de Ativos | -323 | -223 | -139 | -685 |
| - Retorno Contratos Futuros IND | 42 | -302 | -74 | -335 |

O desdobramento desse retorno entre o resultado obtido na gestão própria e o proveniente da gestão de terceiros não está disponível, impossibilitando a avaliação do desempenho específico de cada gestor. A carteira de contratos futuros, de gestão própria, determinou um retorno negativo de R$ 335 milhões no triênio, registrando que apenas no ano de 2020 houve retorno positivo. Os restantes R$ 685 milhões apurados no triênio são perdas que decorrem, indistintamente, tanto da gestão própria quanto da gestão de terceiros. Na gestão própria, os valores alocados nos anos de 2020 e 2021 e até setembro de 2022 se referem, majoritariamente, às operações decorrentes da consecução da estratégia Smart Beta, que foi descontinuada em setembro de 2022. São desconhecidos os valores alocados pela gestão própria em cada estratégia utilizada na renda variável durante o período. O saldo alocado na renda variável de gestão própria no final de 2022 corresponde à parcela mantida sob gestão passiva. No entanto, podemos especular qual seria o resultado desse segmento, caso tivesse sido utilizada a gestão passiva baseada na manutenção de uma carteira de ETF durante todo o período. A aplicação de regra de três simples permite inferir, de forma simplificada, que o retorno negativo teria sido nove vezes menor, de R$ 117 milhões em vez de R$ 1.020 milhões, o que corresponderia à um resultado positivo para o Plano de R$ 903 milhões.

### 6.3. RV: Gestão terceirizada: Composição

No triênio todos os fundos de renda variável terceirizados utilizaram estratégias de retorno total, com saldos médios totalizando valores próximos de R$ 1 bilhão, à exceção de 2021, quando o saldo ficou em R$ 752 milhões (Quadro 19).

**Quadro 19. Renda Variável: Gestão terceirizada - Composição**

| | 2020 | 2021 | 2022 | Estratégia | Aportes |
|---|---|---|---|---|---|
| **1. Alocação em R$ MM** | | | | | |
| Constância Multi | 65 | 0 | 0 | Smart Beta | - |
| SQA Sanhaço | 154 | 133 | 183,0 | Ret.Total | - |
| Atmos Curió | 320 | 273 | 183,5 | Ret.Total | - |
| Fundo Leblon (Sabiá) | 145 | 113 | 102,0 | Ret.Total | abr/2020 |
| Fundo Equitas (Sabiá) | 142 | 105 | 85,7 | Ret.Total | abr/2020 |
| Fundo Moat (Sabiá) | 160 | 128 | 109,0 | Ret.Total | mai/2020 |
| Fundo Truxt (Sabiá) | 0,0 | 0 | 151,2 | Ret.Total | fev/2022 |
| Fundo Navi | 0,0 | 0 | 148,4 | Ret.Total | mar/2022 |
| Total Alocado | 985 | 752 | 963 | | |

Pelas datas dos aportes e das liquidações ocorridas no triênio se depreende que apenas dois fundos geridos por terceiros permaneceram no portfólio do Plano durante todo o período: SQA Sanhaço e Atmos Curió. Três fundos receberam aportes no 1º semestre de 2020, quando houve

[3] Na análise anual desse *benchmark,* se constata resultados positivos de 3% e de 5% nos anos de 2020 e 2022, respectivamente, e resultado negativo de 12% em 2021.

a liquidação de quatro fundos até então existentes, e outros dois fundos são relativamente recentes, tendo recebido aportes no início de 2022.

### 6.4. RV: Gestão terceirizada: Rentabilidades

No triênio a rentabilidade média dos fundos foi negativa em 25%, em comparação com o benchmark, também negativo em 5%. Este fato evidencia que, na média, a gestão ativa externa não foi exitosa e que a "busca por Alpha" foi frustrante durante todo o triênio.

**Quadro 20. Renda Variável: Gestão terceirizada - Rentabilidades**

| Rentabilidade em % | 2020 | 2021 | 2022 | Triênio | | Aportes |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Constância Multi | -6,6% | 0,0% | 0,0% | n.a. | | |
| SQA Sanhaço | 2,6% | -13,4% | 2,7% | -8,7% | P | |
| Atmos Curió | 3,3% | -14,5% | -17,8% | -27,4% | P | |
| Fundo Leblon (Sabiá) | 45,6% | -22,6% | -9,1% | 2,4% | - | abr/2020 |
| Fundo Equitas (Sabiá) | 42,5% | -26,1% | -18,2% | -13,9% | - | abr/2020 |
| Fundo Moat (Sabiá) | 59,4% | -19,7% | -14,9% | 8,9% | - | mai/2020 |
| Fundo Truxt (Sabiá) | 0,0% | 0,0% | 0,3% | 0,3% | - | fev/2022 |
| Fundo Navi | 0,0% | 0,0% | -1,1% | -1,1% | - | mar/2022 |
| Médias | -0,8% | -18,1% | -7,3% | -24,7% | | |
| **Benchmark: Ibovespa** | 2,9% | -11,9% | 4,7% | -5,1% | | |

A análise individual de cada fundo durante o triênio demonstra que, ao se considerar os efeitos sazonais decorrentes das alterações na composição da carteira terceirizada, nenhum dos fundos terceirizados superou o *benchmark* Ibovespa.

### 6.5. RV: Gestão terceirizada: Alterações na composição

A evolução da gestão terceirizada e de suas rentabilidades, apresentadas nos Quadros 19 e 20, deve ser interpretada pelo leitor de forma a considerar os efeitos da drástica alteração na composição dos fundos terceirizados ocorrida no primeiro semestre de 2020, decorrente da crise econômica acarretada pela COVID-19. Essa transição está detalhada no Quadro 21.

**Quadro 21. Renda Variável - Gestão terceirizada: Performance em 2020**

| Desempenho em 2020 | Alocação Inicial | Alocação Final | Rentabilidade | Estratégia | Datas Final/Inicio |
|---|---|---|---|---|---|
| Quest Gaivota | 139 | 0 | -35,4% | Índice ativo | mar/2020 |
| ARX Melro | 119 | 0 | -41,1% | Índice ativo | mar/2020 |
| XP Long Biased 30 | 92 | 0 | -42,1% | Long Biased | abr/2020 |
| JGP Equity Explorer | 112 | 0 | -25,6% | Long Biased | abr/2020 |
| | | | | | |
| Fundo Leblon (Sabiá) | 0 | 145 | 45,6% | Ret.Total | abr/2020 |
| Fundo Equitas (Sabiá) | 0 | 142 | 42,5% | Ret.Total | abr/2020 |
| Fundo Moat (Sabiá) | 0 | 160 | 59,4% | Ret.Total | mai/2020 |
| Total Alocado | 462 | 447 | -4,1% | | |
| Benchmark: Ibovespa | | | 2,9% | | |
| Retornos estimados | -165,6 | 147,1 | | | |

Em março e abril foram liquidados quatro fundos, à saber: Quest Gaivota, ARX Melro, XP Long Biased 30 e JGP Equity Explorer. Na data das respectivas liquidações, esses fundos apresentavam desempenho anual até então muito negativo de, respectivamente, 35%, 41%, 42% e 26%. Os recursos da liquidação, no montante de cerca de R$ 300 milhões, foram aplicados em três fundos nos meses de abril e maio, à saber: Leblon, Equitas e Moat, todos alocados no Fundo Sabiá. A realocação foi uma movimentação foi forçada por inédita crise de liquidez que atingiu o portfólio de ativos do Plano, por razões que serão examinas na próxima Coluna. Considerando que os fundos liquidados e os então novos fundos não sofreram movimentação, estima-se que o conjunto dos sete fundos gerou retorno negativo liquido de R$ 19 milhões em 2020, sendo R$ 166 milhões de prejuízos decorrentes dos quatro fundos liquidados e R$ 147 milhões de retorno positivo dos três novos fundos. Os desempenhos dos demais segmentos de investimentos e a estratégia adotada no triênio de 2020/2022 serão abordados na próxima Coluna.