## 13. O desempenho da FAPES em 2011

Sebastião Bergamini Junior (*)

Este artigo dá continuidade ao anterior, que versou sobre o desempenho da indústria de fundos de pensão fechados, no qual apresentei o posicionamento da FAPES com relação ao setor. Os investimentos da Fundação estão concentrados: 84% dos ativos estão alocados nos segmentos de renda fixa (RF), com R$ 4,1 bilhões ou 55,3% do total, e no de renda variável (RV), com R$ 2,1 bilhões ou 28,7%. As rentabilidades foram, respectivamente, de 15,9% e -8,4%, denotando, na comparação com a amostra selecionada, um bom rendimento no primeiro segmento, mas um desempenho sofrível no segundo.

A análise abaixo, portanto, está centrada na carteira de RV em razão do seu desempenho negativo. Os dados da amostra selecionada mostram que os resultados do setor oscilam entre um desempenho positivo de 10,5% (Fundação CESP) e um negativo de 9,0% (Fundação COPEL), com média setorial positiva de 1,4%. O *benchmark* adotado pela Fundação para o segmento, o IBrX, apresentou variação negativa de 11,4% no exercício de 2011.

O aprofundamento da análise, com o desdobramento da rentabilidade global do segmento de RV da FAPES entre suas diversas sub carteiras, revela o seguinte panorama: (a) o Fundo Sabiá, de gestão própria conduzida pelo Diretor de Investimentos, com estilo ativo baseado no *benchmark* IBrX e ativos no valor de R$ 1.143 milhões, registrou uma rentabilidade negativa de 17,6%; (b) o Fundo Andorinha, de gestão própria controlada diretamente pelo Conselho Deliberativo, com estilo ativo baseado em empresas de valor e ativos no valor de R$ 598 milhões, apresentou rentabilidade positiva de 8,4%; e (c) os quatro fundos terceirizados de gestão ativa (Uirapuru, Tiê, Gaivota e Canário), com um total de ativos no valor de R$ 356 milhões não foram objetos de avaliação no presente artigo.

A distribuição entre as sub carteiras de RV torna evidente o importante papel do Diretor de Investimentos, diretamente responsável pela gestão do Fundo Sabiá, no qual estão alocados 55% dos ativos do segmento, e com ingerência parcial na gestão do Fundo Andorinha e pouca ingerência na gestão dos quatro fundos terceirizados. O foco da analise foi deslocada, então para o desempenho do Fundo Sabiá, salientando que as dificuldades em realizar uma adequada qualificação do seu desempenho demandam

comentários sobre as atribuições do gestor, a escolha dos possíveis *benchmarks* e as dificuldades em obter comparabilidade.

O gestor de um fundo de pensão tem grande responsabilidade, ao gerenciar uma equipe de profissionais altamente especializada, de forma a obter o melhor embasamento técnico para a tomada de decisões, ressaltando que o seu trabalho deve ser avaliado pelos resultados obtidos no longo prazo. O processo de gestão dos investimentos é profundamente afetado pelo estilo, formação e valores do gestor, ou seja, substituir o gestor significa promover mudanças radicais na administração dos investimentos. O processo de gestão dos investimentos também é afetado, de forma significativa, pela denominada "governança dos investimentos", tema que será desenvolvido em futuro artigo.

O uso de benchmarks para a RV de fundos de pensão é problemática. A utilização dos índices de desempenho gerencial – IDG's, coletados e organizados pela ABRAPP, somente é possível por acesso controlado por meio de uso de senhas. No entanto, é possível utilizar outra base de dados, como o da ANBIMA, relativo ao desempenho dos fundos de ações que guardem alta similaridade com o Fundo Sabiá.

Uma alegada dificuldade em obter comparabilidade no segmento de RV é constituída pelos diferentes critérios na valoração dos ativos pelas diversas entidades. Essa dificuldade, no entanto, está sendo gradativamente superada, na medida em que a administração dos fundos de pensão se dá, cada vez mais, por meio de fundos exclusivos, que adotam as mesmas regras básicas usadas pelos fundos abertos no que tange à precificação e ao registro das operações. Os ativos de RV dos fundos estão divididos em três níveis para efeitos de precificação: no primeiro, as ações com liquidez na Bolsa, valoradas pelo valor corrente de mercado; no segundo nível, as ações sem liquidez na Bolsa, valoradas pelo valor ajustado das últimas transações e, no terceiro nível, as ações de empresas fechadas, valoradas pelo valor justo calculado com base no fluxo de caixa descontado.

Com essas informações tenho informações que, na minha opinião, permitem qualificar os resultados obtidos pelo Fundo Sabiá no último exercício, embora sem poder entrar em considerações sobre a adequação da estratégia efetivamente utilizada na sua gestão.

A avaliação de longo prazo denota as dificuldades do Fundo Sabiá em apresentar resultados, pois "ganhou" de seu benchmark, constituído pelo IBrX, somente nos exercícios de 2008 e 2010 (-36,9% contra -43,1% em 2008 e 1,7% contra 0,8% em 2010),

tendo “apanhado” do índice nos outros três anos do quinquênio 2007/11 (49,5% contra 51,5% em 2007; 63,0% contra 72,4% em 2009, e -17,6% contra -11,4% em 2011).

O Fundo Sabiá apresentou, em 2011, um prejuízo de R$ 244 milhões e, para dar uma dimensão dos valores envolvidos, elenco duas hipóteses alternativas: (a) com o uso do estilo de gestão passiva, baseado no IBrX, esse prejuízo teria sido de R$ 158 milhões, ou seja, haveria uma diferença positiva nas reservas de R$ 86 milhões; e (b) com a adoção da mesma estratégia utilizada na gestão do Fundo Andorinha, teria sido apurado um lucro de R$ 116 milhões, ou seja, uma diferença positiva nas reservas de R$ 360 milhões.

Posso inferir que a indústria como um todo também não foi mal, considerando duas informações: (a) a rentabilidade média positiva do setor foi de 1,4%, indicando que a FAPES poderia ter tido um lucro de R$ 19 milhões, gerando uma diferença positiva de R$ 263 milhões nas reservas, caso performasse na média; e (b) a rentabilidade da Fundação CESP foi de 10,5%, indicando que a FAPES poderia teria tido um lucro de R$ 146 milhões, ou seja, uma diferença positiva de R$ 390 milhões, caso tivesse tido o mesmo desempenho daquela entidade. Registro que, depois de uma rápida verificação, apurei que as carteiras das entidades constantes da amostra selecionada são pouco afetadas pela presença de empresas no nível três, o que concede, em grandes números, um alto grau de comparabilidade entre os resultados da FAPES e a média setorial, conforme exposto no artigo anterior.

Por não dispor dos IDG’s, utilizei duas classes de fundos de RV que estimei serem mais assemelhadas ao Fundo Sabiá: a classe de Fundo de Ações IBrX Ativo e classe de Fundo de Ações Livre (Anexo Estatístico do Boletim ANBIMA), cujo primeiro quartil, ou seja, o limite que separa os 25% dos fundos com pior desempenho em 2011 foi, respectivamente, de -16,9% e de -16,3%. Em outras palavras, o desempenho do Fundo Sabiá está no pior quartil com relação a duas classes dos fundos abertos de RV no exercício de 2011.

Registro que, salvo a obtenção de explicações mais detalhadas da administração da Fundação, os participantes não terão acesso, em detalhes, aos vetores que determinaram o péssimo desempenho do Fundo Sabiá, contaminando o resultado global dos investimentos de nossa Fundação no ano passado. Finalmente, lembro que o Diretor de Investimentos foi substituído em novembro do ano passado.

(*) contador aposentado do BNDES, certificado pelo ICSS e pela ANBIMA (CPA20), foi membro do Conselho Fiscal (2002/07) e do Conselho Deliberativo da FAPES (2007/11)