84. Gestão do Plano Básico de Benefícios- PBB

Sebastião Bergamini Junior (*)[1]

Ninguém coloca filtro no Instagram para ficar mais feio.

Nesta Coluna estão reportadas as conclusões relevantes sobre o desempenho do Plano Básico de Benefícios-PBB no triênio 2020/2022, cujos detalhes foram relatados nas cinco Colunas anteriores. As lacunas informacionais deixam margem para interpretações errôneas dos leitores, evidenciando as oportunidades de melhorias existentes para aperfeiçoar o processo de comunicação e de prestação de contas sobre a gestão do PBB.

9. Síntese conclusiva

Esta síntese explora quatro temas: os objetivos de investimentos de planos de benefícios definidos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar- EFPC; a estratégia adotada no triênio 2020/2022 para a gestão dos recursos garantidores do PBB; a aderência dos atos de gestão às determinações normativas; e os possíveis aperfeiçoamentos na disponibilização de informações (transparência) e na prestação de contas (*accountability*). Os Relatos Integrados anuais e os Relatórios de Raio X disponibilizados mensalmente não contemplam, em sua completude, as informações necessárias para o pleno entendimento por parte dos leitores acerca da gestão do PBB. O primeiro passo para uma efetiva prestação de contas é a concessão de ampla transparência sobre os atos de gestão, sendo mais o resultado do desejo de informar do que o cumprimento formal da obrigação de informar.

9.1. Objetivos dos investimentos

Os objetivos dos investimentos do PBB se submetem às determinações dos órgãos de regulação aplicáveis às EFPC, que preconizam a observância dos "*princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, adequação à natureza de suas obrigações e transparência*"; determinam que "*a aplicação dos recursos deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades, as necessidades de liquidez e os fluxos de pagamentos dos ativos*"; dispondo ainda que "*a gestão dos fluxos de pagamentos dos ativos deve ser compatível com os prazos e o montante das obrigações atuariais, com o objetivo de manter o equilíbrio econômico-financeiro entre ativos e passivos do plano*"[2]. A análise das normas permite concluir que a gestão de investimentos de uma EFPC se rege por visão especifica, de orientação mais conservadora do que a aplicável à média dos demais agentes do mercado financeiro. Uma EFPC não tem o objetivo de procurar a maximização dos resultados ("buscar Alfa"). Siga a linha de raciocínio: (i) o objetivo maior de uma EFPC é o de manter o equilíbrio entre os recursos garantidores, que constituem os ativos do Plano, com as obrigações registradas nas provisões matemáticas, que constituem seus passivos; (ii) as EFPC atuam de forma singularmente diferente e de forma mais conservadora do que as gestoras de ativos, pois buscam antes a diversificação do que a maximização dos retornos contemplada na busca de Alfa, que se materializa no objetivo de obter retornos acima da média; e (iii) a busca de Alfa, principalmente por meio do uso de produtos e instrumentos financeiros mais sofisticados, não está no espaço de atuação de uma EFPC, salvo melhor juízo, na medida em que a maximização de retornos implica, necessariamente, em correr riscos maiores do que os ordinários. A indústria financeira tem *lobby* poderoso junto aos fundos de pensão, existindo casos em que gestores externos recomendam produtos que mais atendem seus interesses do que os dos fundos de pensão. As operações com produtos complexos, que fogem ao entendimento da maioria dos beneficiários do Plano, deveriam ser realizadas, em tese, de forma excepcional, prudencial e bem fundamentada. Se e quando realizadas deveriam ser amplamente divulgadas, em alinhamento à determinação do regulador de proporcionar ampla transparência à administração dos ativos garantidores do Plano que estão sob sua responsabilidade fiduciária. Ressalta-se que sem ampla transparência não haverá a prestação

---

[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] Resolução CMN nº 4.994, de 24/03/2022; Artigo 4º, Inciso I; e Artigo 5, Caput e Parágrafo Único.

de contas, que consiste na demonstração de que os atos de gestão praticados estão perfeitamente alinhados às expectativas dos proprietários dos recursos geridos.

9.2. Estratégia adotada no triênio 2020/2022

O ano de 2019 foi o último no qual os resultados obtidos foram bons, superando as expectativas. Naquele ano o equilíbrio do Plano foi favorecido pelas altas nos mercados financeiro e bursátil. No caso do PBB o resultado final foi positivo, independentemente do provisionamento dos contratos de dívidas mantidos junto ao patrocinador ocorrido naquele ano e que se estendeu até 2021. A reversão dos mercados financeiros observada a partir de 2020 iniciou com a crise de liquidez ocorrida no primeiro semestre de 2020, em razão da COVID-19. Esta reversão ocorreu de forma concomitante à duas mudanças estratégicas internas: em 13/02/2020 o Diretor de Investimentos ou AETQ (administrador estatutário tecnicamente qualificado) foi formalmente substituído, embora suas funções estivessem sendo divididas há algum tempo com o novo Diretor de Investimentos; e, em janeiro de 2020, começou a implantação da estratégia agressiva de busca de Alfa, com a formação, de imediato em um único mês, de uma carteira de contratos futuros com valor nocional de R$ 3,2 bilhões, contemplando a renda variável do mercado doméstico e internacional. O mercado de ações doméstico, diferentemente do internacional, ficou estagnado no triênio, afetando negativamente os resultados dos investimentos, e por tabela no equilíbrio do plano, sendo este o fator mais relevante para a evolução fortemente negativa do Plano. O retorno do segmento de renda variável no triênio foi negativo em R$ 1.020 milhões, portanto a presente análise estará focada na gestão da renda variável doméstica, com destaque para quatro eventos relevantes que estão associados entre si, à saber: (i) os resultados da formação da carteira de contratos futuros; com ênfase nas decisões que afetaram a liquidez da carteira de investimentos do Plano no primeiro semestre de 2020; (ii) o desempenho altamente negativo da estratégia *Smart Beta* observada no triênio, decorrente da busca de Alfa, salientando que esta alocação esteve exclusivamente sob gestão própria; (iii) a alocação da renda variável sob gestão de terceiros ao longo do triênio, também orientada para a busca de Alfa; e (iv) a manutenção da gestão ativa na totalidade dos ativos alocados em renda variável, tanto de gestão própria quanto de gestão terceirizada, na busca frenética de Alfa. A gestão passiva da renda variável ficou limitada à posição de contratos futuros até setembro de 2022, quando foi formada uma carteira de ativos de renda variável de gestão passiva.

(a) Contratos futuros e Liquidez do Plano

Em janeiro de 2020 foi alocado, em valores nocionais, o montante de R$ 3,2 bilhões em contratos futuros de índice Bovespa (IND) e de índice S&P 500 (ISP), o primeiro vinculado à renda variável no mercado doméstico e o segundo à renda variável no exterior[3]. Essa alocação foi realizada em um único mês, ignorando o "momento" de mercado, fator essencial a ser considerado prudencialmente na gestão de qualquer EFPC, pois ao aderir à premissa de um horizonte de longo prazo o gestor deveria constituir essa posição ao longo de alguns meses. Nos dois meses seguintes houve profunda deterioração da conjuntura econômica por conta da COVID-19, com perdas expressivas afetando todos os mercados e restringindo fortemente a liquidez dos agentes financeiros, inclusive a do PBB. As operações com contratos futuros exigiram depósitos na B3 de margens sob a forma de LFT em valor mínimo equivalente a 15% da posição mantida, portanto, a posição inicial assumida em janeiro de 2020 exigiu depósito inicial no montante de quase R$ 500 milhões. A esse valor devem ser adicionados os ajustes diários das margens. O Relatório Raio X de dezembro de 2020 revela os ajustes negativos no auge da crise, em fevereiro e março, totalizaram R$ 839 milhões de perdas[4]. No final do trimestre o total das margens depositadas ascendia a mais de R$ 1,2 bilhões, sendo quase R$ 900 milhões de prejuízos. Os mercados se acalmaram a partir de abril, registrando-se significativa recuperação, com o registro de sucessivas margens positivas no decorrer do ano que permitiram finalizar o exercício de 2020 com margem final positiva de R$ 42 milhões. De forma estrutural, o resultado líquido total dos

[3] Detalhado na Coluna nº 82, publicado no Apalavra de setembro de 2023.

[4] Os ajustes negativos foram de R$ 209 milhões e 630 milhões, em fevereiro e março respectivamente, conforme consta no Relatório Raio X de dezembro/2020.

contratos futuros IND e ISP foi de R$ 125 milhões de perdas ao longo do triênio, sendo R$ 335 milhões de perdas em IND, compensados por ganhos de R$ 210 milhões em ISP.

(b) Gestão própria: Estratégias *Smart Beta*

Na busca de Alfa, os gestores internos utilizaram estratégias *Smart Beta* durante o triênio 2020/2022, período no qual foram transacionados cerca de R$ 23,4 bilhões em ações, que geraram perdas de R$ 234 milhões[5], salientando que estas estratégias foram descontinuadas em setembro de 2022 por decisão do Conselho Deliberativo da Fundação.

(c) Gestão terceirizada da renda variável

A evolução da gestão terceirizada revela significativa alteração na sua composição, ocorrida no primeiro semestre de 2020, decorrente da crise da COVID-19 e seu impacto na liquides dos ativos do Plano. Este período conturbado resultou em fato inédito para o PBB, com a emergência de uma forte crise de liquidez decorrente dos contratos futuros, salientando que, em tese, fundos de pensão não deveriam sofrer crises de liquidez. A B3 aceitava as LFT como garantia de margens dos contratos futuros, mas não os valores relativos às operações compromissadas, o que exigiu a liquidação, em curto espaço de tempo, de posições em outros ativos, afetando inclusive a gestão terceirizada da renda variável. Os cálculos de margens pela B3 consideram também o patrimônio dos fundos que carregam os contratos futuros, que no caso do PBB era o patrimônio do Fundo Sabiá, que se revelou insuficiente no período, tornando necessário reforça-lo. Este reforço foi obtido com a liquidação em março e abril de quatro fundos (Quest Gaivota, ARX Melro, XP Long Biased 30 e JGP Equity Explorer), e a aplicação desses recursos em outros três fundos nos meses de abril e maio (Leblon, Equitas e Moat), todos os três alocados no Fundo Sabiá, enquanto que os fundos liquidados estavam alocados diretamente no Plano[6]. Na liquidação forçada se observou caso em que a efetiva liquidação ocorreu apenas dois meses depois da cotização (D+60), gerando perda indireta pela esterilização temporária dos recursos resgatados. Todos os fundos de renda variável terceirizada buscavam Alfa, ou seja, retornos acima da média de mercado. Este objetivo foi frustrado em todos os anos do triênio, com os fundos terceirizados obtendo rentabilidade acumulada negativa de 25% comparativamente à evolução, também negativa, do benchmark Ibovespa de 5% no mesmo período[7]. O retorno da renda variável terceirizada no triênio foi calculado, por inferência obtida entre suas respectivas rentabilidades e patrimônios alocados, em R$ 250 milhões.

(d) Gestão ativa da renda variável

O grande responsável pelo agravamento deficitário do Plano no triênio decorreu de implantação de uma estratégia fortemente agressiva de busca de Alfa na gestão do segmento de renda variável, com resultados frustrantes, tendo gerado retorno negativo de R$ 1.020 milhões no triênio. Esta perda total pode ser explicada da seguinte forma: R$ 335 milhões de perdas em contratos futuros; R$ 250 milhões de perdas em fundos terceirizados (inferência); e R$ 234 milhões de perdas nas estratégias *Smart Beta* de renda variável (inferência), restando sem explicações o complemento representado pelo saldo de R$ 201 milhões de perdas com relação ao total de perdas reconhecido globalmente pelos gestores. A opacidade decorrente da ausência de informações detalhadas sobre os retornos neste segmento impede a identificação, em detalhes, das estratégias usadas, da sua origem, e da observação da performance de forma segregada entre os decorrentes da gestão própria e os da gestão de terceiros.

(e) Produtos e instrumentos financeiros

A estratégia de gestão da renda variável foi fortemente negativa e tem grande opacidade, dentre outros fatores: (i) pela movimentação de altos volumes de contratos futuros[8]; (ii) pelas margens de garantia dos contratos futuros depositadas na B3, que distorcem a percepção do caixa real disponível; (iii) pelos objetivos diversos dos contratos futuros, pois serviram tanto para a complementação da diversificação no segmento de renda variável e investimentos no exterior

[5] Veja os detalhes no Quadro 26, constante na Coluna 83.
[6] Veja os detalhes nos Quadros 20 e 21, constantes da Coluna nº 82.
[7] Detalhado no Quadro 21 – Coluna nº 82.
[8] Com trajetória declinante: correspondiam a R$ 3.703 milhões ou 25% da carteira de ativos no final de 2020; em julho de 2023 era de R$ 562 milhões ou 3,6% da carteira de ativos.

(*beta completion*), quanto para a implementação da estratégia de defesa para risco de cauda (*tail risk*), denotando visão de curto prazo[9]. Uma visão crítica mais abrangente inclui outros produtos e instrumentos que, salvo melhor juízo, não atendem os pilares que orientam a gestão de investimentos de uma EFPC, como as alocações em Fundos de Investimentos em Participações – FIPs (em curso); em contratos de opções (em projeto-piloto); e em Certificados de Operações Estruturadas- COEs (em projeto).

9.3. Aderência normativa

A Fundação divulga periodicamente os quatro pilares que norteiam a gestão de seus investimentos, quais sejam o horizonte de longo prazo; a visão de portfólio, na busca de diversificação; a manutenção de expertise interna na gestão do Plano; e a busca de parceiros externos qualificados. Esses pilares deixam, de forma implícita, a sugestão de que estivesse sendo adotada uma gestão conservadora no triênio, o que de fato não ocorreu. A gestão dos investimentos, e em particular a do segmento de renda variável doméstica, teve resultados desastrosos no triênio 2020/2022, com a apuração de um retorno negativo de R$ 1.020 milhões no triênio, que foi o grande fator para a evolução do déficit do Plano[10], basicamente decorrente da busca de Alfa. Ao cotejar as decisões estratégicas relevantes implantadas no triênio com os objetivos de investimentos de uma EFPC, fica evidenciado o descolamento entre os objetivos encampados e os atos de gestão. Focando exclusivamente a gestão dos recursos alocados no segmento de renda variável, se observa um forte desalinhamento entre os princípios normativos e a gestão efetiva do Plano em razão de (i) visão míope de curto prazo, resultando na busca frenética de Alfa, tanto para os valores alocados diretamente quanto os administrados pelos gestores terceirizados; (ii) adesão à uma estratégia alavancada com o uso de derivativos sob a forma de contratos futuros; (iii) utilização de algoritmos inovadores, como as estratégias *Smart Beta,* mas de resultados duvidosos; dentre outras práticas e instrumentos cujo uso deve ser reavaliado pelos gestores. O custo estimado de Alfa: se o mesmo patrimônio médio alocado na renda variável na busca de Alfa estivesse aplicado em ETFs do Ibovespa, que refletem a rentabilidade média do mercado acionário doméstico, o retorno ainda seria negativo de R$ 117 milhões, com efeito positivo para o resultado final do Plano de R$ 903 milhões[11].

9.4. Governança: Informações & Prestação de Contas

As informações sobre o desempenho do Plano ao longo do triênio 2020/2022 espelham a necessidade de aperfeiçoamentos visando a obtenção de ampla transparência e de adequada prestação de contas. Cabe ao Conselho Deliberativo do Plano, a mais instância máxima da Administração, imprimir estratégia conservadora, determinando o uso parcimonioso e prudencial de produtos e instrumentos financeiros sofisticados que, em regra e salvo melhor juízo, se revelam desnecessários para uma prudencial gestão de investimentos do Plano. No campo da transparência é possível, dentre outras medidas, adotar um Demonstrativo de Fluxo de Fundos que permita visualizar a evolução dos fatores relevantes que influenciam a trajetória do Equilíbrio Técnico do Plano; e incluir, no Relato Integrado e nos Relatórios de Raio X, os valores de retornos por classes de ativos dentro de cada um dos seis segmentos de investimentos, com respectivos patrimônios médios alocados, permitindo clara identificação do desempenho de cada gestor. No campo da prestação de contas se torna mandatória a adoção de estratégia conservadora, com o uso parcimonioso e prudente dos produtos e instrumentos financeiros; a implantação de um programa efetivo de educação financeira e previdenciária; e a realização periódica de exposições sobre a situação do Plano, com visão de longo prazo e redução dos tecnicismos inerentes.

Publicado na Coluna Previdenciária do jornal Apalavra nº 258, de 09.11.2023.

---

[9] A estratégia de defesa para riscos de cauda está baseada no uso de algoritmos que recomendam a administração da exposição ao risco por meio de aumentos ou diminuições nos volumes de contratos futuros, em função das oscilações dos mercados e de acordo com a exposição recomendada pelo algoritmo para o ativo objeto. O uso dos contratos futuros ISP foi descontinuado em 2023.

[10] O Equilíbrio Técnico contábil aumentou de R$ 489 milhões no início de 2020 para R$ 2.264 milhões no final de 2022, este último representando quase 14% do passivo atuarial.

[11] Rentabilidade efetiva negativa de 44,46% contra rentabilidade negativa do Ibovespa de 5,08%.