

## **89. Alocação em Certificados de Operações Estruturadas- COE**

**Sebastião Bergamini Junior (\*)<sup>1</sup>**

A diversificação das carteiras de investimentos constitui princípio estratégico indispensável a ser observada pelos gestores dos fundos de pensão. No entanto, quando levada ao extremo, a adesão ao princípio de ampla diversificação pode resultar em decisões de investimentos equivocadas. Aproveitando que não são amplamente conhecidas as características dos Certificados de Operações Estruturadas- COE e o seu recente aniversário de dez anos de existência no mercado brasileiro, esse artigo avalia se é adequado que os fundos de pensão aloquem recursos nesse produto financeiro para integrar suas carteiras de investimentos.

### **1. O que é o COE**

O COE é uma “nota estruturada” que mescla aplicações e características de renda fixa e de renda variável em um só pacote, podendo contemplar estratégias variadas, com rentabilidade futura associada ao tipo de aplicação feito em cada produto ou ativo de referência, como juros, moedas, ouro, commodities, índices de inflação, ações e índices de ações nacionais, e ações e índices de ações internacionais. As características desse produto devem estar contempladas no Documento de Informações Essenciais (DIE) fornecido pela instituição financeira emissora do produto<sup>2</sup>. O reconhecido ponto fraco do DIE está nas simulações de longo prazo, em razão do elevado grau de incerteza que condiciona a evolução da economia global. A garantia oferecida pelo emissor é a característica fundamental que divide este produto em dois grupos distintos: o COE com valor nominal protegido e o COE de valor nominal em risco. O de Valor Nominal Protegido garante que o investidor receberá de volta, no mínimo, o valor nominal que investiu inicialmente, mesmo que os ativos de referência do produto tenham um desempenho negativo e independentemente da perda do poder aquisitivo da moeda em razão dos efeitos da inflação. O de Valor Nominal em Risco não conta com garantias. Independentemente da existência ou não de garantia do emissor, os COE também não são garantidos pelo Fundo de Garantia de Crédito- FGC.

### **2. COE de Valor Nominal Protegido**

Esse artigo está centrado na análise do COE de Valor Nominal Protegido, uma vez que o de Valor Nominal em Risco é claramente contraindicado para os fundos de pensão, em razão de seus riscos inerentes com relação aos objetivos e ao perfil de risco dessas entidades. Os riscos associados ao COE são: (a) com relação à partilha dos resultados: o conforto da proteção, representada pela garantia do valor nominal do investimento pelo emissor resulta na limitação do ganho do investidor a um determinado patamar<sup>3</sup>; (b) com referência ao risco de liquidez: o COE têm data de vencimento fixa de longo prazo, em geral superior a dois anos, podendo chegar a cinco anos; essa característica do COE implica no risco de imobilização do capital pelo prazo de duração do produto (exposição no longo prazo); e em risco de realização de perdas, pois a possibilidade de renegociá-los no mercado secundário pode ser efetivada, em geral, apenas junto a investidores “abutres”, portando à custa de deságios significativos; (c) com relação ao custo de oportunidade: para o investidor não correr o risco de perder o investimento inicial, ele abre mão do rendimento pleno, dividindo parcialmente com o emissor; essa contrapartida de garantia do valor nominal do investimento não cobre o custo de oportunidade para os investidores qualificados, como fundos de pensão, na medida em que esses têm, em geral, estrutura técnica para aplicar os recursos de forma direta, por sua conta e risco; e (d) com relação ao seguro e risco de contraparte: o COE de Valor Nominal Protegido tem sua garantia vinculada ou subordinada ao risco de contraparte, representado pelo solvência e liquidez do próprio emissor; como o COE não é coberto pelo FGC, a garantia está vinculada exclusivamente ao grau de risco da instituição emissora.

### **3. Resultados tímidos e baixa transparência**

---

<sup>1</sup> Com certificação CPA-20 pela ANBIMA, Administração em previdência pelo ICSS e conselheiro fiscal e de administração pelo IBGC. As opiniões emitidas são de sua inteira responsabilidade, não expressando a posição oficial da APA.

<sup>2</sup> O DIE deve especificar todas as características do COE, tais como funcionamento do produto, previsão de fluxo de pagamentos, riscos envolvidos, garantias mobilizadas, prazos, expectativa de rentabilidade, dentre outras.

<sup>3</sup> Por exemplo, caso determinado ativo de referência fixado para o COE avance 30% no período, o produto irá repassar ao investidor um percentual inferior, na faixa de 17%.

O COE é um produto que mescla renda fixa e renda variável, constituindo um conjunto de “apostas” em cenários diversos, tendo longo prazo de maturação. Na verdade, esse produto pode ser visto como um ativo especulativo, detendo uma relação risco/retorno assimétrico, sendo positiva para o emissor e negativa para o investidor. Esta característica vem sendo demonstrado pelos dados históricos que apontam baixo retorno com relação ao risco envolvido. Em artigo recente<sup>4</sup> foram analisados os fatores que influenciaram o desempenho do COE nos últimos anos, tomados de forma ampla, portanto sem distinção sobre as possíveis garantias atreladas ao produto. Segundo o articulista, os dados levantados permitem inferir que os COE tiveram resultados tímidos num contexto de baixa transparência. Com base em amostra dos COE emitidos por três grandes instituições financeiras, fica demonstrado que a quantidades dos COE que tiveram rentabilidade superior ao CDI, em comparação com os demais investimentos que também bateram o CDI (bolsa americana, Ibovespa, dólar, títulos prefixados e IPCA+), estiveram sistematicamente em patamares inferiores<sup>5</sup>. Com relação à transparência, os custos “ocultos” relacionados às despesas de distribuição e à formação dos resultados não ficam claros para o investidor, mesmo que o regulador CVM responsabilize o emissor pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações. Ademais, o grande atrativo dos COE era o acesso a ativos no exterior, os quais estão ficando gradativamente mais acessíveis aos investidores, inclusive os de varejo<sup>6</sup>. Apesar de suas características, alguns especialistas financeiros encaram o COE como um ativo útil para diversificar a carteira do investidor pessoa física. A situação é bem diferente para os fundos de pensão.

#### **4. COE para Fundos de Pensão**

Por ser um produto com prazo definido, o fundo de pensão irá ficar um longo prazo, por exemplo por cinco anos, com seu investimento “congelado” nas mãos do emissor, sem poder aproveitar diretamente possíveis oportunidades de mercado. Em maior ou menor grau, o emissor do COE irá especular com os recursos do fundo de pensão, inclusive podendo alocar em derivativos complexos, se apropriando de parte relevante do rendimento e devolvendo parte da rentabilidade ao investidor. Em regra, o fundo de pensão que aplicar no produto não saberá, tempestivamente, o verdadeiro nível de risco que o emissor está assumindo. Note que possíveis estratégias de diversificação de um fundo de pensão podem ser montadas e desmontadas direta e rapidamente, tornando a possível flexibilidade alocativa do produto COE pouco atrativa. Adicionalmente, possíveis estratégias alocativas no exterior mais complexas podem ser feitas atualmente de forma direta pelos fundos de pensão. No caso de o emissor entrar em dificuldades, a liquidação do investimento irá esbarrar na falta de liquidez do produto, sendo possível, em regra, apenas junto aos investidores “abutres”, com a realização de perdas significativas.

#### **Conclusões**

O COE de Valor Nominal Protegido enquanto produto financeiro diferenciado apresenta três características básicas: partilha dos resultados não equitativa<sup>7</sup>; risco de liquidez<sup>8</sup>; e risco de contraparte<sup>9</sup>. Nesse contexto, a assimetria na relação risco/retorno para o investidor, combinado com o risco de liquidez e de contraparte, demonstra que o produto é muito mais adequado para o emissor do que para o investidor. No cotejo entre possíveis vantagens e desvantagens, fica claro que, em regra, este produto não se adequa às carteiras diversificadas dos fundos de pensão.

**Publicado no jornal APALAVRA nº 263, de 11/04/2024 (disponível em [www.apabndes.org.br](http://www.apabndes.org.br) )**

<sup>4</sup> COE completa 10 anos com resultados tímidos e pouca transparência. O Globo de 01/04/2024.

<sup>5</sup> Nos anos de 2019 a 2022, a quantidade de COE com rendimento superior ao CDI estiveram nos patamares de 70%, 29%, 13% e 4%, comparativamente aos outros investimentos, que estiveram em patamares de 84%, 50%, 20% e 10%.

<sup>6</sup> Em 2019 cerca de 70% a 80% do volume de COE estavam direcionados a ativos no exterior, faixa que caiu para os atuais 30% a 40%.

<sup>7</sup> O conforto da proteção limita o ganho dos investidores a um patamar inferior à rentabilidade bruta efetiva do produto.

<sup>8</sup> O longo prazo do título, de dois a cinco anos, resulta em risco de imobilização do capital pelo prazo de duração do COE, com possível emergência do risco de realização de perdas, embora para alguns papéis possa existir a possibilidade de negociação no mercado secundário.

<sup>9</sup> O COE não é coberto pelo Fundo Garantidor de Créditos - FGC, portanto a garantia é representada pela qualidade de crédito da instituição emissora.