

# FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL: ANTES E DEPOIS DA CRISE DE 2008

## RICARDO WEISS

A crise de 2008 foi marcada pelo aperto de crédito e pela queda - sem precedentes nos últimos 70 anos - do produto, do comércio e do emprego em grande parte dos países. Estes movimentos geraram aumento da aversão ao risco e substantivas quedas dos preços dos ativos reais como ações, imóveis e commodities. A ação combinada e intensa dos governos, entretanto, minimizou a duração da crise e seus impactos agregados e acelerou a recuperação dos mercados e da economia.

O presente artigo examina como estes eventos afetaram os fundos de pensão no Brasil e aborda o impacto do possível ambiente dos juros reais mais baixos sobre a gestão dos planos de previdência e a alocação dos seus ativos.

O capítulo está dividido em oito seções, incluindo esta breve introdução. A segunda seção apresenta os diferentes tipos de planos de aposentadoria existentes. A terceira discute a alocação dos investimentos dos fundos de pensão. A quarta inclui uma análise das taxas de juros no Brasil. A quinta seção mostra o perfil das aplicações dos fundos de pensão. A sexta, por sua vez, apresenta o impacto da crise de 2008/2009 sobre essas instituições. A sétima trata dos aspectos regulatórios. A oitava mostra as principais conclusões e expõe algumas tendências do setor.

### TIPOS DE PLANOS

Os fundos de pensão complementam aposentadorias e pensões dos sistemas previdenciários supridos pelo Estado. Quanto mais rico o país, ou mais significativa a presença do Estado na economia, maior o benefício da previdência oficial. Em alguns casos a previdência básica é suficiente para prescindir de uma previdência complementar mais robusta, como, por exemplo, na Alemanha e na França. Na Holanda, Suíça e Austrália, por outro lado, os ativos dos fundos de pensão superam o valor de PIB conforme mostra a tabela 1. Também está assinalada a alocação dos ativos por segmentos de investimento.

**Tabela 1:** Participação dos Fundos de Pensão sobre o PIB e Alocação de Investimentos Países Selecionados

País	% PIB (1)		Alocação (1,2)				
	2007	2008	Renda Fixa	Ações	Imóveis	Empréstimos	Ou-tros
Alemanha (1)	4,7	4,7	28,9	36,2	2,4	29,3	3,2
Austrália (2)	110,4	91,8	32,0	59,0	9,0		
Canadá (2)	62,3	50,6	45,0	55,0			
EUA (2)	79,4	58,4	32,0	63,0			5,0
Grã-Bretanha (2)	78,9	n.d.	36,0	61,0	3,0		
Holanda (1)	138,1	113,7	42,2	37,3	2,7	3,7	14,1
Japão (2)	n.d.	n.d.	35,0	47,0			18,0
México (2)	11,5	10,4	75,0	25,0			
Suíça (2)	119,2	n.d.	47,6	24,3	18,1	5,0	5,0
<b>Brasil (3)</b>	<b>15,5</b>	<b>14,9</b>	<b>83,6</b>	<b>11,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>0</b>

Fontes: (1)-OCDE; (2)- Mercer , alocação típica; (3) Abrapp, exceto 20 maiores fundos

Na Austrália, Canadá, EUA e Grã-Bretanha as aplicações em ações são predominantes em seus ativos. Explicam esta alocação fatores culturais provenientes da forma de financiamento privado histórico destes países e aspectos da gestão dos fundos de pensão.

Na Ásia há diversos países com um modelo diferente de previdência complementar centrado em um único fundo de pensão de grande dimensão. São denominados fundos providentes.

Os fundos de pensão são classificados em dois grandes grupos: Benefício Definido (BD) e Contribuição Definida (CD). Nos planos de benefício definido é prometido ou garantido ao participante um percentual da sua remuneração enquanto trabalhador ativo por ocasião do seu benefício. Os benefícios futuros como aposentadoria, pensão e invalidez são calculados e trazidos a valor presente a uma taxa de desconto - considerando premissas atuariais como evolução salarial e tempo de serviço - gerando um valor para a contribuição requerida a ser investida de forma a viabilizar os pagamentos estimados. Nesta modalidade, a empresa patrocinadora corre o risco de mercado, ou seja, de efetuar contribuições adicionais caso os investimentos não tenham o retorno suficiente para pagar os benefícios definidos. No caso dos planos de contribuição definida são aplicados recursos ao longo do período ativo, dependendo o benefício do retorno dos investimentos. O risco de mercado é do participante. A partir de alguns casos clássicos de fracassos na gestão de planos, muitas empresas passaram a contratar planos de contribuição definida com seus empregados, para não correr este risco.

Nos países onde os regimes de previdência complementar foram estabelecidos mais recentemente, os planos CDs são dominantes e os planos novos seguem esta modalidade. O estoque total de ativos dos planos BD, no entanto, supera amplamente aquele dos planos CD. Os 300 maiores fundos de pensão<sup>1</sup> do mundo administravam ativos de 10,4 trilhões de dólares ao final de 2008. Destes, 74,6% correspondem a planos BD; 17,3% a planos CD; 7,2% a fundos de reserva<sup>2</sup>, e 0,9% a planos híbridos. Nos países da OCDE 62% dos ativos pertencem a planos BD<sup>3</sup>.

No Brasil<sup>4</sup> os planos BD correspondem a 81% do estoque de ativos de R\$442 bilhões ao final de 2008, os planos CD a 6% e os planos CV<sup>5</sup> / Misto a 13%. Em número de participantes ativos e assistidos, os planos BD correspondem a 38% do total.

O patrimônio dos fundos de pensão brasileiros cresceu muito nas últimas duas décadas, conforme se vê no Gráfico 1. O patrimônio dos fundos em equivalia, em 1991, a R\$65 bilhões de reais, monetariamente atualizado. Ao final de 1999 cresceu para R\$215 bilhões. Após fechar 2007 com R\$474 bilhões, chegou ao seu ponto mais alto em maio de 2008, com R\$488 bilhões. Em novembro deste ano caiu ao ponto mais baixo, somando R\$428 bilhões. Iniciou-se, aí, sua recuperação. Em julho o patrimônio montava a R\$460 bilhões. Este valor equivale ao montante no pico, pois os fundos desembolsam anualmente com benefícios cerca de R\$22 bilhões.

---

<sup>1</sup> Hess (2009).

<sup>2</sup> Os fundos de reserva correspondem a registros das obrigações com os participantes no passivo dos patrocinadores dos planos.

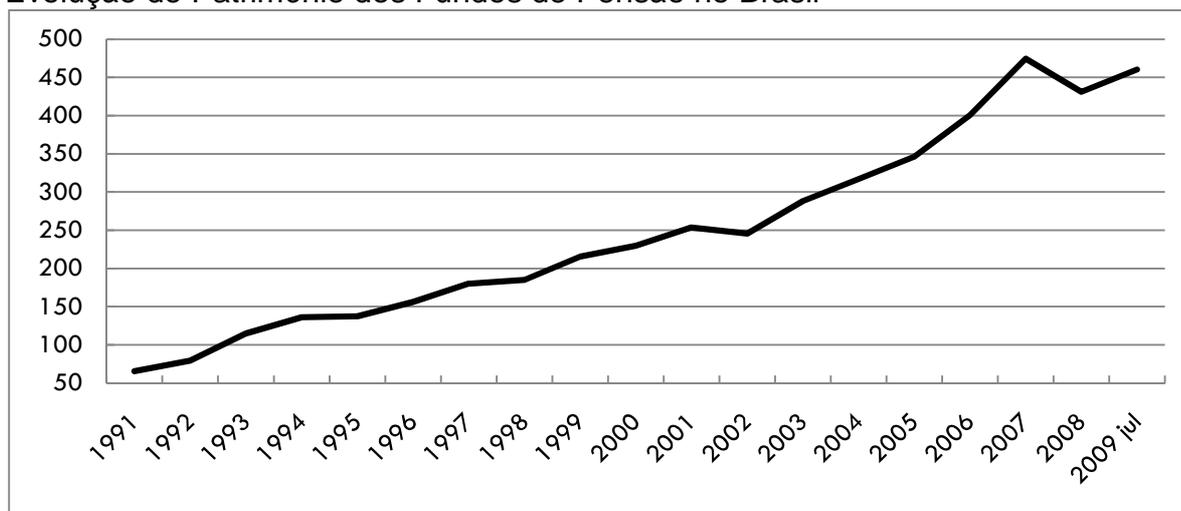
<sup>3</sup> OCDE (2009).

<sup>4</sup> Secretaria de Previdência Complementar (2009).

<sup>5</sup> CV significa contribuição variável.

Gráfico 1

Evolução do Patrimônio dos Fundos de Pensão no Brasil



Fonte: Abrapp; Obs. Valores em reais de julho de 2009; Deflator: IPCA

### ALOCAÇÃO DOS INVESTIMENTOS

O clássico trabalho de Brinson<sup>6</sup> conclui que a alocação estratégica de ativos representa o fator chave para o sucesso de investimentos no longo prazo, pois define o perfil da relação retorno-risco do portfólio. O estudo calculou, com base em pesquisa, que 91,5% do retorno provêm da alocação estratégica de ativos, 1,8% da alocação tática de ativos, 4,6% vem da seleção de gestores externos e 2,1% decorre de outros fatores.

.A alocação de recursos - e sua distribuição pelas classes de ativos - teve seus modelos de programação desenvolvidos inicialmente por Markowitz<sup>7</sup> usando retornos, riscos e covariâncias para desenhar a fronteira eficiente de alocação. Atualmente se otimiza o superávit levando em consideração também o passivo dos planos. Costumava-se descontar o passivo a taxas nominais entre 7 e 10% ao ano, nos EUA, na década de 90, não obstante as taxas de juros governamentais variarem no entorno de 5%. A alocação típica de fundo de pensão para buscar o retorno compatível com esta taxa de desconto era de 30% em renda fixa, 60% em renda variável e 10% em ativos mais ariscados como ações ou dívida de países emergentes. Atualmente a taxa desconto modal está na faixa dos títulos de *rating* AA. Eventualmente, porém, há uma taxa de retorno desejável para as aplicações mais alta que determina o apetite por risco da gestão e o perfil dos investimentos. Quanto mais alto o retorno das aplicações, menor a contribuição necessária para o plano de benefícios, o que interessa aos patrocinadores de planos.

O perfil de aplicações depende do prêmio de risco da classe de ativos versus a taxa livre de risco<sup>8</sup>. Jim O'Neill<sup>9</sup> - o economista que cunhou a expressão BRICs<sup>10</sup> estimou o prêmio de risco para ações em um mundo otimista em 8,4%. Este número equivale ao crescimento real do PIB de 4% igual ao crescimento real de lucros de 4% + dividendos de 2,7% totalizando retorno real de 6,7%, mais inflação de 1,8% totalizando retorno nominal de 8,4%. O retorno real das ações, 6,7%, menos o juro real de renda fixa de 0,9 leva ao

<sup>6</sup> Brinson e outros (1991).

<sup>7</sup> Markowitz (1959)

<sup>8</sup> Damodaran (2008)

<sup>9</sup> O'Neill (2009).

<sup>10</sup> Brasil, Rússia, Índia e China.

prêmio de risco implícito real de 5,8%. Analistas e atuários mais conservadores estimam prêmios de risco menores.

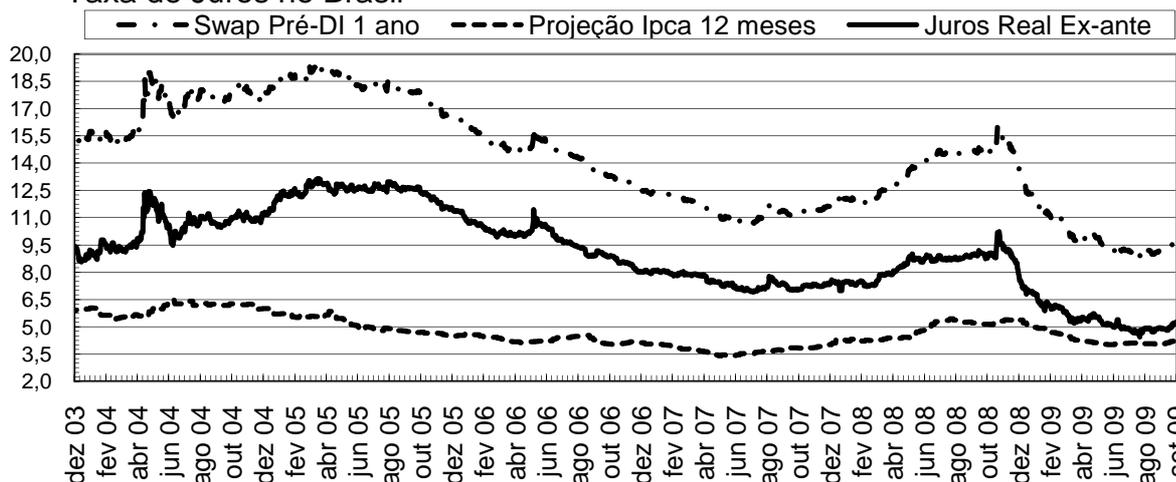
### A TAXA DE JUROS NO BRASIL NO LONGO PRAZO

As taxas de juros no Brasil têm estado, historicamente, entre as mais altas do mundo pelo prêmio demandado face à inflação, entre outros motivos. O Gráfico 2 mostra a taxa de swap pré-di, a projeção da inflação segundo o IPCA e a decorrente taxa de juros ex-ante.

Esta caiu desde 2005 de mais de 12% para os atuais 5% reais.

Gráfico 2

#### Taxa de Juros no Brasil



Fontes: Bacen, Bloomberg

Quando se utiliza o custo do crédito do Brasil versus as taxas dos CDS<sup>11</sup> para diversos níveis de risco de crédito nos EUA para empresas industriais o resultado é surpreendente. A Tabela 2 mostra que os CDS para o Brasil estavam com taxas inferiores àquelas dos títulos com grau de investimento (BBB-) meses antes da obtenção do *rating* pelo país.

Tabela 2

Spread de Risco dos CDS de 5 anos de Indústrias nos EUA por *Rating* x Brasil

	Taxa	Spreads									
	Gov. EUA	AAA	AA	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB	B-	Brasil
28/9/2007	<b>4,24</b>	80	87	99	100	112	126	137	298	378	85
31/3/2008	<b>2,41</b>	<b>163</b>	165	187	192	211	227	234	506	693	181
15/9/2008	<b>2,52</b>	114	150	183	192	252	261	266	527	596	194
31/12/2008	<b>1,55</b>	99	<b>212</b>	<b>295</b>	<b>321</b>	<b>375</b>	<b>393</b>	<b>449</b>	<b>1094</b>	<b>1512</b>	299
27/2/2009	<b>2,04</b>	82	187	218	268	281	386	401	962	1345	<b>392</b>
14/5/2009	<b>2,00</b>	81	145	195	229	248	353	354	641	1039	228
30/9/2009	<b>2,38</b>	46	77	91	108	133	198	206	445	682	125
máx - mín	2,69	116	135	204	220	263	266	312	796	1134	307

Fonte: Bloomberg

<sup>11</sup> CDS são taxas praticadas nos *Credit Default Swaps* – trocas de títulos de crédito.

Excetuando o período em fevereiro de 2009, o risco Brasil medido pelos CDS oscilou entre os *ratings* AA e A-, conforme se pode observar pelas áreas marcadas em cinza. A oscilação entre o máximo e o mínimo por *rating* é tanto maior quanto menor o *rating*. O custo de captação para o Brasil no exterior pode ser estimado compondo o spread de risco do Brasil ao redor de 1,5% acima daquele dos EUA com o juro real americano de 2,5% e inflação de 2,5%. Esta taxa de juros nominal para títulos brasileiros em dólares poderia ser estimada ao redor de 6,5% ao ano. Supondo a mesma taxa real nos títulos domésticos, 4,5% ao ano, mais a inflação brasileira de 4,5% ao ano, conclui-se que a taxa nominal pode se estabilizar ao redor de 9% ao ano.

### O PERFIL DAS APLICAÇÕES DOS FUNDOS DE PENSÃO

No cenário de juros mais baixos no Brasil se aproximando dos padrões internacionais, os títulos públicos federais podem ter remuneração inferior à taxa de desconto atuarial máxima de 6% ao ano. Ocorre então um dilema sobre qual a estratégia a ser adotada pelos fundos de pensão: correr mais risco para aumentar o retorno após a redução dos juros ou tentar acumular superávits antes e reduzir a taxa de desconto atuarial.

O investidor brasileiro tradicional tem perfil muito conservador. Ao final de agosto de 2009, segundo a Anbid, 11,0% do total investido em fundos estava em fundos de ações. Desde setembro de 2002 o pico deste valor ocorreu em maio de 2008 no patamar de 14,6% e o menor ponto ocorreu em maio de 2004 com 6,5% do total

Os Fundos de Pensão têm perfil de investimento muito diferenciado conforme o tamanho do seu patrimônio. A Tabela 3 mostra a evolução dos investimentos dos fundos de pensão em ações conforme seu tamanho. Os fundos foram segmentados em cinco cortes: o maior fundo, do segundo ao vigésimo; do vigésimo primeiro ao quadragésimo; do quadragésimo primeiro ao centésimo e os demais<sup>12</sup>.

Tabela 3

Investimentos dos Fundos de Pensão em Ações do Brasil por Tamanho

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 Jun
<b>1</b>	54,8%	58,2%	59,3%	59,2%	60,1%	63,7%	65,3%	57,0%	59,6%
<b>2º-20º</b>	21,8%	18,3%	19,1%	21,8%	22,7%	25,1%	27,8%	20,3%	21,6%
<b>21º-40º</b>	21,8%	17,8%	22,4%	18,5%	18,4%	16,1%	22,8%	14,1%	14,3%
<b>41º-100º</b>	17,6%	15,3%	14,4%	13,2%	11,0%	11,2%	13,7%	9,9%	10,9%
<b>101º-...</b>	15,7%	12,1%	12,2%	11,6%	11,9%	12,9%	14,6%	10,8%	12,3%
<b>Todos</b>	<b>29,5%</b>	<b>28,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>30,5%</b>	<b>30,9%</b>	<b>34,1%</b>	<b>37,2%</b>	<b>28,2%</b>	<b>29,7%</b>

Dados Primários: Abrapp; elaboração do autor.

O maior fundo de pensão vem alocando em ações cerca de 60% dos seus investimentos nos últimos dez anos. O seu peso no conjunto dos fundos de pensão traz a média do conjunto para perto de 30%. O grupamento que inclui do 2º ao 20º em meados de 2009 tinha 22% em ações contra 28% ao final de 2007. O terceiro grupo do 21º ao 40º tinha 23% em 2007 caindo para 14% em junho de 2009. Os fundos de pensão menores têm pouco mais de 10% aplicados em ações. Caso um fundo de pensão pudesse aplicar apenas em títulos públicos a juros reais de 4,5% e em ações a 10,5% ao ano a alocação

<sup>12</sup> Investimentos, respectivamente, acima de 3,5 bilhões de reais; acima de cerca de 1,5 bilhões de reais; acima de cerca de 550 milhões de reais, e abaixo deste valor.

viável para equilibrar atuarialmente o fundo seria de 25% em ações. No cenário de juros mais baixos os fundos de maior porte não necessitarão de maiores alterações na alocação de seus ativos, mas aqueles de menor porte terão que alterar seu perfil de risco. Caso se projete um prêmio de risco mais baixo, 4% por exemplo, a alocação deverá ser mais agressiva. Pode-se imaginar um perfil com 30% do ativo em títulos do governo a 4,5% reais, 30% em ações a 9% reais. Os demais 40% necessitarão ser aplicados a 5% reais usando segmentos como crédito privado, renda fixa mais agressiva, imóveis, investimento no exterior, *private equity*, projetos de infra-estrutura de longa maturação. Não parece tão difícil.

## O IMPACTO DA CRISE NO MERCADO E NOS FUNDOS DE PENSÃO

Até o segundo trimestre de 2009, o PIB dos EUA terá caído do pico até o vale 3,9%<sup>13</sup> em quatro trimestres. A dimensão é bem menor do que a queda do PIB de 26,7%, de 1929 a 1933, e de 12,7%, no período 1944-47. Supera, entretanto, a maior queda após a Segunda Guerra Mundial, de 2,8% do PIB, ocorrida entre o segundo trimestre de 1973 e o primeiro trimestre de 1975. No Brasil, por sua vez, a queda do último trimestre de 2008 e do primeiro trimestre de 2009 monta a 7,7%<sup>14</sup> do PIB. Estimativa mensal do PIB elaborada por Goldfajn<sup>15</sup> aponta para uma queda de 8,5% do PIB de setembro a dezembro de 2008. As maiores recessões no Brasil no século 20 ocorreram de 1929 a 1931, com queda do PIB de 5,3%<sup>16</sup>, no período 1980-83 de 6,3%, e 1989-92 de 3,8%.

As variações dos preços das ações nos mercados acionários foram de dimensões bastante superiores àquelas ocorridas no Produto. O índice S&P 500 teve quedas nominais do topo diário até o respectivo vale de 86,1%, de 1929 a 1932, de 54,5%, no período 1936-38, de 45,5%, no período 1972-74, de 46,3%, no período 2000-02. De outubro de 2007 a março de 2009 a queda foi igual a 52,6%. No Brasil as quedas foram calculadas em termos reais para os finais dos meses. De maio de 71 a março de 1981 o decréscimo foi de 89,1%. De abril de 1986 a dezembro de 1987, a queda foi de 89,5%. De abril de 1989 a março de 1990, de 89,6%. As perdas mais recentes foram de 59,5% de março de 2000 a setembro de 2002, e 50,9% de maio a novembro de 2008.

Períodos de retornos ruins impactam fortemente os investidores dependendo do grau de risco a que estejam expostos. O estoque de ativos financeiros no mundo caiu de US\$194 trilhões, ao final de 2007, para 178 trilhões de dólares ao final de 2008. O PIB do planeta subiu de 56,8 trilhões para 60,7 trilhões<sup>17</sup>, na mesma moeda, no mesmo período. Ativos dos investidores institucionais nos EUA mostram queda de 23,4% em 2008, totalizando ao final do ano, 26,7 trilhões de dólares<sup>18</sup>. Os recursos aplicados em ações se reduziram em 41,3%, em investimentos alternativos em 26,1%, e em debêntures em 9,3%. Somente cresceram os recursos administrados em caixa e curto prazo em 3,9%. Os fundos de *hedge* foram o segmento mais atingido em termos de volume de recursos. Após atingirem o volume de 1,35 trilhões de dólares ao final de 2007 e quase 2 trilhões em meados de 2008, fecharam 2008 com 1,4 trilhões e em meados de 2009 seu estoque estava em 1,03 trilhões de dólares<sup>19</sup>. Os fundos de pensão perderam 4 trilhões de dólares em 2008, sendo metade deste valor dos fundos BD<sup>20</sup>. Os fundos CD foram fortemente atingidos pela crise

<sup>13</sup> EUA, Bureau of Economic Analysis (2009)

<sup>14</sup> IBGE, Preços de mercado não ajustados sazonalmente (2009).

<sup>15</sup> Goldfajn e outros autores (2009).

<sup>16</sup> IPEA (2009).

<sup>17</sup> McKinsey (2009).

<sup>18</sup> Institutional Investor (2009a).

<sup>19</sup> Institutional Investor (2009b).

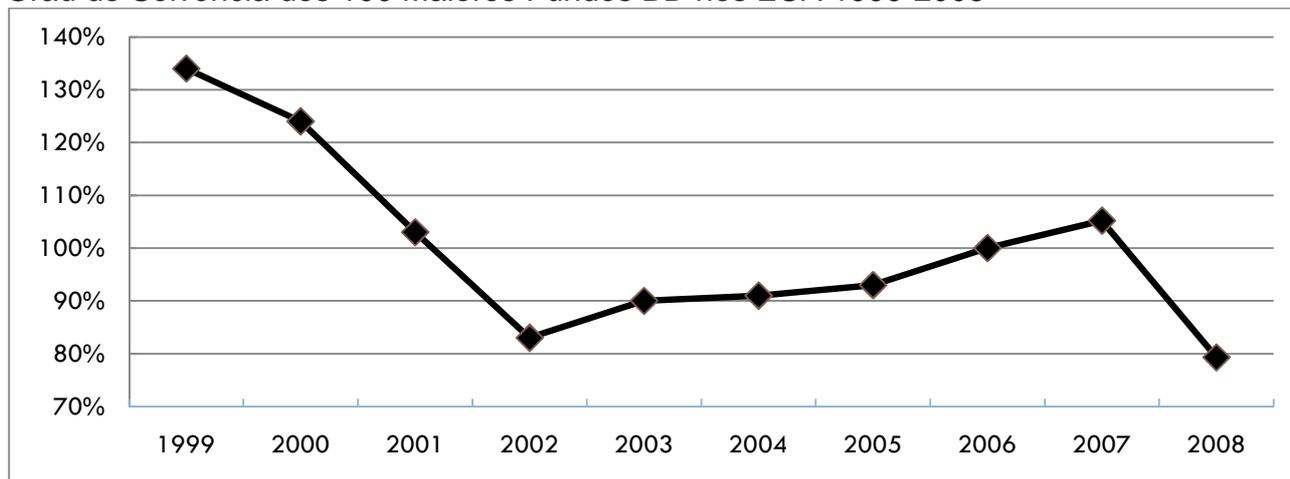
<sup>20</sup> ISSA (2009).

sendo provável a redução dos benefícios ou seu adiamento, dependendo da idade do participante<sup>21</sup>.

A medida de saúde para um fundo de pensão é o índice de solvência representado pela razão entre os ativos e os benefícios prometidos. O Gráfico 3 mostra a evolução do índice de solvência para os cem maiores planos BD nos EUA.

Gráfico 3

Grau de Solvência dos 100 Maiores Fundos BD nos EUA 1999-2008



Fonte: Milliman

A relação entre os ativos e os benefícios contratados cai no período 1999-2002, ficando abaixo dos 100% neste último ano. O índice se recupera no período 2003-2007, voltando a ficar positivo – acima de 100% - somente em 2007, para cair abaixo de 78,2% ao final de 2008. Em setembro de 2009 o índice estava em 75,3%. Embora o retorno dos investimentos esteja positivo no ano, o passivo tem aumentado devido a incrementos na taxa atuarial. O Índice de Solvência calculado pela Goldman Sachs<sup>22</sup> para os fundos de pensão dos EUA, Grã-Bretanha e Zona do Euro se encontrava em julho de 2009 na faixa de 71%, 69% e 102%, respectivamente. Isto significa problemas para os fundos nos EUA e na Grã-Bretanha. Ao final de 2008 e de 2007 tinham os seguintes valores: EUA: 58% e 97%; Grã-Bretanha: 61% e 97%% e Zona do Euro: 94% e 142%.

No Brasil a medida do impacto da crise sobre os fundos de pensão pode ser dada pelo número de planos com déficit atuarial, conforme seu tamanho, mostrado na Tabela 4.

Tabela 4

Número de Planos de Previdência com Déficit, por Tamanho

Grupo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 jun
1° maior	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2°- 20°	26,3%	15,8%	10,5%	10,5%	10,5%	31,6%	26,3%
21°- 40°	26,3%	23,8%	26,3%	25,0%	25,0%	35,0%	35,0%
41°- 100°	17,6%	16,0%	23,1%	15,4%	11,5%	34,5%	20,0%
100° -...	15,7%	20,3%	14,6%	17,2%	15,4%	33,1%	22,1%

Dados Primários: Abrapp, Elaboração do Autor

<sup>21</sup> Marder e Boeschoten (2009).

<sup>22</sup> Verstyuk (2009).

Os dados para 2008 estão sensivelmente piores que os de 2007, mas já no primeiro semestre de 2009 há melhora em quase todos os grupos<sup>23</sup>.

Não obstante a queda dos mercados de ações, a partir de maio de 2008, o estoque dos investimentos dos fundos de pensão agregados variou -3,9% no ano e ao final do primeiro semestre de 2009 estava praticamente igual ao topo de 2007, tampouco se observando sensíveis alterações na alocação de recursos entre classes de ativos. As quedas dos mercados acionários parecem refletidas no aumento dos déficits, mas não nas rentabilidades. Os fundos de pensão que estão ameaçados de sobrevivência não são aqueles com má rentabilidade, mas aqueles cujos patrocinadores tiveram problema ou foram adquiridos por outras empresas

## REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Esta seção discute os aspectos principais envolvidos na regulação dos fundos de pensão no exterior e no Brasil.

### i) Regulação no Exterior

Também no terreno da previdência complementar vêm ocorrendo medidas regulatórias para mitigar os impactos da crise, da mesma forma em que na assistência às instituições, no incentivo à economia, e na preservação de emprego. Exemplos incluem diferir o aumento de contribuições ou reluzi-las e o aumento da previdência oficial básica para reequilíbrio da renda de participantes de planos BD<sup>24</sup>. Na gestão dos ativos houve fugas de segmentos mais arriscados como ações, derivativos e estruturas mais complicadas. Em países como Holanda, EUA, Canadá e Grã-Bretanha prazos têm sido alongados, para adequação dos ativos às reservas e realização de contribuições das companhias. Tem sido permitido o “alisamento” estatístico da precificação nos ativos, evitando a volatilidade dos topos e vales do mercado. Fundos de proteção de entidades de previdência complementar como o Pension Protection Fund (Grã-Bretanha), Pension Benefit Guaranty Corporation – PBGC (EUA) e Pensions-Sicherungs-Verein - PSV (Alemanha) têm aumentado o prêmio de seguro nos períodos de bonança e reduzido seu valor naqueles de adversidade<sup>25</sup>. A presente crise aliada ao aumento da longevidade das pessoas também tem gerado o aumento da idade mínima nas legislações de diversos países, anunciadas com muitos anos de antecedência. Nos Planos CD a rentabilidade dos ativos sofreu muito, com impacto forte sobre a riqueza dos participantes prestes a se aposentar. Tem ocorrido muito debate e pouca ação, exceto a nacionalização dos planos na Argentina.

Onde existe a cobertura do universo populacional e planos CD, governos estão revendo o sistema para aumentar a sustentabilidade e a flexibilidade durante a crise. Também na Ásia ocorreram reduções na contribuição para previdência oficial na China e para o Fundo Providente Central em Cingapura, além do aumento de empréstimos a participantes, adiamento da compra de anuidades em momentos de mercado desfavorável e permissão para mudança de perfil em períodos mais curtos do que o habitual.

Uma mudança estrutural não necessariamente decorrente da crise está afetando as empresas que acessam os mercados de capitais. A adoção de normas contábeis - como o *USGaap* ou o *International Gaap* - tem levado à adoção de taxas de desconto atuariais equivalente àquelas das debêntures com *rating* AA. Isto pode implicar em volatilidade e

<sup>23</sup> A comparabilidade de dados agregados desta natureza pode estar distorcida devido à marcação de ativos de renda fixa na curva, e de ações fora do mercado, ou de *private equities* marcados ao custo de aquisição.

<sup>24</sup> ISSA (2009b).

<sup>25</sup> Marder e Boeschoten(2009).

aumento pouco comum do passivo, pois as taxas de juros têm estado reduzidas devido à recessão. Alguns fundos de pensão explicitam, além da taxa de desconto atuarial, uma taxa esperada de retorno diferente desta.

## ii) Regulação no Brasil

As duas principais alterações na regulação no Brasil desde o início da crise são a Resolução CGPC N°26, de 29 de setembro de 2008, e a Resolução 3.792 do Bacen, em 24 de setembro de 2009. A primeira se preocupou com a distribuição de superávit e com medidas corretivas caso um fundo de pensão apresentasse déficit atuarial por dois exercícios consecutivos. Acabou restringindo eventuais distribuições de superávit a quem está com os cálculos atuariais atualizados e uma situação patrimonial confortável, medida absolutamente correta. Nas medidas em caso de déficit a norma veio completamente na contra mão da história. Depois de um período de queda nos retornos dos investimentos um fundo de pensão BD pode usar o tempo a seu favor, pois seus compromissos são de longo prazo. Ao forçar o ajuste no segundo ano de déficit pode empurrar a gestão para cortar benefícios, ou para reduzir risco vendendo ativos após a queda, impedindo a recuperação do prejuízo. Como, possivelmente, a peça regulatória foi gestada antes da crise, não se espera uma implementação draconiana, mas prudenciais planos de contingência, caso a caso, por parte do órgão regulador. Adicionalmente, não serão surpresa atitudes do órgão regulador de teor assemelhado àquelas tomadas no exterior no sentido de diferir medidas mais permanentes na estrutura dos planos como decorrência de desajustes conjunturais, mesmo que agudos, na situação patrimonial.

A Resolução CMN 3.792, com 20 páginas e 58 artigos, é a nova regulação aplicável aos investimentos dos fundos de pensão. Ampliou limites máximos para classes de ativos existentes, criou novas classes e buscou simplificar o arcabouço existente. Tratou alguns assuntos com muito detalhe e outros de forma mais geral. Criou duas novas classes de ativos - os investimentos estruturados e os investimentos no exterior - e aumentou os limites para aplicação em ações de 50% para 70%.

Resumidamente, a Resolução fixa os seguintes limites por classe de ativo:

Renda Fixa: Títulos Públicos Federais	- 100% dos investimentos;
Crédito Privado	- 80% (CDBs, Debêntures) <sup>26</sup> ;
Renda Variável:	- 70% <sup>27</sup> ;
Investimentos Estruturados:	- 20% <sup>28</sup> ;
Investimentos no Exterior:	- 10%;
Imóveis:	- 8%; e
Operações com Participantes	- 15%.

Alguns aspectos merecem comentários.

Seguindo tendência mundial, os investimentos no exterior foram definidos como classe de ativo. Argumentos contra investir no exterior incluem o *home bias*, viés pelo lar, a correlação dos investimentos domésticos com o passivo e a geração de emprego no próprio país. Argumentos a favor incluem a diversificação, a saída para países com

<sup>26</sup> Limitado a 20% de cada: a) CCB, CCCB, e notas promissórias; b) NCE e CCE; c) FIDC, FICFIDC; d) CRI; e) CCI; f) CPR, CDCA, CRA e WA; g) Outros.

<sup>27</sup> Com os limites de i) Novo Mercado-70% ii) Nível 2- 60%; iii) Bovespa + 50%; iv) Nível 1: 45% v) Outros Abertas e ETFs - 35%; vi) ações de SPEs – 20%; vii) outros – 3%.

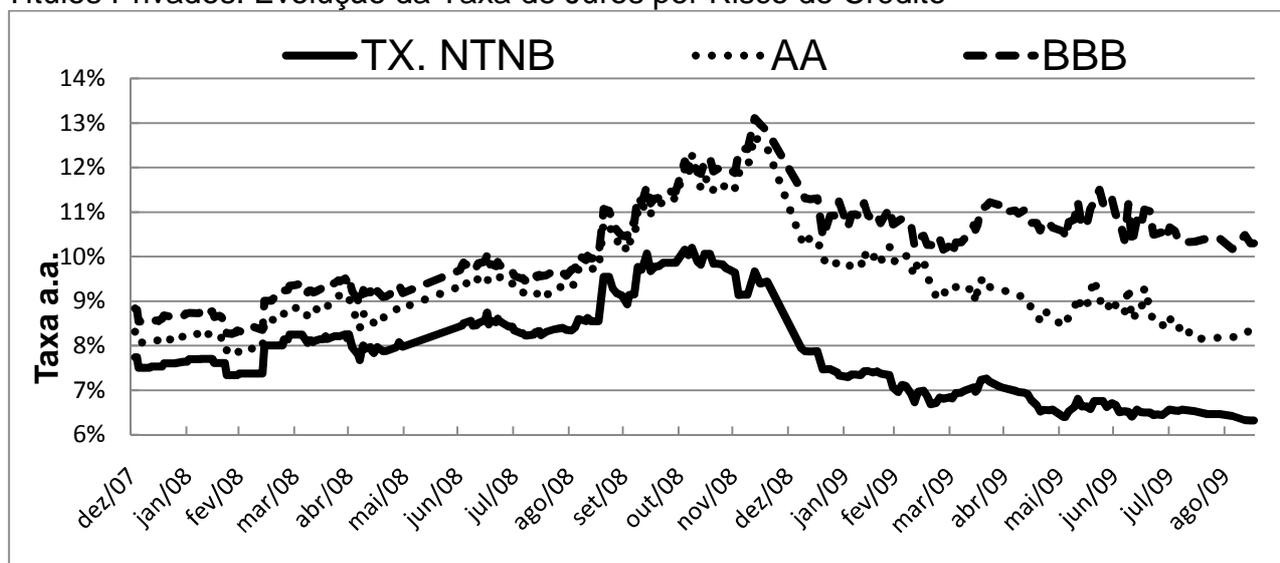
<sup>28</sup> Inclui FIPs, Private Equities, FIEEs, limitado a 10% para Fundos Multimercado e 10% para Fundos Imobiliários.

economia pequena ou algum risco ou com a moeda fraca<sup>29</sup>. Destes, o mais forte no momento positivo da economia brasileira é o da diversificação. Oportunidades pontuais são possíveis em moedas, ações, commodities e debêntures conversíveis. Estas aplicações têm restrições para serem efetivadas devido ao limite de 25% do fundo objeto e a obrigatoriedade do veículo ser no Brasil.

O segmento de renda fixa, atualmente é o principal alvo dos investidores brasileiros. Os gestores locais dividem as aplicações conforme os indexadores Selic, Pré-fixados (nominal) e indexados a inflação (IPCA). Adicionalmente as aplicações em renda fixa podem ser classificadas conforme seu risco de crédito e *duration*. Uma nomenclatura em voga nos EUA e Europa são os Liability Driven Investments - LDI, literalmente Investimentos Direcionados pelo Passivo. Consistem em aplicações em títulos do Tesouro indexados à inflação e *swaps* e derivativos de longo prazo visando proteção contra risco de juros e de inflação. O crescimento dos prazos médios de aplicação e dos títulos vinculados à inflação em IPCA no conjunto do segmento torna os LDI um formato com grande potencial no Brasil. No nível operacional e tático parece fazer mais sentido o enquadramento dos títulos de dívida por indexador, prazo e *rating* do que pelo formato, conforme prevê a regulação. Alguns destes formatos estão com limites muito altos, não têm estoque já investido, e deveriam estar classificados como investimentos estruturados. O Gráfico 4 mostra a evolução das taxas de juros por *rating*. As taxas de títulos de maior risco subiram durante a crise, recuaram mais recentemente, porém os diferenciais contra os títulos mais seguros permanecem altos.

Gráfico 4

Títulos Privados: Evolução da Taxa de Juros por Risco de Crédito



Obs. Títulos com Duration de 1000 dias úteis Fonte: Fapes

O segmento de ações teve seu limite de aplicações elevado para 70%, número bastante alto mesmo para países onde a taxa de juros é muito baixa. Um ponto que permanece na legislação são os limites conforme o grau de governança atribuído pela Bolsa de Valores de São Paulo. Empresas com governança podem pagar um prêmio em relação àquelas que não a tem. A forma de usufruir este prêmio é comprar empresas sem governança apostando em que viessem a tê-la. Será a bolsa um emissor de diplomas de governança

<sup>29</sup> Vlaar (2009).

isento? Atualmente empresas sem nenhum dos níveis de governança têm participação de cerca de 30% dos índices Ibovespa e IBX. Estão entre estas Ambev, Souza Cruz, CSN, Lojas Americanas, Petrobrás, TIM, Telemar e Vivo. Um fundo de pensão pode ter até 35% destas empresas na carteira, mas pode ter 50% da carteira de componentes do Bovespa +, conjunto de empresas novas que têm apenas uma empresa listada com um ativo de 50 milhões de reais. O gestor de ações costuma optar por empresas de grande ou pequena capitalização, que tem perspectivas de crescimento ou múltiplos mais baratos que seus concorrentes, que são líquidas, têm pouca liquidez ou somente terão quando vierem a mercado.

A busca de retornos acima da renda fixa e do mercado líquido de ações levou os investidores institucionais internacionais como os fundos de pensão ou fundações a investirem em segmentos alternativos como imóveis, *private equities*, *commodities* madeira, e infra-estrutura. Segundo a OCDE a alocação estratégica para mandatos alternativos com retornos absolutos deveria melhorar a eficiência do portfólio – contribuindo para o retorno ou para a diversificação – mas carregam pesados custos de implementação e de monitoramento<sup>30</sup>. Imóveis internacionalmente são considerados alternativos, mas no Brasil são tradicionais. Têm sido alvo de investimentos institucionais desde o período inflacionário, pois representavam um fluxo mensal apropriado para pagar benefícios e manterem valor em termos reais. A criação do segmento de produtos estruturados separa ativos sem preço de mercado e representa um grau de flexibilidade.

Há também espaço para melhorias nas questões relativas à precificação dos ativos e sua marcação a mercado, derivativos, e transparência na rentabilidade agregada e por segmento.

## CONCLUSÕES

Segundo a OCDE<sup>31</sup> as implicações da crise financeira para a poupança previdenciária - para as pessoas participantes de planos de contribuição definida - dependerá criticamente da alocação de ativos do fundo, e da idade do participante. A crise pode levar os fundos de pensão a reconsiderar seus investimentos alternativos – em fundos de *hedge*, *private equity*, *commodities* e outros – e fortalecer sua governança e controle de risco. Muitos fundos de pensão têm abraçado investimentos alternativos em forma de manada, buscando retornos mais altos prometidos por estes ativos, sem a plena compreensão dos riscos envolvidos. E ainda que as exigibilidades dos esquemas de benefício definido estejam expostas a vários riscos (investimentos, taxas de juros, inflação e longevidade), e para cobri-las muitos fundos de pensão adotaram estratégias baseadas em investimentos direcionados pelo passivo.

Berkellar se pergunta<sup>32</sup> se estamos tão míopes ao fazer a alocação estratégica? Enfatizou que a alocação de ativos é frequentemente feita pelos retornos, correlações e volatilidades históricos. É necessário efetuar suposições – isto é uma arte e não uma ciência. A alocação deve ser dinâmica e não constante. Há ampla evidência empírica de que os retornos esperados variam no tempo. A tolerância ao risco tampouco é constante, mas função da riqueza e do horizonte de investimento. E ainda que o desafio principal seja a governança. As suposições são insuficientemente testadas. Há que desenvolver cenários alternativos para as premissas do mercado de capitais. Menciona ainda que se deva focalizar em eventos nas caudas das distribuições e no retorno dos ativos (*commodities*,

---

<sup>30</sup> OCDE (2009).

<sup>31</sup> OCDE (2009).

<sup>32</sup> Berkellar (2009a).

títulos públicos, crédito privado, ações, ações de pequenas empresas, ações de valor<sup>33</sup>). Foco deve ser dado ao papel das culturas organizacionais, incentivos, na educação dos membros dos conselhos, no papel do ciclo de gerência de risco dentro da organização, e em evitar gerência de risco pró-cíclico (seguro dinâmico, V@R).

As questões assinaladas estão na ordem do dia no Brasil. Como alocar ativos, a governança e o risco são tópicos merecedores de atenção especial. A certificação dos dirigentes certamente contribuirá para a melhoria da governança. Um aspecto sempre mencionado, mas não equacionado, é qual a metodologia para tratar risco nos fundos de pensão. A norma menciona apenas a DNP- divergência não planejada que – como método – é muito pobre. O V@R é muito útil para risco de curto prazo, e para instituições alavancadas, mas para fundos de pensão tampouco parece apropriado. Os cálculos de atribuição de desempenho parecem a ferramenta mais conveniente. Na renda fixa a contribuição para retorno pode vir do indexador, moeda, *duration* ou risco de crédito. Nas ações, por sua vez, o retorno pode vir do tamanho, estilo valor ou crescimento, setor, liquidez, correlação com juros ou câmbio, momentum ou outros fatores. Importante também são o olhar sobre as possibilidades de evolução do passivo, a longevidade da população e as possibilidades de variação nas premissas atuariais.

O Sistema de Previdência Complementar – como de resto a quase totalidade dos agentes econômicos – sobreviveu à crise de 2008 com méritos. Os órgãos reguladores dos Bancos (Bacen), das Empresas Abertas (CVM), e dos Fundos de Pensão (SPC) vêm fazendo seu dever de casa há anos com dedicação e eficiência. A governança dos fundos de pensão se comportou bem, não havendo registros de insolvência de fundos devido à volatilidade dos mercados. Os impactos negativos da recessão e das fortes quedas dos preços os ativos reais chegaram de maneira atenuada e pontual nas empresas, bancos e gestores de recursos. Empresas que tiveram problemas podem ter ajustado benefícios para seus participantes. A experiência com crises anteriores e quiçá com o processo inflacionário de outrora propiciou reações equilibradas. Transparência, carteiras abertas e a governança ativa dos partícipes do mercado evitaram casos como os de Madoff e outros ocorridos nos EUA e Europa. As alterações regulatórias estavam no *pipeline* pré-crise. A nova regulação de investimentos acertou ao ampliar os limites das classes de ativos, porém permite certo exagero em subclasses de aplicação sem histórico de retornos.

Finalmente Urwin<sup>34</sup> crê que há razões para otimismo. Os fundos de pensão - como parte de um sistema interligado incluindo governos, companhias e trabalhadores - podem ser a bala de prata para as nações ao endereçar o aperto demográfico.

Os fundos internacionais sofreram com a crise, mas continuam a ser um lócus de poupança previdenciária de longo prazo benéfico para seus participantes e para os países onde estão estabelecidos. Os retornos baixos ou negativos atingirão mais intensamente os fundos CD e possivelmente os trabalhadores mais organizados buscarão mitigar esta consequência. Os planos BD não estão mortos<sup>35</sup>.

No Brasil a tendência de crescimento mais acentuado dos produtos puramente financeiros versus os fundos de pensão tradicionais somente poderá ser revertida se diminuirmos os inúmeros requisitos normativos existentes para os fundos de pensão. Qualquer empresa

---

<sup>33</sup> Ações de pequenas empresas –de menor valor de mercado- (small cap) se contrapõem a ações de grandes empresas (large cap) ao passo que ações de valor (múltiplos de mercado como preço/lucro, preço/valor patrimonial baixos) se contrapõem a ações de (empresas) crescimento. Nota do autor.

<sup>34</sup> Urwin (2009).

<sup>35</sup> Hess (2009).

pensando em estabelecer um plano de previdência para seus empregados dificilmente optará pelo formato fundo de pensão em detrimento dos fundos de investimento.

A crise não foi pequena e no Brasil seus impactos foram bastante menores que em outros países devido à solidez das empresas, dos bancos e dos agentes reguladores. Empresas e bancos não alavancados, fundamentos macro sólidos e gestores sábios tornaram a digestão dos percalços mais suave.

Não cabe, no entanto, deixar de buscar melhorias nos mais diversos campos de forma a estar pronto para enfrentar a próxima crise.

Os requisitos, a nosso juízo, para ultrapassarmos sem maiores traumas a próxima onda são o conhecimento adequado do passivo e das perspectivas de longevidade; o permanente e inteligente aperfeiçoamento e flexibilização da regulação; a capacitação e melhoria dos dirigentes e das entidades regulatórias; o constante aperfeiçoamento das ferramentas e técnicas de gestão de forma a correr mais risco com sabedoria, e a adequação dos modelos de avaliação de desempenho e de risco para os fundos de pensão.

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

**Berkellar, Arjan** (2009a); "What Factors Should Funds Consider in their Response to Recent Economic and Financial Market Turmoil?" World Bank.

**Brinson, Gary P., Hood, L. Randolph & Beebower, Gilbert L.** (1986); "Determinants of Portfolio Performance", Financial Analysts Journal.

**Damodaran, Aswath** (2008), Equity Risk premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications, Stern School of Business.

**Errhardt, John W. e Morgan, Paul C.** (2009); "Milliman 2009 Pension Funding Study: Five years of Pension Gains Wiped Out in 2008", Milliman.

**Goldfajn, Ilan** (2009), "New Itaú Unibanco Indicator: Monthly GDP. Up 2.3% in May".

**Hess, Carl** (2009); "Mega Funds Webcast: Assessing the Damage and Planning for Recovery", Watson Wyatt Worldwide, Pensions & Investments.

**IPEA** (2009); dados do PIB, Grupo de análise de Conjuntura do PIB.

**Institutional Investor** (2009a); "2009 America's Top 300 Money Managers".

\_\_\_\_\_ (2009b) "2009 Hedge Fund 100: The Global Hedge Fund Industry Struggled in 2008".

**International Social Security Association – ISSA** (2009); "Analysis: Social Security in a Time of Financial Crisis".

**Marder, Barbara e Boeschoten, Bas van** (2009); "Government Reactions: Changing the Rules", Retirement, Risk & Finance Perspective, Mercer.

**Markowitz, Harry** (1959); "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments", Wiley.

**McKinsey Global Institute** (2009); "Global Capital Markets: Entering a New Era".

**Mercer** (2009); "Guideline Actuarial Assumptions for Company Pension Expense and Liabilities".

**OCDE** (2009); "OECD Private Pensions Outlook 2008".

**O'Neill, Jim** (2009); "The Diverging World Economy", Goldman Sachs.

**Secretaria de Previdência Complementar/MPAS** (2009); Relatório de Atividades 2008.

**Urwin, Roger** (2009). "Pensions for an Aging Planet: Lessons for Asset Owners from the Oxford-Watson Governance Project", Watson Wyatt.

**Verstyuk, Sergiy** (2009), Pension Solvency Indices US, UK & Euroland, Goldman Sachs.

**Vlaar, Peter** (2009). "Corporate ALM & Risk Policy", APG, Netherlands.