

## 92. Novos produtos financeiros para fundos de pensão

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

Reportagem recente veiculou proposta do Ministério da Fazenda com recomendação para alterar a contabilização dos planos de benefícios geridos pelos fundos de pensão. A proposta contempla, no lado do ativo, a oferta de novos produtos de longo prazo e a supressão da marcação pela curva do vencimento no registro contábil dos títulos do Tesouro Nacional, e no lado do passivo contábil, a marcação a mercado das obrigações do plano de benefícios. A justificativa declarada é a de diminuir o descasamento entre ativos e passivos e estimular o uso de novos produtos de investimentos de longo prazo. O presente artigo está focado, de forma ampla, nos investimentos, com considerações sobre o cardápio de produtos financeiros passíveis de alocação pelos fundos de pensão. A análise do índice de solvência decorrente da marcação a mercado das obrigações será abordada na próxima Coluna,

### 1. Proposta do Ministério da Fazenda

No final de julho passado, representante do Ministério propôs ajustes pontuais nos limites de investimentos e supressão da marcação pela curva de vencimento para os títulos do Tesouro Nacional que devem ser carregados até o vencimento, ou seja, propôs a marcação a mercado para todos os ativos<sup>2</sup>, bem como para os passivos dos planos de benefícios. Os ajustes nos limites de investimentos contemplados na proposta do MF foram endossados publicamente pela direção da PREVIC<sup>3</sup>, abrangendo as aplicações em debêntures de infraestrutura, crédito de descarbonização, ativos de crédito de carbono, fundos de investimentos na cadeia agroindustrial (FIAGRO), investimentos em fundos de investimentos em participações (FIP) e revogação da vedação à compra direta de imóveis. Esses ajustes teriam o objetivo de conceder maior flexibilidade para os gestores dos fundos de pensão traçarem suas estratégias de alocação dos investimentos. A supressão da marcação pela curva de vencimento dos títulos do Tesouro Nacional no ativo se justificaria por este procedimento supostamente estar “distorcendo a leitura da solvência e risco de solvência do plano”, na medida em que estaria incorreto “marcar contabilmente um ativo que não varia diante das mudanças dos fundamentos da economia”. Ressalta-se que possíveis alterações nos limites de investimentos dos fundos de pensão estão na esfera de competência do Conselho Monetário Nacional- CMN, se aguardando alterações normativas para breve.

### 2. Política de Investimentos e processo de alocação

A Política de Investimentos dos fundos de pensão segue diretrizes do CMN, as quais estabelecem que a aplicação dos recursos deve observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e adequação à natureza de suas obrigações, devendo ser considerados, ainda, a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades, necessidades de liquidez e fluxos de pagamentos<sup>4</sup>. O ponto principal desse regramento é que a gestão dos fluxos financeiros deve ser compatível com os prazos e montante das obrigações atuariais, com o objetivo de manter o equilíbrio econômico financeiro entre ativos e passivos do plano<sup>5</sup>. Está implícito que o objetivo da gestão dos investimentos, no âmbito dos planos de benefícios dos fundos de pensão, é a manutenção do equilíbrio entre ativos e passivos, se inferindo que devem ser descartadas as estratégias que visam a maximização dos retornos dos investimentos. Note que os fundos de pensão estão submetidos aos mesmos princípios financeiros que regem as atividades dos demais agentes do mercado, portanto, maior retorno será obtido somente com maior exposição ao risco. Em tese, as diretrizes do CMN e a Política de Investimentos de todos os fundos de pensão deveriam explicitar que as possíveis estratégias adotadas não visam maximizar retornos, pelo contrário, a gestão dos fundos deve privilegiar postura prudencial e conservadora voltada para obter retornos adequados à sua

---

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

<sup>2</sup> “Fazenda discute contabilidade de fundações”, Valor Econômico de 24/06/2024.

<sup>3</sup> “PREVIC quer debêntures, agro e carbono nos fundos de pensão”. Valor Econômico, 05/03/2024.

<sup>4</sup> Resolução CMN nº 4.994, de 24/03/2022, caput e inciso I do Artigo 4º e Artigo 5º.

<sup>5</sup> Ibidem, Parágrafo único do Artigo 5º.

finalidade precípua, que é a de pagar benefícios para todos os participantes do plano. Uma das diretrizes mais importantes da Política de Investimentos é a busca de ampla diversificação, com normas prevendo investimentos e correspondentes limites em seis grandes segmentos: renda fixa, renda variável, estruturados, imobiliário, exterior e operações com participantes. Passamos ao exame de alguns dos produtos financeiros relevantes sob a ótica de risco e de sua adequação ao portfólio de investimentos de uma fundação de previdência complementar.

### 3. Renda Fixa

Na renda fixa estarão previstas alocações em produtos financeiros recentes, como debêntures de infraestrutura, créditos de descarbonização, ativos de crédito de carbono e fundos de investimento na cadeia agroindustrial. Os títulos de renda fixa de natureza privada têm um concorrente imbatível nos títulos do Tesouro Nacional, pois esses embutem e representam, por definição, a taxa de juros sem risco da economia nacional. As Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) IPCA+ são títulos vencíveis a longo prazo (até o ano de 2060) com precificação baseada na taxa de correção monetária calculada pela variação do IPCA com adição de juros reais de 6% ao ano na data da sua emissão. Os títulos longos estão sendo negociados atualmente no mercado financeiro com taxa real no entorno de 6,5%. Com essas características, tais títulos são incomparáveis em termos de segurança e rentabilidade com relação a todos os demais títulos de renda fixa<sup>6</sup>. As NTN-B podem ser comprados pelos fundos de pensão para pronta negociação ou para serem mantidos até o vencimento. No caso de pronta negociação, esses títulos devem ser necessariamente contabilizados pela marcação a mercado (MtM: *mark-to-market*), de forma a refletir a volatilidade decorrente da oscilação diária do preço do título no mercado. No caso de serem adquiridos para serem mantidos em carteira até o seu vencimento (HtM: *held-to-maturity*), serão contabilizados pela marcação com base na curva de vencimento do título, com a apropriação contábil proporcional do rendimento contratado na sua aquisição, portanto, ao serem carregadas até o vencimento não terão nenhuma volatilidade<sup>7</sup>. Para efeito de apuração da solvência do plano ao final de cada exercício, a diferença econômica decorrente das duas formas de contabilização é compensada, ao menos parcialmente, pela consideração do ajuste de precificação. Portanto, o cálculo da solvência efetiva, realizada de forma extracontábil, com a consideração do ajuste de precificação, supre parcialmente a lacuna informacional acerca do real nível de solvência do plano de benefícios. O Plano Básico de Benefícios administrado pela FAPES apresenta monitoração gerencial do índice de solvência utilizando duas métricas: o contábil com ajuste de precificação e a solvência marcada a mercado para ativos e passivos, com esses dois índices estando em 0,93 e 0,99, respectivamente, em abril de 2024<sup>8</sup>. Note que, independentemente da forma de contabilização, as NTN-B longas constituem ativos correlacionados com o passivo atuarial, como no caso da FAPES e de outros planos que utilizem o IPCA como taxa de desconto do plano. Essa correlação permite a imunização parcial ou total do passivo, dependendo do *duration* dos futuros fluxos financeiros do passivo.

### 4. Debêntures de infraestrutura

Em reportagem recente, de título equivocado<sup>9</sup>, consta opinião otimista acerca da atratividade das debêntures de infraestrutura para os fundos de pensão. Aparentemente, essa opinião está amparada na consideração do benefício proporcionado pelo incentivo fiscal para os emissores desses títulos, que podem reduzir seus impostos em 30% do valor dos juros pagos aos investidores dessas debêntures. Em tese, o incentivo tributário propiciaria, se repassado pelo emissor ao investidor, uma remuneração mais elevada para os adquirentes dos títulos, concedendo maior atratividade a esse instrumento financeiro. A colocação dessas debêntures não será tarefa fácil, uma vez que a precificação de cada título deve considerar outras variáveis específicas, como a qualidade dos ativos subjacentes, constituídos por projetos de infraestrutura de longa maturação e longa exposição a variados riscos. Nesse contexto,

---

<sup>6</sup> De acordo com a heurística financeira, os títulos privados devem remunerar seus detentores com a taxa livre de risco e adicional de spread relativo ao risco de crédito específico de seu emissor.

<sup>7</sup> Maiores detalhes na Coluna nº 62: “Estratégias de precificação em renda fixa nos fundos de pensão”. Jornal APALAVRA nº 224 de 31/07/2020. Disponível em [www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios](http://www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios)

<sup>8</sup> Raio X dos Investimentos da FAPES, de abril de 2024.

<sup>9</sup> “Debêntures atraem fundos de pensão”. Valor Econômico de 29/05/2024.

projetos de infraestrutura não reúnem, em sua grande maioria, as características de atratividade necessárias para constituírem, de fato, uma oportunidade efetiva para os fundos de pensão<sup>10</sup>, pelo menos enquanto as taxas de juros se mantiverem em patamares elevados.

#### 5. Renda Variável

Especialistas financeiros com visão de Investidor, se contrapondo àqueles com visão de Trader, identificam o estilo de gestão passiva como o mais adequado para a formação de carteiras de renda variável<sup>11</sup>. Essa preferência decorre da percepção de que a obtenção de Alfa<sup>12</sup> é factível para alguns gestores. No entanto, pelo fato de que a gestão ativa constituir um jogo de ganha-perde, os fatos demonstram que o desempenho do gestor ativo não é alto, ficando abaixo de 30% em uma janela anual. Essa constatação fundamenta a percepção de que a gestão ativa, com base na seleção de papéis de empresas pretensamente vencedoras (*stock picking*), é um estilo essencialmente especulativo, o que vai de encontro ao que se espera da gestão de planos de benefícios previdenciários, caracterizados pela postura prudencial e conservadora. A diversificação dos investimentos é um axioma amplamente aceito, portanto a dosimetria prudencial recomenda que agentes que atuam de forma conservadora, como os fundos de pensão, devam alocar seus investimentos em renda variável por meio de fundos de índices- ETF, adotando a diversificação pela média da evolução dos mercados. Essa prática vem tendo ampla difusão no mercado brasileiro, onde o patrimônio líquido dos ETF passou de R\$ 3,3 bilhões em 2014 para R\$ 44 bilhões em 2023, ou seja, crescimento de mais de treze vezes em dez anos<sup>13</sup>. A alocação em uma cesta de papéis representados por índices garante a desejada diversificação e assegura um retorno médio em relação à evolução do segmento de renda variável, inclusive concedendo alto grau de impessoalidade à gestão, menores custos e maior transparência ao desempenho.

#### 6. Investimentos estruturados

Esse segmento acolhe as alocações em fundos multimercado, fundos de investimentos em participações- FIP e certificados de operações estruturadas-COE, dentre outros produtos com estratégias mais sofisticadas. Os fundos multimercados podem embutir variados níveis de risco, agregando instrumentos financeiros de renda fixa, renda variável e derivativos na consecução de estratégias elaboradas. O saque de recursos dos multimercados pode demorar até sessenta dias a partir da cotização do resgate, o que resulta em uma iliquidez relativa. O desempenho dos fundos multimercados nos últimos anos foi pífio. Os FIP também embutem variados níveis de risco e os compromissos dos cotistas, tanto nas aplicações quanto nos resgates, pode se estender por anos, com iliquidez efetiva. As experiências dos fundos de pensão com os FIP são de triste memória, com alguns ainda carregando resultados negativos que vem de décadas. Um desses fundos de pensão tem uma estatística muito negativa: de trinta FIP três apareceram no noticiário expondo publicamente fraudes e desvios, vinte e três apresentaram resultado negativo, e apenas quatro foram exitosos. Note que alguns FIP podem acarretar não somente a perda total do capital alocado como também a obrigação de aportar recursos adicionais para cumprir obrigações financeiras do fundo excedentes ao seu patrimônio. Os COE, que constituem inovação financeira de apenas uma década, também detêm amplo cardápio de risco, porem apresentam três características específicas de viés negativo: assimetria na relação risco/retorno para o investidor, elevado risco de liquidez e alto risco de contraparte, constituindo, em regra, um produto mais adequado para o emissor do que para o investidor<sup>14</sup>. A remuneração dos agentes de mercado de  $2+20^{15}$  em contrapartida aos

---

<sup>10</sup> Maiores detalhes na Coluna nº 85: “Debêntures de Infraestrutura: oportunidade para os fundos de pensão?”. Jornal APALAVRA nº 259 de 07/12/2023. Disponível em [www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios](http://www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios)

<sup>11</sup> Maiores detalhes na Coluna nº 86: “O papel da intuição nos investimentos”. Revista da APA nº 10 de 12/12/2023. Disponível em [www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios](http://www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios)

<sup>12</sup> Valorização das ações acima da média representada pelo Ibovespa

<sup>13</sup> “A hora da diversificação”. Veja Negócios de junho de 2024.

<sup>14</sup> Maiores detalhes na Coluna nº 89: “Alocação em Certificados de Operações Estruturadas- COE”. Jornal APALAVRA nº 263, de 11/04/2024. Disponível em [www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios](http://www.apabndes.org.br/textosprevidenciarios)

<sup>15</sup> Taxa de administração de 2% ao ano e taxa de performance de 20% sobre o resultado que exceder determinado patamar previamente acordado.

serviços dos gestores externos desses três produtos financeiros torna esses instrumentos muito onerosos, ressaltando que alguns emissores de COE podem obter taxa de performance bem acima dos 20% tradicionais. Em síntese, o segmento de investimentos estruturados é caracterizado por produtos com baixo nível de impessoalidade negocial, reduzida transparência de desempenho, altos custos e iliquidez alocacional. Segundo especialistas conservadores, tais características indicariam até a necessidade de proibição normativa para alocação nesse segmento pelos fundos de pensão, de forma a proteger efetivamente os participantes dos planos de benefícios.

#### 7. Investimentos sustentáveis e outros ativos

Pela natureza extremamente especulativa ou por dependência regulatória, devem ser descartadas pelos fundos de pensão algumas opções de investimentos, tais como criptomoedas, ouro, créditos de descarbonização, ativos de crédito de carbono e investimentos exóticos, como obras de arte. Por outro lado, devem ser privilegiadas, quando possível, as alocações em investimentos sustentáveis. O papel dos fundos de pensão é muito importante na disseminação dos investimentos sustentáveis, devendo ser reconhecido que tal papel é de coadjuvante, não o de protagonista. As alocações em investimentos sustentáveis devem ser delimitadas por três princípios: os gestores dos fundo de pensão devem priorizar sua função essencial de pagar os benefícios a seus participantes, cumprindo seu dever fiduciário; as possíveis medidas ativistas voltadas para a resiliência climática e para o desenvolvimento econômico devem estar subordinadas ao cumprimento desse dever fiduciário pelos gestores; e a alocação de recursos pelos fundos de pensão em investimentos sustentáveis deve ser realizadas de forma prudencial e com base na análise de riscos, tendo como princípio a consecução de uma política de investimentos perfeitamente alinhada à função essencial do fundo de pensão, que é pagar benefícios aos seus participantes<sup>16</sup>. Esses três princípios podem e devem ser aplicados a qualquer tipo de investimento que venha a ser realizado pelos gestores dos fundos de pensão que assumam postura prudencial e conservadora no cumprimento de seu dever fiduciário.

Na próxima Coluna serão abordados a marcação a mercado das obrigações previdenciárias e o cálculo da solvência do plano de benefícios.

Publicado no jornal APALAVRA nº 266, de 11/07/2024 (disponível em [www.apabndes.org.br](http://www.apabndes.org.br) )

---

<sup>16</sup> Maiores detalhes na Coluna nº 88: “Investimentos sustentáveis e os fundos de pensão”. Jornal APALAVRA nº 262, de 12/03/2024. Disponível em [www.apabndes.org.br/textosp Previdenciarios](http://www.apabndes.org.br/textosp Previdenciarios)