

# DESEMPENHO É DESTAQUE EM 2020

A despeito do estresse nos mercados, sistema mostrou elevado nível de governança e eficácia na gestão de riscos e liquidez

**A**o encerrar o ano com ativos superiores a R\$ 1 trilhão e registrar, em dezembro, superávit total de R\$ 35,3 bilhões (R\$ 8,1 bilhões de superávit líquido), o sistema fechado de Previdência Complementar conseguiu transmitir resiliência suficiente para superar as dificuldades trazidas pela crise da pandemia. Os resultados são ainda mais relevantes frente à continuidade das incertezas sanitárias, políticas e econômicas vividas pelo Brasil, exigindo que as entidades façam frente a uma nova rodada de desafios para navegar ao longo de 2021.

Na busca do equilíbrio entre ativos e passivos em ambiente de maior risco, os desafios recaem, com maior ênfase, sobre a condução das políticas de investimento e a capacidade de ajuste das metas atuariais dos planos de benefícios. O superávit de R\$ 35,3 bilhões registrado em dezembro cresceu frente ao resultado positivo de R\$ 29 bilhões apresentado no final de 2019, ao mesmo tempo em que os déficits recuaram em relação ao ano anterior, enfatiza o Diretor Superintendente da Previc (Superintendência Nacional da Previdência Complementar), Lúcio Capelletto.

## ▶▶ INVESTIMENTOS

“Em 2020, o sistema reverteu, portanto, uma tendência de anos em que os resultados negativos eram superiores aos positivos, e o fez em plena pandemia.”

Na avaliação da autarquia, a crise materializou os cenários de estresse em todos os mercados e, mesmo diante desse quadro, o sistema mostrou elevado nível de governança e capacidade de tomada de decisões consistentes, além de maior eficácia na gestão de riscos e liquidez em seus investimentos. “Isso evitou que houvesse necessidade de vender ativos nos piores momentos, quando os preços estavam subavaliados”, lembra Capelletto. Um levantamento feito pela Previc mostrou que as entidades estavam em situação de liquidez confortável, capazes de fazer frente aos compromissos de seus passivos por um tempo médio de 18 meses sem precisarem recorrer à venda de ativos. Esses fatores aumentaram a resiliência e foram determinantes para que o sistema retornasse ao resultado positivo depois do baque registrado no primeiro semestre de 2020.

Além disso, Capelletto observa que, mesmo em meio à crise, as entidades conseguiram manter seus processos funcionando, demonstrando grande capacidade de adaptação, inclusive no atendimento aos participantes. Ele enfatiza ainda a existência de um arcabouço regulatório moderno, que vem sendo aprimorado desde 2017,

o que ajudou a superar o momento de crise. Outro aspecto fundamental, no entender da Previc, foi o trabalho de supervisão e monitoramento mais proativo e tempestivo, que reforçou a indução desse comportamento.

Apesar do dever de casa bem feito, a Previc identificou uma quantidade expressiva de planos que estão acima do limite superior do corredor de taxas atuariais em 2021, calculado com base nos últimos cinco anos das NTN-Bs indexadas ao IPCA. “São 70 planos acima desse limite, então há um trabalho a ser feito pelas EFPCs para reduzir suas taxas”, afirma o Diretor Superintendente.

A banda superior, atualmente de 5,4%, vem sofrendo reduções contínuas como consequência da queda dos juros básicos da economia, mas ainda é elevada frente à Selic, já que as previsões de alta do juro pelo Copom não são suficientes para justificar esse patamar. “Alguns planos podem ter ativos que comportem essas taxas, segundo os estudos técnicos apre-

O sistema reverteu  
uma tendência de anos  
em que os resultados  
negativos superavam  
os positivos

sentados à Previc. Logo, em alguns casos, isso é justificado, mas o processo de redução deve continuar”, informa Capelletto.

Diante do que se considerava no primeiro semestre do ano passado, o desempenho do sistema foi excepcional, refletindo a agilidade das entidades para reverter expectativas negativas a partir do momento em que os mercados financeiros começaram a moderar a sua primeira reação à pandemia, analisa o Diretor Superintendente da Valia e Vice-presidente do Conselho Deliberativo da Abrapp, Edécio Brasil. Com a recuperação dos preços dos ativos nos mercados, a reação dos investimentos foi a melhor possível.

Na Valia, as metas foram atingidas em todos os planos e, no plano de Benefício Definido, a rentabilidade ficou dois pontos percentuais acima da meta atuarial, em 12,3%. Além disso, a área de saúde da entidade atendeu os aposentados ininterruptamente, sem contar que a EFPC lançou seu primeiro plano família. “A percepção é de que o sistema como um todo passou por um teste de fogo e passou bem”, reflete o dirigente.

A crise deflagrada em março e, numa segunda etapa, o movimento de recuperação dos preços dos ativos após a ação dos governos e dos Bancos Centrais produziram fortes impactos nas carteiras de investimentos. “Naquela conjuntura, as EFPCs estavam mais organizadas

para enfrentar as consequências da crise: implantaram rapidamente o esquema de *home office* e atuaram como empresas do ponto de vista da profissionalização que, aliás, tem sido crescente”, avalia o Presidente da Vivest, Walter Mendes.

Nos mercados internacionais, a forte injeção de recursos foi fundamental; no Brasil, o auxílio emergencial foi decisivo para ajudar na recuperação da economia. “Este ano, porém, ele só veio em maio e muito menor, então deixou de auxiliar a economia por quatro meses”, diz Mendes. Em 2021, o principal fator complicador da crise no ambiente doméstico é a falta de organização no ataque à pandemia. “Com maior quantidade de vacinas compradas mais cedo, já teríamos talvez uma saída mais rápida à vista para a economia”, aponta o dirigente.

## Desempenho e indexador

A crise de 2020 encontrou a Vivest com uma exposição a risco relativamente mais baixa do que a de outras entidades, uma vez que a avaliação do cenário feita no início do ano por sua área de investimentos já era menos otimista do que a do mercado, mesmo antes da pandemia explodir. “Imediatamente após o carnaval, vendemos Bolsa e títulos públicos mais longos, assim como outros ativos de risco, num total de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões”, conta Mendes.

## No Brasil, o auxílio emergencial foi decisivo para ajudar na recuperação da economia

A Vivest também elevou sua exposição ao exterior, outro fator positivo. Com a recuperação dos mercados, conseguiu fechar o ano com rentabilidade de 14% na média de todos os seus planos. “Foi um desempenho muito bom, mas não pudemos bater a meta atuarial, que ainda é indexada ao IGP-DI, ficando, portanto, num patamar impossível de ser atingido: 31% no ano”, conta Mendes.

A questão ainda está a meio caminho de ser equacionada. A mudança do IGP-DI por outro indexador chegou logo após a edição da Resolução CNPC nº 40, de março deste ano, que regulamentou o tema. Agora, o assunto será objeto de novos estudos técnicos e precisará seguir os prazos impostos pela regulação, que inclui 180 dias para que a medida seja amplamente divulgada a todos os participantes e assistidos.

A troca também exigirá uma nova rodada de discussão junto aos comitês gestores de todos os planos. “Desse modo, continuaremos com a meta atuarial atrelada ao IGP-DI

este ano. Devemos estar aptos a fazer a troca de índice apenas em 2022”, lamenta Mendes. Por isso, ele receia que a fundação vá registrar mais um déficit sem ter qualquer responsabilidade pelo problema, já que o desempenho de sua área de investimentos tem sido excelente.

## Mercado global

A Vivest tem conseguido manter um *market timing* adequado e registrou rentabilidade de 5,73% no primeiro trimestre do ano. “Daqui para a frente, a rentabilidade dependerá muito das condições da economia brasileira, incluindo a solução do atual imbróglia fiscal e sinais mais sólidos de recuperação da atividade econômica”, diz Mendes.

A entidade, que aplica nos mercados globais desde 2013, gostaria de investir mais lá fora para aproveitar o crescimento expressivo do PIB nos EUA e na China, entre outros países, mas essa decisão segue limitada pela Resolução CMN nº 4.661. Vale lembrar que os fundos de pensão chilenos podem aplicar 80% de suas reservas no exterior, os colombianos têm limite de 40%, e até o México, que chegou mais tarde a esse processo, já tem teto de 20%, enquanto o Brasil mantém o limite máximo em 10% dos ativos. “Nossas autoridades precisam rever este assunto com enfoque na realidade dos mercados”, pondera.

## ▶▶ INVESTIMENTOS

Na avaliação do Presidente da Vivest, o Brasil vive um nível muito baixo de investimentos em função das incertezas que lhe colocam, inclusive, atrás dos demais emergentes, com exceção da Turquia. O investimento estrangeiro continuará presente no País apenas para explorar ações especulativas, ao menos enquanto não houver maior segurança em relação à situação política e econômica, aponta o dirigente.

### Riscos e controles

As prioridades do sistema daqui para a frente estão na gestão de riscos e na estruturação de controles internos, entende a Previc. “Será importantíssimo para as EFPCs focarem nessa direção, buscando uma gestão mais eficaz de riscos do lado dos ativos, com olhar para todos os mercados e aspectos de sustentabilidade”, acredita Lúcio Capelletto. Do lado dos passivos, a prioridade é avaliar os riscos atuariais representados pelas taxas de juros, premissas de longevidade e regras de modelagem dos planos, entre outros.

“A gestão de riscos é sempre evolutiva. Como foram as regras da Basileia, aplicadas ao setor bancário, que exigiram um processo de aproximadamente 20 anos”, ilustra o Diretor Superintendente. No caso dos fundos de pensão brasileiros, entretanto, ele lembra que o processo terá que ser mais rápido porque os riscos são diferentes à

medida que os investimentos saem da esfera dos títulos públicos.

### Desafio estrutural

A questão estrutural que se coloca para os investimentos das entidades é especialmente desafiadora e ultrapassa os problemas conjunturais trazidos pela pandemia, reforça Edécio Brasil, referindo-se à queda dos juros reais no País. Afinal, ainda que a Selic continue em alta até o final do ano, o ganho real proporcionado pelos títulos públicos tende a seguir baixo ou negativo. “O produto aposentadoria ficou mais caro e há necessidade de expor as carteiras à maior volatilidade, exigindo maior cuidado na gestão de riscos”, avalia Brasil.

Há uma clara percepção de que o resultado não será mais o mesmo, embora ele tenha que ser o suficiente para proteger o patrimônio dos participantes. “Vemos que a pandemia trouxe questões conjunturais severas que se agregam à transição estrutural para um

Para a Previc, daqui para frente, as EFPCs precisam ter um olhar para todos os mercados e aspectos de sustentabilidade

patamar mais baixo de juros”, afirma Superintendente da Valia.

Há indícios de que as fundações caminham para políticas mais adequadas de diversificação, com exposição a novas classes de ativos. Do lado do passivo, a redução das metas atuariais, uma consequência da nova expectativa de rentabilidade, é preocupação daqui para a frente. Na Valia, explica Brasil, a política de *de-risking* tem sido bem-sucedida, assegurando o casamento total entre ativos e passivos, que foi feito de forma gradual. Hoje, como resultado, há pouca necessidade de mexer na macro alocação.

Com o estreitamento do corredor de taxas atuariais, será inevitável buscar maior diversificação e risco. Ao mesmo tempo, a abertura da Selic começa a introduzir mais volatilidade na renda fixa para as carteiras dos planos CD marcadas a mercado, e isso exigirá uma gestão mais apurada e com mais crédito privado. “A questão do corredor das taxas preocupa. Talvez algumas fundações precisem contar com maior flexibilidade na regra para não gerar dificuldades nos próximos anos”, diz Brasil.

Ao mesmo tempo, por conta das exigências da Resolução CMN 4.661, ele lembra que o sistema enfrenta o desafio de readequar suas carteiras físicas de imóveis em meio a um cenário de maior vacância no mercado imobiliário. “A vacância trazida pela pandemia atinge justamente os se-

tores em que os fundos de pensão têm presença mais forte: os de lajes corporativas e de *shoppings*. Então, tudo leva à necessidade de uma gestão de risco bem apurada, governança forte e avaliação profissional efetiva para os investimentos.”

A regulação relativa aos investimentos em imóveis precisa ser flexibilizada, defende Brasil, garantindo maior liberdade às fundações na hora de construir uma carteira rentável. “Temo que o prazo para migrar as carteiras físicas para Fundos de Investimento Imobiliário, que expira em 2030, seja curto e possa levar a transações que não serão as mais adequadas para o sistema.”

## Modernização

O debate sobre os institutos, como o da portabilidade, e a harmonização das regras tributárias entre os planos oferecidos pelos sistemas aberto e fechado de previdência são marcos fundamentais para o futuro, pondera Edécio Brasil. “Hoje não podemos oferecer produtos com as regras tributárias dos planos VGBL, por exemplo, o que seria essencial para evitar a bitributação dos participantes e fomentar o sistema. Se quisermos atrair poupadores de longo prazo, é preciso dar condições para que a modernização tributária avance de maneira mais rápida.”

Outro aspecto determinante seria a revisão da Resolução

## O debate sobre institutos e regras tributárias são marcos fundamentais para o futuro

CMN 4.661, pondera Brasil, até porque é preciso ter uma regulação mais flexível para os investimentos no exterior, por exemplo. Conselheiro do fundo de pensão do grupo Vale no Canadá, ele lembra que as entidades daquele país podem aplicar no mundo inteiro.

## Heterogeneidade

Para o Presidente da Previ e do Conselho Deliberativo da Abrapp, José Maurício Pereira Coelho, o sistema viveu uma espécie de teste de estresse e passou por ele de maneira satisfatória, mas é preciso considerar as características heterogêneas das fundações. “Cada entidade possui uma realidade própria. É difícil afirmar que existam fatores capazes de explicar o desempenho global do segmento, mas acreditamos que o resultado está mais relacionado ao trabalho que vem sendo feito nos últimos anos e menos a quaisquer decisões táticas tomadas durante a fase mais aguda da crise.” Em 2021, os desafios mantêm-se expressivos, frisa o dirigente, uma vez que o Brasil continua no processo de saída

da crise sanitária, “porém numa condição fiscal e macroeconômica mais frágil do que no primeiro trimestre de 2020”.

Na Previ, um fator determinante para atravessar as turbulências é a qualidade da carteira, avalia o Presidente. “Temos um sólido portfólio de ativos, construído ao longo de décadas com rigorosos processos de governança decisória. Estamos falando de títulos públicos e privados de baixo risco, imóveis estratégicos e uma diversificada carteira de empresas resilientes e bem estruturadas.”

A combinação desse portfólio com a boa gestão de pisos de liquidez fez com que a entidade conseguisse atravessar o período de volatilidade extrema honrando absolutamente todos os compromissos sem precisar vender sequer um ativo abaixo do seu valor justo. “A recuperação dos mercados se traduziu rapidamente nos preços do nosso portfólio, fazendo com que fechássemos 2020 com um superávit de R\$ 13,9 bilhões no Plano 1.” Em 2021, esse desempenho segue positivo, com o plano encerrando o mês de março com um superávit acumulado de R\$ 15,9 bilhões, R\$ 2 bilhões a mais frente ao ano passado.

## Esforços de internalização

As dificuldades identificadas pela Previc junto às EFPC ao longo do ano passado foram pontuais e já eram anteriores à crise da pande-

mia, segundo Capelletto. “Os esforços para internalizar o arcabouço regulatório ainda demandam um certo tempo para induzir melhorias na governança, qualificação e definição de processos de risco.”

Ele ressalta, em especial, o desafio de maior qualificação das entidades no que diz respeito à gestão de riscos dos investimentos, que fica mais complexa à medida que cresce a necessidade de diversificar a alocação. “Neste momento, é preciso aprimorar ainda mais a governança e os controles”, complementa. É essencial internalizar o arcabouço regulatório nesse sentido, diz Capelletto, incluindo as várias frentes da regulação, como as Instruções Normativas da Previc nº 31, 34 e 32. “Tudo isso demanda sistemas e processos bem incorporados pelas entidades”, observa.

Na avaliação de Walter Mendes, a fiscalização da Previc precisa ser mais focada nos processos do que em questões específicas, até para que seja possível à autarquia antecipar problemas de processos mal estruturados, assim como acelerar certas decisões. “Os prazos ainda são um pouco longos, como essa decisão de exigir 180 dias para divulgar a troca de indexador. É preciso lembrar que as EFPCs não têm fins lucrativos, mas devem atuar como empresas em busca de maior eficiência”, afirma o Presidente da Vivest. ■

Por Marta Corazza



Com **GUILHERME BENITES**,  
Sócio da Aditus Consultoria

### ▶▶ Qual é a avaliação da Aditus a respeito do desempenho dos investimentos das EFPCs em 2020 e quais foram os fatores que mais afetaram a rentabilidade das carteiras?

O ano de 2020 ficou marcado, sobretudo, pelo início da pandemia no primeiro semestre, ocasião em que os ativos de risco tiveram *performance* muito ruim. A despeito de um início de ano conturbado, o desempenho dos investimentos, de maneira geral, foi bastante positivo, apesar de frequentemente aquém das metas - sobretudo por conta de uma inflação consideravelmente acima da expectativa. Como destaque, cresceu o segmento de investimento no exterior, não só pelos ganhos no câmbio, mas também pela forte recuperação das economias desenvolvidas no segundo semestre.

### ▶▶ A mudança na trajetória da Selic este ano tenderá a frear os planos de diversificação dos investimentos ou isso seria um erro?

Não acreditamos que isso venha a frear os planos de di-

versificação, mas certamente os afetará. Em outras palavras, como temos discutido com alguns clientes: a direção permanecerá a mesma, mas a intensidade tende a ser menor. Prova disso é o fato de muitas EFPCs terem aproveitado as taxas mais altas de NTN-Bs ao longo do mês de março para recompor parte de suas posições no mercado de renda fixa.

### ▶▶ Quais são os principais desafios para atingir metas atuariais e garantir rentabilidades compatíveis com as necessidades dos planos de benefícios em 2021?

O maior desafio ainda é o juro real muito baixo. Em que pese o fato de a Selic estar em trajetória de alta, a expectativa é termos novamente um ano de inflação elevada. Com isso, os juros certamente serão insuficientes para ganhos relevantes acima da meta, o que fará com que os resultados de 2021 fiquem mais dependentes do desempenho dos ativos de risco, como aconteceu no ano passado.