

1 O Problema

1.1. Introdução

As entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) são investidores institucionais com grande volume de poupança doméstica, capazes de interferir na condução da política econômica do País, dada a sua capacidade de impulsionar ou retrain atividades econômicas específicas, pelo aumento ou retração dos investimentos que fazem em determinados setores da economia.

Devido à importância da previdência complementar e as implicações socioeconômicas que este segmento gera ao país, as EFPC têm sua vida amplamente regulamentada pelo Estado. O objetivo desta regulamentação é, além de proteger os interesses dos participantes dos planos de benefícios, determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeiro e atuarial, a fim de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio destes planos.

A regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão determina limites máximos de alocação em determinadas classes de ativos e proíbe a aplicação em outras. Dessa forma, os processos de otimização de carteiras das entidades de previdência devem considerar as restrições legais sobre sua composição, uma vez que, estas restrições limitam a diversificação e, conseqüentemente, influenciam sua relação de retorno e risco.

A Resolução nº 3.456 do Conselho Monetário Nacional, publicada em 1º de junho de 2007, é a legislação em vigente para os investimentos das EFPC. Dentre as principais modificações implementadas por essa resolução em relação à Resolução CMN nº 3.121, está a permissão para aplicação na classe de ativos denominada “multimercados, classificados como renda variável – outros ativos”. Trataremos essa classe ao longo deste trabalho apenas como multimercados.

A nova resolução não define com clareza esta nova categoria de ativos, mas esclarece que os fundos multimercados podem realizar investimentos, por exemplo, em operações de alavancagem, day-trade, *long and short* e

investimentos no exterior, ativos vedados pela resolução anterior.

A aplicação nesses ativos está limitada a 3% dos recursos garantidores do plano de benefícios. Apesar do limite pouco expressivo, essa nova categoria amplia consideravelmente as oportunidades de investimentos disponíveis para aplicação das EFPCs.

O objetivo principal deste trabalho reside em analisar o impacto dos investimentos nesta nova classe de ativos, denominada multimercado, na construção da fronteira eficiente dos fundos de pensão brasileiros. Dado o grande leque de opções disponíveis, optou-se por analisar, especificamente, o efeito da inclusão de ativos internacionais e fundos *long and short*.

Adicionalmente, buscar-se-á identificar se o limite para aplicação permitido pela legislação atual produz efeitos significativos nesta fronteira.

1.2. Hipóteses do estudo

As seguintes hipóteses serão testadas nesse estudo:

- **Impacto da aplicação em investimentos no exterior**

a) $H_{1,0}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros não se altera após a aplicação em investimentos no exterior limitada a 3%

$H_{1,1}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros melhora após a aplicação em investimentos no exterior limitada a 3%

b) $H_{2,0}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros não se altera após a aplicação em investimentos no exterior limitada a 20%

$H_{2,1}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros melhora após a aplicação em investimentos no exterior limitada a 20%

- **Impacto da aplicação em fundos *long and short***

a) $H_{3,0}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros não se altera após a aplicação em fundos *long and short* limitada a 3%

$H_{3,1}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros

melhora após a aplicação em fundos *long and short* limitada a 3%

b) $H_{4,0}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros não se altera após a aplicação em fundos *long and short* limitada a 20%

$H_{4,1}$ – O desempenho da carteira atual dos fundos de pensão brasileiros melhora após a aplicação em fundos *long and short* limitada a 20%

1.3. Delimitações do Estudo

Segundo a Resolução CMN 3.456 não há restrições em relação às operações realizadas dentro da categoria multimercados. Face ao grande leque de possibilidades disponíveis com a permissão para aplicação nesta classe de ativos, optou-se neste trabalho por avaliar especificamente o impacto da aplicação em ativos no exterior e em fundos *long and short*.

Para representar a classe de ativos no exterior considerou-se apenas investimentos no mercado americano e europeu. Nos EUA foram utilizados dados dos segmentos de renda fixa (títulos públicos e crédito privado), renda variável e imóveis; e na Europa, renda fixa e renda variável.

Não será considerada também a participação em imóveis e empréstimos a participantes no mercado nacional. Além da pequena participação destes investimentos nas carteiras dos fundos de pensão, não existem informações disponíveis e confiáveis sobre o histórico de rentabilidade desses ativos, bem como índices de referência adequados para a comparação da *performance* destes segmentos.

Enquanto o mercado financeiro oferece vasta documentação e estatísticas, o que favorece o acompanhamento dos mercados de renda fixa e renda variável de forma eficiente, os imóveis e empréstimos geralmente são controlados pelas próprias entidades, não existindo dados ou estudos referentes a estes mercados de forma agregada.

Segundo dados da ABRAPP referentes a março de 2007, os segmentos de renda fixa e renda variável representavam 95% dos ativos totais dos fundos de pensão.

1.4. Relevância do Estudo

Os fundos de pensão vêm desempenhando um papel de extrema importância no cenário econômico atual. O aumento da expectativa de vida, as transformações do trabalho e suas relações com os sistemas de previdência oficial, bem como a maior conscientização previdenciária por parte da população, tem criado uma grande demanda por serviços de previdência complementar.

Além disso, a importância da previdência complementar nas estratégias de recursos humanos e como ferramentas para a retenção de talentos, fazem com que as organizações, e não apenas as pessoas, dediquem especial atenção à qualidade do plano de aposentadoria complementar oferecido aos seus funcionários e ao desempenho oferecido pelo mesmo.

Os ativos dos fundos de pensão vêm representando parcelas cada vez significativas do PIB. Atualmente o ativo total das entidades já representa 17,8% do PIB e um patrimônio total da ordem de R\$ 414 bilhões¹.

Os fundos de pensão constituem atualmente o mais importante grupo de investidores institucionais do país e a gestão de seus ativos é um fator fundamental para a manutenção de seu equilíbrio financeiro. Segundo Griffin (1998), uma regra comum entre os cálculos atuariais é que um acréscimo de 1% na assunção de retorno transforma-se em um decréscimo de 20% no custo do plano.

Ainda que aparentemente sejam assuntos completamente díspares, a *performance* dos investimentos, fundamental para a manutenção do equilíbrio econômico financeiro dos planos de benefícios e para o aumento do nível de benefícios dos participantes, e a legislação brasileira para investimentos de EFPC, são temas completamente interligados. Uma vez que as legislações visam estabelecer limites máximos de aplicação nos diferentes ativos disponíveis no mercado a fim de minimizar interferências e estabelecer critérios de diversificação mínima, também podem criar restrições nas rentabilidades apresentadas por seus investimentos.

Diversos estudos já comprovaram o efeito da regulamentação na alocação dos ativos e no desempenho dos fundos de pensão, principalmente no que se

refere às restrições impostas. Apesar do interesse pelo tema, este estudo promove uma pesquisa aparentemente inédita aplicada especificamente ao mercado nacional, visando avaliar o efeito da diversificação viabilizada pela recente permissão para aplicação em uma nova classe de ativos, qual seja, os multimercados classificados na categoria renda variável – outros ativos.

Em um cenário de inflação controlada e taxa de juros cadentes somados a um ambiente econômico dotado de condições para a continuidade do movimento de queda das taxas de juros, a busca por alternativas de investimentos capazes de oferecer rentabilidades de longo prazo, aptos a manter o equilíbrio atuarial no caso dos planos de benefício definido ou, no mínimo, manter o poder de compra, no caso dos planos de contribuição definida, torna-se cada vez mais imperativo.

Portanto, além do caráter aparentemente inédito, este trabalho busca fornecer uma contribuição ao segmento de previdência complementar, verificando o impacto da nova classe de ativos no *portifolio* dos fundos de pensão e se o limite permitido produz ou não efeitos significativos, podendo levar a reflexões sobre a possível expansão do limite de aplicação nessa classe.

¹ Dados da Abrapp referentes a junho de 2007