



FISCALIZAÇÃO E ANÁLISE DE RISCO DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Uma análise da Resolução 3121

Alexandre Rodrigues de Oliveira

Sócio-Diretor de Cyrnel International

alexandre.oliveira@cyrnel.com.br

20/AGOSTO/2004

RESUMO

Este artigo analisa e faz propostas para a melhoria de alguns pontos da Resolução 3121 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Os pontos da resolução abordados neste artigo são:

1. Marcação a Mercado
2. Padronização e troca de informações de carteiras
3. Divergência não planejada (DNP) como medida de risco
4. Limites
5. Alavancagem

Marcação a Mercado

Grande progresso foi realizado nesta área nos últimos anos, especialmente depois de 2002, com a fiscalização do Banco Central (BACEN). A marcação a mercado está presente na maior parte das carteiras e é realizada com base em procedimentos já amplamente aceitos pelo mercado para a maior parte dos títulos negociados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), especialmente os mais líquidos e negociados em bolsa.

Apesar da evolução nas práticas de marcação a mercado, existem divergências técnicas que geram valores de cotas diferentes para o mesmo fundo de acordo com a metodologia utilizada.

Este ponto controverso pode ser clarificado com algumas alternativas como: (a) a adoção de um padrão para marcação a mercado, sugerido pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (b) a regulamentação de um

modelo similar ao implementado pela CONSAR¹ no México, onde existe um conjunto de empresas independentes que fornecem marcação a mercado². Cada fundo escolhe qual é o provedor de preços que será utilizado para a sua marcação a mercado.

Acredito que o primeiro modelo (padrão único de MtM) poderia paralisar totalmente o sistema pois transferiria aos órgãos do governo a responsabilidade de julgar, caso a caso, o valor ou a metodologia utilizada para avaliar cada ativo.

O segundo modelo é mais dirigido pelo próprio mercado e está bem mais próximo da nossa realidade operacional já que várias custódias já desenvolveram procedimentos internos para marcação a mercado, seguindo as boas práticas internacionais.

Padronização e Troca de Informações de Carteiras

A padronização na troca de dados é uma tendência internacional. Na busca por um bom padrão, devemos buscar um que seja:

1. Flexível para tratar novos títulos e operações existentes;
2. Bem conhecido e aceito pela comunidade acadêmica e de praticantes;
3. Baseado em uma ferramenta ou tecnologia que ofereça as condições adequadas para dar o suporte aos requerimentos;
4. Usar códigos e padrões de arquivos bem definidos.

Já fizemos progressos nessa área, especialmente com a iniciativa da Anbid (XML Anbid) para troca de posições e das corretoras de valores para troca de operações com os clientes. A adoção de padrões reduz os custos para a indústria como um todo (SPC, EFPC, Consultores,

¹ Comisión Nacional de Sistema de Ahorro para el Retiro

² A principal empresa a atuar neste segmento é o Provedor Integral de Precios – PIP (www.precios.com.mx)

Gestores, etc.) aumentando a transparência e facilitando a fiscalização e a agilidade nas análises.

A adoção da codificação ISIN (International Securities Identification Number) para os títulos negociados também aponta uma caminhada na direção correta da integração, já que oferece uma maneira mais simples para a determinação de características de cada título e composição de carteiras.

A troca diária de informações é, do ponto de vista tecnológico, viável para os principais agentes envolvidos no processo. É um importante elemento para facilitar a fiscalização pela SPC. A troca diária de informações em nada está relacionada à utilização de medidas de risco diárias, apenas fornecendo uma base sólida e ágil para a avaliação de limites.

Divergência Não Planejada (DNP) e Cálculo de Risco

A DNP, também conhecida popularmente como "tracking-error", é uma técnica comumente usada nos mercados de fundos para avaliar o grau de dispersão da rentabilidade histórica de um fundo em relação ao seu benchmark. Ela é utilizada como medida de risco relativo ocorrido em um período passado.

A medida de risco anteriormente adotada (Resolução 2829) era o Value-at-Risk (VaR) que, na sua forma mais simples e popular (ver RiskMetrics, 94), é absoluta (não considera benchmark ou passivo da EFPC) e de curto prazo (tipicamente com horizonte diário ou semanal), o que é totalmente inadequado para o perfil de investimento de um fundo de pensão, mas tem a vantagem de ser um prognóstico de risco.

A adoção da DNP como medida de risco, no lugar do VaR, representa ao mesmo tempo um grande progresso e um retrocesso. Foi um grande progresso ao explicitar a presença da meta atuarial no processo de

cálculo, penalizando as perdas. Foi um retrocesso já que a metodologia de DNP proposta estava focada em uma mera análise histórica.

A abordagem ideal seria um modelo completo, suportado por sistemas computacionais, para a realização de gestão de ativos e passivos. Este modelo é, entretanto, inviável operacionalmente e certamente extrapola os objetivos atuais de fiscalização da SPC.

De forma realista, uma análise de risco mais adequada para este problema deveria considerar uma ou mais medidas que tivessem, entre outras, as seguintes características: (1) considerasse na análise a meta atuarial; (2) considerasse o horizonte de investimento dos fundos de pensão; (3) metodologia simples e conhecida; (4) baixo custo de implantação.

A utilização do "VaR Relativo com Horizonte Anual"³, uma simples variação do VaR proposto na Resolução 2829, representa certamente um ganho em relação ao que existe atualmente e atende a todos os pontos acima descritos. A DNP ainda tem seu espaço para análise histórica dos planos de benefícios.

Um ponto a ser debatido ainda é sobre quem deveria fazer esta análise de risco: seria um modelo padrão ou cada EFPC poderia desenvolver a sua própria metodologia? Um ponto importante é que, caso a SPC consiga adotar a troca de informações de carteiras com os clientes, ela já teria acesso a todos os dados da composição da carteira da EFPC e estas medidas de risco poderiam ser calculadas internamente para fins de fiscalização, reduzindo um ônus para todo o sistema de fundos de pensão (na contratação de consultorias especializadas para realizar tal trabalho).

³ Tal medida de risco é similar ao Value-at-Risk, mas considera simultaneamente a carteira de ativos e passivos (bastando que seja agregada).

Por fim, as análises sempre devem ser realizadas por plano de benefícios e não da entidade como um todo.

Limites

A Resolução 3121 divide os investimentos em quatro segmentos: renda-fixa, renda-variável, imóveis e empréstimos/financiamentos. Dentro de cada segmento existem outras subdivisões de acordo com tipos ou risco.

A principal dificuldade nesta divisão vem do fato de não ter claro como acomodar adequadamente novos veículos de investimento, como as PPP's, que exigiriam limites próprios ou Cédulas de Produto Rural. Um novo segmento poderia ser criado para acomodar todas as participações em empresas privadas, deixando o segmento de renda-variável apenas para empresas abertas.

Alavancagem

A Resolução 3121 não permite investimentos em fundos de investimento com exposição superior a uma vez o patrimônio líquido devido ao uso de derivativos. O foco da resolução deveria estar na alavancagem do plano como um todo, observando a composição agregada. Tal requerimento introduz novamente a necessidade de acompanhamento diário dos planos de cada EFPC.

CONCLUSÃO

As alternativas propostas neste artigo têm como objetivo melhorar o sistema de previdência complementar brasileiro, agregando maior transparência e diminuindo os custos operacionais, o que se traduz em maior benefício para os participantes. Cabe ao mercado e aos órgãos reguladores verificar a viabilidade de implementação e a busca por novas alternativas.

REFERÊNCIA

- Resolução 3121 do CMN (www.previdencia.gov.br)
- Resolução 2829 do CMN (www.previdencia.gov.br)
- Ciclo de Debates sobre Fundos de Pensão (Mar/2004)
www.cyrnel.com.br/fundosdepensao

SOBRE A CYRNEL INTERNATIONAL

A Cyrnel International, empresa de consultoria na área financeira, possui sede no Rio de Janeiro, capital, e filial na Cidade do México, México. Ela provê soluções integradas para os diversos tipos de investidores institucionais, oferecendo consultoria e uma gama completa de soluções que auxiliam a tomada de decisão em todas as etapas do processo de investimento.

A Cyrnel International organizou e realizou em Março/2004 o Ciclo de Debates sobre Fundos de Pensão, um importante debate sobre a indústria de Fundos de Pensão no Brasil. Mais informações podem ser encontradas em: www.cyrnel.com.br/fundosdepensao.

Para mais informações, visite: www.cyrnel.com.br.

© 2005 Cyrnel International. Todos os direitos reservados. Cyrnel International, o logotipo da Cyrnel International, Zeus System e seus componentes são todos marcas registradas da Cyrnel International.

Cyrnel International

Brasil

Praça Floriano, 55/1007
10º andar
Centro
Rio de Janeiro, RJ
20031-050
Tel. + 55 21 2533 1728
contato@cyrnel.com.br
www.cyrnel.com.br

México

Bosque de Ciruelos, 180
Piso 8
Col. Bosques de las Lomas
Ciudad de Mexico, DF
11700
Tel. +52 5950 1516
contacto@cyrnel.com.mx
www.cyrnel.com.mx