

2010

# Análise do Uso de Derivativos em Fundos de Investimentos

Nota Técnica 01

Assessoria de Apoio Técnico

Previ-Rio

05/2010



## **Nota Técnica 01**

Esta nota técnica, desenvolvida pela Equipe da Assessoria de Apoio Técnico do Previ-Rio, tem como objetivo ajudar na discussão sobre Fundos de Investimento de Condomínio Aberto, que empregam o uso de derivativos como alternativa de aplicações financeiras pelo Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro – FUNPREVI.

Para tal, o texto foi dividido em quatro seções.

A primeira, Introdução, procura definir, de forma bastante sucinta, os chamados mercados de derivativos.

A segunda se propõe a discorrer sobre instrumentos jurídicos que o Município do Rio de Janeiro emprega para regular suas aplicações financeiras no Fundo Especial de Previdência e Assistência dos Servidores Municipais.

A terceira seção discorre sobre os instrumentos jurídicos do governo federal criados com o intuito de orientar as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social instituídas pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

A quarta e última seção, Considerações Finais, tem como objetivo, a luz dos documentos observados, dar um parecer sobre as eventuais divergências entre os instrumentos jurídicos municipais e os do governo federal, inclusive quanto ao estatuto do Fundo de Investimento BB RPPS Atuarial Conservador Renda Fixa Previdenciário, criado pelo Banco do Brasil S.A., na questão da utilização de mercados de derivativos.

## **1 - Introdução**

Como ponto de partida faz-se necessário o entendimento do que venha a ser “instrumentos de derivativos”.

“Instrumentos de derivativos”, ou melhor, mercado de derivativos, nasceu da necessidade de proteger, tanto os produtores rurais, quanto os comerciantes, das flutuações nos preços agrícolas, por conta das intempéries do tempo, pragas, dificuldade de armazenamento, logística e etc.

O estabelecimento de um preço a ser vigorado em uma data futura permitiu aos negociadores, conhecer a priori os seus lucros/custos, possibilitando um melhor planejamento em seus fluxos de caixa. O preço futuro é considerado um

derivativo, pois foi praticado com base no preço inicial, ou seja, naquele observado no mercado.

Hoje em dia, com o aumento fluxo de comércio internacional e concomitantemente, do fluxo financeiro, o mercado de derivativos ganhou uma infinidade de novos instrumentos, onde podemos destacar os seguintes:

- Contratos futuros,
- Contratos a termo,
- Contratos de opções e,
- Contratos de swaps.

Os contratos futuros são muito utilizados em fundos de investimento, notadamente nos de renda fixa, na busca não só de proteção, como também, em ganhos eventuais de rentabilidade.

A proteção que os fundos de renda fixa buscam é mitigar os efeitos das variações nas taxas de juros de mercado, sobre os preços dos títulos em carteira, através da compra de contratos futuros de juros.

Contudo, esta estratégia não garante a priori que haja uma proteção total na rentabilidade do fundo. A guisa de exemplo considere um gestor que ao analisar os indicadores disponíveis conclua que a curva de juros mercado irá se elevar, optando por comprar contratos futuros de juros. As vésperas do vencimento desses contratos, o mercado reverte

totalmente suas expectativas, implicando em queda acentuada das taxas a tal ponto que o nosso gestor acabe auferindo prejuízo na operação.

A estratégia efetuada pelo gestor foi claramente a de buscar proteção, contudo, o que se observou foi à perda na rentabilidade esperada.

Em suma, operação de derivativos mesmo com intuito de proteção não garante necessariamente que haja eliminação total de riscos. A eficiência do gestor em diagnosticar o comportamento futuro dos mercados e, conseqüentemente, a escolha do melhor instrumento para a proteção, são elementos cruciais para o sucesso da operação(1).

## **2 - INSTRUMENTOS JURÍDICOS MUNICIPAIS**

Os Instrumentos Jurídicos Municipais analisados em seus títulos, capítulos e artigos de relevância para a discussão em tela, são:

---

<sup>1</sup> O exemplo citado é apenas uma simplificação do que ocorre no mercado de juros futuros. As operações que envolvem a compra de DI futuro exigem que esses contratos sejam registrados na BM&F BOVESPA, que sejam depositadas garantias; e, para evitar os riscos de liquidez dos agentes envolvidos, que os ajustes nas posições se dão com periodicidade diária.

- Lei nº 3.344, de 28/12/2001, que disciplina o Regime Próprio de Previdência e Assistência dos Servidores Públicos do Município do Rio de Janeiro.
- Diretrizes Gerais de Gestão, Investimento e Alocação de Recursos do Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro – FUNPREVI.

### **Lei nº 3.344, de 28/12/2001**

Tem como objetivo disciplinar o Regime Próprio de Previdência e Assistência dos Serviços Públicos do Município do Rio de Janeiro.

A criação do Fundo de Previdência está contida no Título I, do Regime Próprio de Previdência, Capítulo I – do Fundo de Previdência, onde, em seu Art.1º menciona que fica criado o Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro – FUNPREVI, com a finalidade específica de prover recursos para o pagamento de benefícios previdenciários dos segurados do regime próprio de previdência dos servidores públicos do Município do Rio de Janeiro e a seus dependentes.

Em seu Capítulo II, do Patrimônio e das Receitas do FUNPREVI, o Art. 3º, define que o patrimônio do FUNPREVI fica constituído por:

I – saldo de aplicações financeiras em títulos e fundos de investimentos do Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro – PREVIRIO, existentes na data da vigência desta lei;

II – ações de propriedade do PREVIRIO na data de vigência desta lei;

III – créditos do PREVIRIO contra órgãos e entidades do Município na data de vigência desta Lei.

IV – Vetado

V – Legados e doações

Ainda em seu Capítulo II, o Art.4º, define como receitas do FUNPREVI, entre outras:

II – rendimentos de aplicações financeiras dos recursos do FUNPREVI, consistentes em:

a) títulos de renda fixa públicos federais e títulos privados;

b) títulos de renda variável, inclusive dividendos e bonificações;

c) fundos de investimentos, mobiliários e imobiliários; e

d) demais aplicações previstas na legislação pertinente.

O Art. 5º menciona que os recursos do FUNPREVI serão aplicados de conformidade com o Plano de Aplicações aprovado pelo Conselho de Administração do órgão gestor e administrados de modo a gerar receitas capazes de garantir a continuidade do pagamento dos benefícios aos segurados e a seus dependentes.

No parágrafo 1º, obedecidos os critérios técnicos atuariais e financeiros, a aplicação dos recursos do FUNPREVI será feita no sentido de privilegiar as aplicações de menor risco.

Por fim, no parágrafo 4º menciona que: ficam expressamente vedadas as aplicações em mercados de opções, assim como operações em mercados futuros ou a termo, exceto quando caracterizado como operações de hedge.

No Capítulo IV, da Gestão do FUNPREVI, o Art. 8º, menciona que o FUNPREVI será gerido pelo o Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro – PREVI-RIO e organizado com registros próprios que atendam as normas atuariais e de contabilidade previstas na legislação em vigor.

No parágrafo 1º, serão constituídos, sob o regime de capitalização, reservas técnicas para coberturas dos benefícios previdenciários concedidos e a conceder.



No Título II, do Regime Próprio de Assistência, destaca-se no Capítulo I, do Instituto de Previdência do Município do Rio de Janeiro – PREVIRIO o Art. 9º - O Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro – PREVIRIO, mantido sob a forma de autarquia com personalidade jurídica de direito público interno, autonomia administrativa, patrimônio e gestão financeiras próprios, vinculados à Secretaria Municipal de Administração, tem por finalidade:

- I – administrar o regime próprio de previdência do Município.

Em seu Capítulo III, do Patrimônio e dos Recursos do PREVIRIO, destaca-se o Art.25º no qual pela gestão do FUNPREVI, o PREVIRIO receberá, mensalmente, a título de taxa de administração, um percentual não superior a dois por cento da despesa de pessoal do Município, a ser fixado pelo Conselho de Administração para cada exercício.

### **Diretrizes Gerais de Gestão, Investimento e Alocação de Recursos Do Fundo Especial de Previdência do Município do Rio de Janeiro – FUNPREVI**

Os itens que merecem destaque neste documento são: 6, 7, 8 e 9. O item 6 menciona que: “a gestão dos recursos financeiros do FUNPREVI poderá ser realizada na modalidade mista, através de carteira administrada por instituição

financeira selecionada mediante prévio processo para a escolha da instituição administradora e da avaliação comparativa de produtos similares, devendo ser considerados critérios contemplando a segurança, rentabilidade, solvência e liquidez dessas aplicações e das instituições, de forma a viabilizar a melhor escolha”.

O item 7, “onde as aplicações de recursos deverão perseguir a rentabilidade real mínima de 6% a.a. com base na variação do índice de preço ao consumidor amplo especial (IPCA-E/IBGE)”, privilegiando aplicações com binômio risco-retorno mais adequado às necessidades de liquidez do fluxo atuarial de pagamentos de benefícios previdenciários.

E os itens 8 e 9, “onde são facultados a realização de operações de swap, com registro na bolsa ou sistema especiais e, a realização de operações com derivativos de renda fixa com registro em bolsas de mercadorias e futuros, exclusivamente na modalidade “com garantia”, objetivando exclusivamente à diminuição de riscos das carteiras integrantes do patrimônio do FUNPREVI”.

Por fim, as aplicações de recursos deverão ser realizadas com base nos parâmetros norteadores estabelecidos pela Resolução do Conselho Monetário Nacional Vigente (Resolução 3.790), que contempla os segmentos e respectivas

modalidades de aplicações permitidas aos Regimes Próprios de Previdência Social.

### **3 - INSTRUMENTOS JURÍDICOS FEDERAIS**

Os Instrumentos Jurídicos Federais analisados em seus títulos, capítulos e artigos de relevância para a discussão em tela, são:

- Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.790, de 24/09/2009, que dispõe sobre as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social instituídas pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.
- Lei nº 9.717, de 27/11/1998, atualizada em 21/06/2004, que dispõe sobre regras gerais para a organização e funcionamento de regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal e dá outras Providências.

- Regulamento do BB RPPS Atuarial Conservador Fundo de Investimento Renda Fixa Previdenciário.

### **Resolução do CMN nº 3.790, de 24/09/2009**

A Resolução em questão dispõe sobre as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social instituídos pela a União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

O Art.1º define que fica estabelecido que os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, nos termos da Lei nº 9.717, de 27/11/97, devem ser aplicados conforme as disposições desta resolução, tendo presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência.

As seções I, II e III, definem a Alocação de Recursos e da Política de Investimentos para os seguintes grupos de ativos:

I – Renda Fixa;

II- Renda Variável;

III- Imóveis.

Da seção III, dos limites Gerais e da Gestão, subseção I, dos limites Gerais, destaca-se o Art. 15º, onde o total das

aplicações do regime próprio de previdência social em um mesmo fundo de investimento deverá representar no máximo, 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, exceto as aplicações previstas no Art. 6º, inciso III, parágrafo “b” e Art. 7º, inciso I, a saber:

Art. 6º, inciso III, parágrafo “b”:

Cotas de fundos de investimento previdenciários classificados como renda fixa ou referenciado em indicadores de desempenho de renda fixa, constituído sob a forma de condomínio aberto.

Art. 7º, inciso I até 30% (trinta por cento) em cotas de fundos de investimento previdenciários classificados como ações, constituídos sob a forma de condomínio aberto.

Por fim, observa-se na Seção IV, das Disposições Gerais, Subseção VI, das Vedações, que em seu Art. 27: É vedado aos regimes próprios de previdência social:

I – aplicar recursos na aquisição de cotas de fundo de investimento cuja atuação em mercados de derivativos gere exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido.

## **Lei nº 9.717, de 27/11/1998, atualizada em 21/06/2004.**

A lei nº 9.717 dispõe sobre as regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal e dá outras providências.

Art. 1º. Os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal deverão ser organizados, baseados, em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial, observando-se alguns critérios.

Destaca-se o Art. 6º, onde fica facultada à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, a constituição de fundos integrados de bens, direitos e ativos, com finalidade previdenciária, desde que trata o Art. 1º e, adicionalmente, os seguintes preceitos, onde se destaca:

IV) aplicação de recursos, conforme estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional.

Por fim, o Art. 9º, onde menciona que compete à União, por intermédio do Ministério da Previdência e Assistência Social, entre outras atribuições:

I – a orientação, supervisão e o acompanhamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos e dos militares da união, dos Estados, do Distrito

Federal e dos Municípios, e dos fundos a que se refere o art. 6º, para o fiel cumprimento desta lei.

II – o estabelecimento e a publicação dos parâmetros e das diretrizes gerais previstos nesta lei.

### **Regulamento do BB RPPS Atuarial Conservador Fundo de Investimento Renda Fixa Previdenciário**

O regulamento em seu Art. 1º menciona que o BB RPPS Atuarial Conservador Renda Fixa Previdenciário é constituído sob a forma de condomínio aberto e com prazo de duração indeterminado.

No Art. 3º menciona que objetivo do fundo é a de receber recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela a União, pelos os Estados, pelo o Distrito Federal, ou por Municípios.

Parágrafo Único – O fundo destina-se a receber recursos, exclusivamente, de investidores qualificados, conforme definido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Em seu Capítulo II – Da Administração – nos artigos 4º e 5º, é definido como sendo a BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, a Gestora, Administradora e Custodiante do Fundo.

A taxa de administração, definida no Art. 7º é de 0,20% a.a, incidente sobre o PL, calculada e cobrada por dia útil à razão de 1/252.

Da política de Investimentos, Capítulo III, cumpre destacar o Art. 8º, onde para alcançar seus objetivos, o fundo aplicará a totalidade de seus recursos, exclusivamente, em títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC e ou Operações Compromissadas Lastreadas em Títulos Públicos Federais registrados no SELIC.

Segundo o parágrafo 2º, do artigo supracitado, no mínimo 70% (setenta por cento) dos investimentos deverão ter como parâmetro de rentabilidade o sub-índice IMA-B – Índice de Mercado ANBIMA série, conforme estabelecido na Resolução nº 3.790/09 do Conselho Monetário Nacional.

Em seu parágrafo 8º, menciona que o fundo poderá utilizar estratégias com derivativos com o objetivo de agregar rentabilidade aos recursos investidos, desde que tais operações não gerem exposições a esses mercados superiores ao patrimônio líquido do Fundo.



#### **4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Esta nota técnica procurou demonstrar de maneira muito sucinta, os principais instrumentos jurídicos, tanto no âmbito municipal, quanto no âmbito federal, objetivando analisar “eventuais diferenças” nas legislações no que tange ao emprego de instrumentos de derivativos.

Ficou claro que a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.790, de 24/09/09, amparada na Lei nº 9.717, de 27/11/1998, alterada em 21/06/2004, é o instrumento que dispõe sobre as aplicações dos recursos nos regimes próprios para todos os entes da federação. A lei em pauta elege, em seu Art. 9º, o Ministério da Previdência e Assistência Social, para que, entre outras atribuições, oriente, supervisione e faça o acompanhamento dos regimes próprios.

Permite que sejam criados fundos de investimentos de regimes próprios de previdência social, tais como o BB RPPS Atuarial Conservador Renda Fixa Previdenciário, do Banco do Brasil, com aplicações em 100% (cem por cento) em títulos públicos federais e que poderão ser referendados em no mínimo de 70% (setenta por cento) dos investimentos como parâmetro de rentabilidade, o sub-índice IMA-B.

O estatuto do fundo no Art. 8º, parágrafo 8º, menciona que poderá utilizar estratégias com derivativos com o objetivo de agregar rentabilidade aos recursos investidos, desde que tais operações não gerem exposições a esses mercados superiores ao patrimônio líquido do Fundo.

Deverá se reportar ao ministério da Previdência e Assistência, conforme o Art. nº 22, onde, a administradora enviará todas as informações na periodicidade estabelecida pelo órgão federal.

Quando o parâmetro é o Plano das Aplicações e dos Limites, a Lei Municipal nº 3.344, elege o PREVIRIO como gestor do FUNPREVI e, de acordo com o Art. 5º do capítulo I, estabelece que o Plano de Aplicações será fixado pelo conselho de administração do órgão gestor, neste caso, o próprio PREVIRIO, de modo a gerar receitas capazes de garantir a continuidade do pagamento dos benefícios aos segurados e dependentes.

Ficando, expressamente vedadas, conforme observado pelo parágrafo 4º, aplicações em mercados de opções, assim como operações em mercados futuros ou a termo, exceto quando caracterizados como operações de hedge.

Já a Resolução nº 3.790, define a Alocação dos Recursos e a Política de Investimentos, seções I e II,

compreendendo, os artigos 2º a 8º, para os seguintes segmentos de aplicação:

- Renda fixa
- Renda Variável e
- Imóveis

Em seu Art. 27º, da Seção IV, das disposições gerais, menciona que é vedado aos regimes próprios de previdência social:

I – aplicar recursos na aquisição de cotas de fundos de investimento cuja atuação em mercados de derivativos gere exposição superior a uma vez o patrimônio líquido.

### **Entendimentos**

Talvez, devido às datas em que foram publicados os instrumentos jurídicos analisados, observam-se diferenças na terminologia empregada para balizar o uso de derivativos.

A Lei nº 3.344 ressalta o uso apenas para operações que sejam consideradas hedge. A Resolução do CMN nº 3.790 permite que se opere em fundos de investimento, cuja atuação do gestor, não gere uma exposição nos mercados de derivativos superior a 100% do patrimônio.

O estatuto do fundo de investimento BB RPPS Atuarial Conservador Renda Fixa Previdenciário, do Banco do Brasil, prevê a utilização de estratégias com derivativos com o objetivo de agregar rentabilidade aos recursos investidos, desde que tais operações não gerem exposições a esses mercados superiores ao patrimônio líquido do Fundo.

Vimos no exemplo dado na introdução desta nota que, o emprego de derivativos, mesmo com a finalidade de hedge, pode implicar em perdas, na operação em si, em função das incertezas do mercado, habilidade do gestor e etc.

As estratégias envolvendo hedge podem “comprometer” parte, ou mesmo todo o patrimônio de uma dada carteira, estando assim, em concordância com o artigo nº 27 da Resolução nº 3.790. Em outras palavras, o fato da Resolução nº 3.790 mencionar que é permitido aos regimes próprios de previdência social a compra de quotas em fundos de investimento, desde que à atuação de seus gestores em mercados de derivativos não gere exposição superior a uma vez o patrimônio líquido, não necessariamente, implica em dizer que o Conselho Monetário Nacional esteja permitido a esses fundos, a aplicação para fins especulativos.

O estatuto do fundo do Banco do Brasil quando menciona a utilização de estratégias com o objetivo em agregar rentabilidade, pode ser traduzido como valer-se de ferramentas com o objetivo, não de alavancagem, e sim na manutenção dos ganhos esperados pela a estratégia inicial de compra de títulos. Cabe mencionar ainda que o fundo está submetido à supervisão por parte do Ministério da Previdência e Assistência Social - MPS, enviando periodicamente, informações sobre suas atividades, através de relatórios e toda a documentação exigida pela a legislação em vigor.

Entendemos ser útil agregar a nossas conclusões alguns elementos constantes do parecer da Procuradoria deste Município, PG/PSE/009/2005/AHT, de 01/03/2005, em anexo, efetuado pelo procurador André Tostes, quanto à solicitação da presidência deste órgão, de analisar a legalidade da então vigente Resolução do CMN N° 3.244, de 28/10/2004, que, dispõe sobre as aplicações de recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados e pelo Distrito Federal e pelos os Municípios, conclui que:

“o Conselho Monetário Nacional, de sua vez, tem competência para “estatuir” normas para as operações das instituições financeiras públicas, para preservar sua solidez e adequar seu funcionamento aos objetivos desta lei, conforme

norma constante do art. 4º, XXII, da Lei 4.595, de 31/12/1964, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias e cria o Conselho Monetário Nacional.

Por fim, posso concluir que o PREVIRIO em sua função previdenciária que envolve administração de recursos de terceiros, está submetido a disposições relativas ao Sistema Monetário Nacional.

Nos termos do art. 1º, V, da Lei Federal 4.595, de 31/12/1964, integram o Sistema Financeiro Nacional “ as demais instituições financeiras públicas e privadas”.

O art.17º da mesma Lei, por sua vez, diz que:

Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas e privadas que tenha como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda corrente nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Ainda em seu parecer: o Art. 1º da Lei 3.344, de 28/12/2001, tipifica o PREVIRIO, como instrumento para o provimento de recursos destinados ao pagamento de benefícios previdenciários aos servidores municipais, com recursos próprios e de terceiros (art. 4º), sob gestão do PREVIRIO.

Conclui que: “na criação do FUNPREVI e na gestão de recursos alheios pelo PREVIRIO, estão presentes as características que dão ao PREVIRIO a natureza de instituição financeira”.

O entendimento desta Assessoria de Apoio Técnico quanto à impossibilidade de aplicação em fundos de investimento estruturados nos moldes do BB RPPS Atuarial Conservador do Banco do Brasil, que por seu turno, foi desenvolvido à luz da Resolução nº 3.790, implica em perda de “graus de liberdade” no que se refere ao enquadramento da meta atuarial ao qual o FUNPREVI está subordinado.

Face ao exposto, esta nota se encerra solicitando que o Conselho de Administração do PREVIRIO opine quanto à manutenção das aplicações financeiras do FUNPREVI no citado fundo e, em outros com composição semelhante, tendo em vista ser este colegiado, a autoridade na fixação do plano de aplicações financeiras, de acordo com o Art.5º da Lei nº 3.344.

Elaborado por

Pedro Paulo Arruda Correia

Assessor Chefe da Assessoria de Apoio Técnico