

Institutional Talks

O crescimento das estratégias passivas nas pensões públicas

Entrevista a Marc Levine, presidente do Conselho de Investimentos do Estado de Illinois



Institutional Talks é uma série de entrevistas em que os pensadores da indústria compartilham suas ideias e perspectivas a respeito de diversos temas e tendências do mercado que têm impacto no investimento baseado em índices.

Marc Levine é o presidente do Conselho de Investimentos do Estado de Illinois (ISBI) desde 2015. Ele é um contador público certificado com mais de 25 anos de experiência na área de investimentos e foi o sócio fundador da empresa Chicago Asset Funding LLC.

S&P DJI: Conte-nos um pouco sobre o ISBI, sua função lá, os participantes que você atende e a filosofia de investimento do Conselho.

Marc: O Conselho de Investimentos do Estado de Illinois (ISBI) administra os ativos de mais de 140.000 servidores públicos. O ISBI administra os ativos dos planos de benefício definido (BD) de diferentes sistemas de pensões, incluindo o Sistema de Pensões para Servidores Públicos, o Sistema de Pensões da Assembleia Geral, o Sistema de Pensões do Estado de Illinois para Juizes e a Agência de Energia de Illinois. O nosso plano de benefício definido possui aproximadamente US\$ 18 bilhões em ativos. Também administramos o Plano de Pensões com Compensação Diferida (CD), que possui aproximadamente US\$ 4 bilhões em ativos. As decisões deste plano são tomadas diretamente pelos empregados e não há contribuição do empregador.

A respeito da minha experiência, trabalhei toda a minha vida nos mercados financeiros. Durante a minha carreira, trabalhei como banqueiro de investimentos e também já fui dono de uma boutique de investimentos. Eu acredito que o simples é melhor e essa também é a nossa filosofia no ISBI.

Como presidente do Conselho, trabalho em conjunto com os outros membros para garantir que estamos seguindo a nossa meta de gerar valor ao longo do tempo para os nossos beneficiários. Isso significa manter os custos baixos e ter a certeza de que nossas alocações cumpram com os nossos objetivos de retornos ajustados pelo risco. Nós acreditamos que seguir um plano de alocação de ativos simples, diversificado e estratégico é o que gera retornos no longo prazo.

S&P DJI: Então, onde entra o investimento passivo?

Marc: O mais importante na indústria de pensões é que uma estratégia deve ser fácil de entender para os sempre ocupados membros voluntários de um conselho que se reúne com pouca frequência, mas também efetiva durante o nosso horizonte de investimento de longo prazo. E o maravilhoso do investimento passivo não tem a ver apenas com que seja mais simples e barato: os estudos demonstram que de fato é melhor. Não posso pensar em nada parecido no mundo dos investimentos. O relatório SPIVA® (S&P Indices Versus Active) que vocês publicam semestralmente mostra quão difícil é para os investidores ativos ganhar dos seus benchmarks. Além disso, o Relatório sobre Persistência da S&P DJI demonstra que, mesmo quando conseguem ultrapassá-los, é ainda mais difícil para eles manter esse desempenho.

A nossa abordagem de gestão ativa e passiva muda dependendo do plano (CD e BD). Por exemplo, todos os fundos do plano CD começaram a ser administrados passivamente no outono de 2016. Portanto, deixando de lado o plano federal de poupança TSP, é possível que o nosso plano de compensação diferida seja o mais barato e simples dos EUA. Na atualidade, aproximadamente 2/3 da nossa carteira de benefício definido é administrada de maneira passiva e o terço restante da carteira, que é administrado ativamente, corresponde principalmente a mercados privados, onde não é possível investir com base em índices.

Desde que fui eleito presidente do Conselho em 2015, demitimos mais de 100 gestores de fundos ativos, porque o argumento a favor da gestão passiva é mais forte. Ao administrar estes fundos de forma passiva, estamos tomando uma decisão estrutural que procura diminuir os custos, melhorar os retornos e servir aos objetivos de nossos beneficiários. Como resultado dessa mudança, a nossa carga diária de trabalho é menor. Na atualidade, não temos muitos empregados, mas agora temos tempo para fazer o trabalho que consideramos realmente importante. Podemos olhar para a lista restante de gestores e avaliar as nossas estratégias e os gestores que continuam conosco. E sabemos o que estamos procurando: um alfa persistente e significativo.

S&P DJI: Quais benefícios da gestão passiva levaram você a tomar a decisão de deixar de lado a maior parte de seu trabalho com gestores ativos?

Marc: É muito difícil construir uma equipe que possa escolher gestores ativos que ganhem dos índices ponderados por capitalização de mercado. Além disso, a seleção de gestores tende a destruir o valor. Por outro lado, ao investir com base em índices, a estratégia de alocação de ativos utilizada gerará retornos e, adicionalmente, é possível realocar o tempo anteriormente utilizado para a avaliação dos gestores.

Na minha opinião, há uma estratégia que está subvalorizada e que deveria ser um padrão: manter uma parte de cada classe de ativo investida em índices e utilizar a gestão passiva como ferramenta de governança corporativa. Descobrimos que é muito útil manter uma parte investida em um veículo passivo para cada classe e subclasse de ativos da carteira, mesmo acreditando firmemente na gestão ativa. Assim, quando estiver avaliando o desempenho dos gestores, você terá evidência direta para realizar a comparação. E caso você precise se afastar da gestão ativa, mas deseje ter esse nível de exposição, pode reinvestir seus fundos rapidamente sem o problema do *tracking error*.

Os índices são uma boa ferramenta de comparação e já demonstraram ser muito efetivos em termos operacionais. Quando você investe com base em índices, está evitando todos os problemas que poderiam existir ao utilizar alternativas de gestão ativa. Os sistemas públicos de pensões apresentam desafios fundamentais, incluindo alguns de natureza única, que eu acredito que sejam potenciais fortalezas. Todos os conselhos administrativos estão compostos por voluntários, dos quais muitos não são especialistas em investimentos e seus membros mudam constantemente. Como em qualquer organização governamental, há restrições em termos de recursos e existe a possibilidade de intervenção política. O que descobrimos é que o investimento passivo é muito bom para enfrentar tais dificuldades. O pessoal da área de pensões pode ajudar, mas, do mesmo modo que no caso do conselho, esses cargos podem se politizar. O investimento baseado em índices é fácil de entender para os membros do conselho e permite deixar as emoções e a política fora das deliberações para se focar na alocação de recursos. Tudo isso por menos dinheiro.

S&P DJI: Como reagiu o conselho à transição para a gestão passiva?

Marc: Quando fui eleito presidente do conselho, a minha filosofia era "o simples é melhor", portanto decidimos reduzir a nossa equipe de gestores ativos. Se você quiser fazer apostas através da gestão ativa, será melhor fazer poucas e que sejam efetivas. Por isso, na minha opinião, o mais fácil era revisar quem não estava cumprindo com esse critério. Tínhamos quatro gestores que não conseguiram ganhar do mercado durante anos. No entanto, quando apresentamos a moção de demitir aqueles gestores, a discussão ficou muito acalorada. Após um longo debate, um dos membros do conselho disse "tudo bem, o mais provável é que você esteja demitindo esses gestores para deixar algum dos seus amigos na administração desses fundos. Diga-nos para quem você vai entregar e nós tomamos conta disso". E eu respondi "não vamos dar esse dinheiro para ninguém: vamos investi-lo em índices". E nesse momento a tensão desapareceu da sala. A conversa mudou completamente. A política e os ataques pessoais ficaram fora

da equação e foi possível identificar claramente a solução como uma decisão estrutural. Logo depois, quase todos os membros do conselho apoiaram a decisão de demitir esses gestores.

S&P DJI: Qual é a frequência de avaliação dos gestores e quais são os critérios mais importantes?

Marc: A maioria dos conselhos de administração dos órgãos de pensões públicas se reúnem 4-6 vezes por ano, motivo pelo qual não há muito tempo para analisar o desempenho individual dos gestores. Basicamente, realizamos a avaliação uma vez por ano. Contudo, durante o período de reestruturação da carteira fomos mais agressivos. Em nossos mercados públicos procuramos obter um alfa significativo, muito superior a 50 pontos base, enquanto em nossos mercados privados procuramos gestores cujo desempenho esteja situado no primeiro quartil. No caso dos nossos parceiros estratégicos que administram ativos do mercado público através da gestão ativa, nós pedimos para eles procurarem onde está o alfa. Embora tenhamos terceirizado a seleção de gestores ativos, trabalhamos com esse grupo para fazer uma avaliação detalhada dos gestores e uma das ferramentas fundamentais para isso é a comparação com um benchmark passivo. No caso dos gestores demitidos, não tivemos nem que discutir sobre a persistência, porque todos, excetuando um par de gestores, tinham um desempenho inferior ao seu benchmark. A equipe de gestores que continua conosco tem um histórico superior de geração de alfa, mas obviamente dependemos da persistência e estamos sujeitos ao nosso próprio viés de sobrevivência.

S&P DJI: Recentemente, vocês decidiram passar do Russell 2000 para o S&P SmallCap 600® para ter exposição às empresas small cap dos EUA. Por quê?

Marc: Devido aos benefícios de investir principalmente na gestão passiva e de reduzir a nossa equipe de gestores ativos, tivemos tempo para pensar com tranquilidade sobre as estratégias de alocação que tínhamos realmente e isso incluía analisar os benchmarks que estávamos utilizando. Optamos pelo S&P SmallCap 600, já que após analisá-lo, fazia sentido por alguns motivos.

Além de ter uma exposição mais pura às empresas small-cap no S&P SmallCap 600 do que no Russell 2000 (com base no tamanho das empresas que compõem o índice), simplesmente dava a impressão de que o fator de qualidade utilizado pela S&P DJI tinha sentido. Não dava a sensação de estarmos adivinhando a ponderação do mercado, que é algo que todo investidor baseado em índices quer evitar. Também percebi que incluir o fator de qualidade na metodologia de empresas small-cap deixaria fora do índice muitas empresas menores com um potencial comercial muito superior e até com risco de fraude e que talvez não deveriam ser empresas públicas, em primeiro

lugar. Não é complicado, o filtro de qualidade do S&P SmallCap 600 é um teste básico de rentabilidade. Isso é simples e nós gostamos do simples porque nos ajuda a entender o que há no nosso portfólio.

S&P DJI: Por que é tão importante o índice subjacente?

Marc: Quando você está administrando o dinheiro de mais de 140.000 beneficiários, quanto menos surpresas, melhor. Na minha opinião, a transparência é fundamental para um índice subjacente e qualquer produto derivado dele, assim, quando você abrir o jornal poderá ver o desempenho do índice e saber o que está acontecendo com o seu dinheiro.

Às vezes, os benchmarks podem parecer uma ferramenta de contabilidade, mas quando o dinheiro é investido em índices passivos, você tem evidências e resultados para guiar as decisões futuras. Houve momentos em que precisávamos deixar de lado a gestão ativa quando uma equipe ia embora ou alguma outra circunstância adversa acontecia. O fato de não ter uma opção passiva para mover o nosso dinheiro significava tempo que não podíamos destinar a um investimento no qual confiávamos, porque o processo de mudança de gestores requer tempo, solicitações de propostas (RFPs) e avaliações de desempenho. E isso aí é tempo que você poderia utilizar para investir no mercado mediante uma solução passiva que atenda aos requisitos da sua estratégia de alocação.

S&P DJI: Considerando que mais proprietários de ativos começaram a preferir a gestão passiva, quais são os aspectos fundamentais que deveriam ser levados em conta para escolher uma estratégia baseada em índices para acessar ao mercado?

Marc: Ser realista quanto aos recursos e tempo do conselho para analisar a proposta. Enquanto mais simples, melhor. Além do mais, os investidores têm a sorte de que a maneira mais simples de fazer as coisas e que requer menos tempo também é a que oferece o melhor desempenho histórico. Quem não aproveitaria isso o máximo possível?

Pode parecer contraditório, mas quanto menor for o tempo gasto na seleção de gestores, melhor. Utilize os índices em áreas onde não há grandes oportunidades de alfa, que alguém poderia dizer que é em todos lados, mas deixe o alfa guiar as suas decisões. Se um proprietário de ativos acreditar que há melhores opções de gerar alfa na renda variável dos mercados emergentes, que pode acontecer, então poderá priorizar a gestão ativa nesse segmento. No entanto, quando possível, pode compará-la com um índice passivo para avaliar o desempenho dos gestores e, além disso, sempre é possível ajustar a tendência com base nos resultados.

O pequeno segredo que os *hedge funds* não querem que ninguém saiba é que somos investidores de longo prazo (opinião compartilhada pelas pessoas que trabalham na área de pensões). As necessidades de efetivo de nosso fundo de pensão são de 2% por ano, aproximadamente. O modelo de investimento do tipo *endowment* utiliza em torno de 4% por ano. Estes números são ínfimos. Então, se você pensar sobre isso, depois de cinco anos precisamos 10% de nossos ativos para pagar os nossos beneficiários. Como conclusão, somos investidores de longo prazo e devemos evitar, portanto, as anomalias de curto prazo. E essa é a origem de muitos dos problemas dos gestores ativos: a valorização no curto prazo e as preocupações com respeito à volatilidade. Os estudos demonstram que tentar antecipar as mudanças do mercado é uma perda de tempo.

Eu penso que muitos proprietários de ativos ou conselhos administrativos não gostam de admitir seus erros e isso faz com que continuem investindo na gestão ativa praticamente por inércia. Contudo, para mim, é apenas uma coisa de senso comum: se algo não está dando certo, por que continuar pagando por isso quando há uma opção melhor e mais barata? E quando as pessoas não concordam comigo, eu gosto de lembrar que o Warren Buffett e o David Swensen estão do meu lado.

S&P DJI: Você pensa que os índices de fatores múltiplos aumentam os desafios para os gestores ativos?

Marc: Eu sou um grande adepto dos índices ponderados por capitalização de mercado, mas eu penso que os fatores podem ser de muito valor quando os conselhos estão realmente preocupados com o risco ou a volatilidade. Muitos conselhos foram treinados para pensar que a gestão ativa é a solução para o risco, mas os fatores representam uma solução mais simples e barata que eles deveriam considerar.

Nós queremos que a nossa abordagem no ISBI continue simples e entendível, portanto a evolução dos fatores múltiplos não é relevante para nós neste momento. No entanto, na atualidade podemos olhar para os fatores principais de Fama e French e utilizá-los na avaliação de gestores e até em estratégias passivas. Antes, quando tínhamos mais de 100 gestores, não podíamos prestar atenção nisso. Isso nos leva de volta para a ideia de que investir em índices e ter uma equipe menor de gestores ativos permite ter mais tempo para pensar e agora temos tempo para considerar estratégias de fatores ou multifatores. E isso é justamente o que temos planejado fazer.

S&P DJI: Há alguma lição fundamental que você aprendeu sobre o investimento em índices e que gostaria de compartilhar com os leitores?

Marc: Os benefícios do investimento baseado em índices em termos de governança corporativa são muito subvalorizados e poderosos. E eu não estou falando apenas das pensões públicas, eu penso que isso acontece em qualquer conselho de administração. Os conselhos estão compostos de voluntários com pouco tempo e o pessoal está sempre fazendo mil coisas ao mesmo tempo. Por que pedir para eles fazerem algo complicado que a história já demonstrou que não adiciona valor nenhum? O investimento baseado em índices é simples e nós acreditamos que seja melhor, por isso é a nossa estratégia principal.

AVISO LEGAL

© 2018 S&P Dow Jones Indices LLC, uma divisão da S&P Global. Todos os direitos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® e S&P® são marcas comerciais registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), uma empresa filial da S&P Global. Dow Jones® é uma marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Estas marcas comerciais em conjunto com outras foram licenciadas para a S&P Dow Jones Indices LLC. A redistribuição, reprodução e/ou fotocópia total ou parcial é proibida sem consentimento por escrito. Este documento não constitui uma oferta de serviços nas jurisdições onde a S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P ou suas respectivas afiliadas (coletivamente "S&P Dow Jones Indices") não possuem as licenças necessárias. Todas as informações fornecidas pela S&P Dow Jones Indices são impessoais e não adaptadas às necessidades de qualquer pessoa, entidade ou grupo de pessoas. A S&P Dow Jones Indices recebe compensação em conexão com a licença de seus índices a terceiros partes. O desempenho de um índice no passado não é uma garantia de resultados no futuro.

Não é possível investir diretamente em um índice. A exposição a uma classe de ativos representada por um índice está disponível por meio de instrumentos de investimento baseados naquele índice. A S&P Dow Jones Indices não patrocina, endossa, vende, promove ou gerencia nenhum fundo de investimento ou outro veículo de investimento que seja oferecido por terceiros partes e que procure fornecer um rendimento de investimento baseado no desempenho de qualquer índice. A S&P Dow Jones Indices não oferece nenhuma garantia de que os produtos de investimento com base no índice acompanharão de modo preciso o desempenho do índice, ou proporcionarão rendimentos positivos de investimento. A S&P Dow Jones Indices LLC não é uma consultora de investimentos e a S&P Dow Jones Indices não faz declarações com respeito à conveniência de se investir em qualquer fundo de investimento ou outro veículo de investimento. A decisão de investir em um determinado fundo de investimentos ou outro veículo de investimento não deverá ser tomada com base em nenhuma declaração apresentada neste documento. Potenciais investidores são aconselhados a fazerem investimentos em tais fundos ou outro veículo somente após considerarem cuidadosamente os riscos associados a investir em tais fundos, conforme detalhado em um memorando de oferta ou documento similar que seja preparado por ou em nome do emitente do fundo de investimento ou outro veículo. A inclusão de um título em um índice não é uma recomendação da S&P Dow Jones Indices para comprar, vender ou deter tal título, nem deve ser considerado como um aconselhamento de investimento.

Estes materiais foram preparados unicamente com fins informativos baseados nas informações geralmente disponíveis para o público de fontes consideradas como confiáveis. Nenhum conteúdo nestes materiais (incluindo dados de índice, classificações, análises e dados relacionados a crédito, modelos, software ou outros aplicativos ou informações destes) ou qualquer parte deste (Conteúdo) pode ser modificada, submetida à engenharia reversa, reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, por nenhum meio, nem armazenada em bases de dados ou sistema de recuperação, sem o consentimento prévio, por escrito, da S&P Dow Jones Indices. O Conteúdo não deve ser usado para nenhum fim ilegal ou não autorizado. A S&P Dow Jones Indices e seus provedores de dados terceirizados e licenciadores (coletivamente "S&P Dow Jones Indices Parties") não garantem a precisão, integralidade, oportunidade ou disponibilidade do Conteúdo. S&P Dow Jones Indices Parties não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, para os resultados obtidos do uso do Conteúdo. O CONTEÚDO É FORNECIDO "NO ESTADO EM QUE SE ENCONTRA". S&P DOW JONES INDICES PARTIES SE ISENTAM DE QUAISQUER E TODAS AS GARANTIAS EXPRESSAS OU IMPLÍCITAS, INCLUINDO MAS NÃO LIMITADAS A, QUALQUER GARANTIA DE COMERCIALIZAÇÃO OU ADEQUAÇÃO A UM FIM OU USO EM PARTICULAR, ISENTAÇÃO DE BUGS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE A FUNCIONALIDADE DO CONTEÚDO SERÁ ININTERRUPTA OU QUE O CONTEÚDO OPERARÁ COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU DE HARDWARE. Sob nenhuma circunstância, S&P Dow Jones Indices Parties serão responsáveis a qualquer parte, por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, custas legais ou perdas (incluindo, sem limitação, perda de rendimentos ou perda de lucros e custos de oportunidades); em conexão com qualquer uso do Conteúdo, mesmo se aconselhado da possibilidade de tais danos.

A S&P Dow Jones Indices mantém algumas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e a objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, algumas unidades de negócios da S&P Dow Jones Indices podem ter informações que não estejam disponíveis a outras unidades de negócios. A S&P Dow Jones Indices estabelece políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de algumas informações não públicas recebidas em conexão com cada processo analítico.

Além disto, a S&P Dow Jones Indices presta uma ampla gama de serviços a, ou relacionados com, muitas empresas, incluindo emissoras de títulos, consultoras de investimentos, corretoras, bancos de investimentos, outras instituições financeiras e intermediários financeiros; e, em conformidade, pode receber taxas ou outros benefícios econômicos dessas empresas, incluindo empresas cujos títulos ou serviços possam recomendar, classificar, incluir em portfólios modelos, avaliar, ou abordar de qualquer outra forma.

Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá. A versão em inglês está disponível em nosso site www.spdji.com.