2216
TEXTO PARA DISCUSSÃO

PREVI, PETROS E FUNCEF: UMA ANÁLISE DA ALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS DAS TRÊS MAIORES ENTIDADES BRASILEIRAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2013)

Bruno De Conti

ipea

2216

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, agosto de 2016

PREVI, PETROS E FUNCEF: UMA ANÁLISE DA ALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS DAS TRÊS MAIORES ENTIDADES BRASILEIRAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2013)[1]

Bruno De Conti[2]

1. O autor agradece a colaboração dos alunos Henrique Bastos e Lucas Kerr, cujos trabalhos, respectivamente, de mestrado e iniciação científica, foram bastante úteis à pesquisa em curso (Kerr, 2014; Bastos, 2015). Agradece também os comentários e as sugestões de Claudio Hamilton dos Santos, Adriana Nunes, Antonio Carlos Macedo e Silva, Daniela Prates, Francisco Lopreato, Geraldo Biasoto e Giuliano Oliveira, eximindo-os, contudo, dos eventuais erros remanescentes.

2. Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea; e Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp).

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Juliano Cardoso Eleutério

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Alice Pessoa de Abreu

Chefe de Gabinete, Substituto
Márcio Simão

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2016

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: H60; H54.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, FUNDOS DE PREVIDÊNCIA
E COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS 9

3 O SISTEMA BRASILEIRO DE PREVIDÊNCIA 13

4 PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: SEGMENTAÇÕES ANALÍTICAS 15

5 FUNDOS FECHADOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS 17

6 PREVI, PETROS E FUNCEF: MACROALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS 22

7 PREVI, PETROS E FUNCEF: INVESTIMENTOS SETORIAIS 29

8 PREVI, PETROS E FUNCEF: TÍTULOS PÚBLICOS (PERFIL E GESTÃO) 62

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS 68

REFERÊNCIAS 73

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR 77

SINOPSE

Ao final de 2014, o conjunto das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) no Brasil apresentava uma carteira de R$ 672 bilhões. Cerca de 45% destes recursos são detidos pelas três maiores entidades do país, a saber, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e Fundação dos Economiários Federais (Funcef). Este texto tem como objetivo principal analisar pormenorizadamente a evolução das carteiras de investimento destas três entidades ao longo do período 2003-2013. Conclui-se que, apesar de deterem uma maior participação de investimentos em renda variável e investimentos estruturados – se comparadas ao conjunto das EFPCs –, estas três entidades têm uma gestão também bastante conservadora de suas carteiras, com grande concentração de recursos alocados em títulos públicos. O texto apresenta uma análise do perfil e da gestão destes títulos públicos detidos pelas três entidades, além de uma divisão setorial dos investimentos (em ações e fundos de investimento) por elas realizados. A análise deixa clara a importância destas três entidades: *i*) nos processos de privatização de empresas públicas; *ii*) na configuração de grandes grupos nacionais; e *iii*) nos investimentos em infraestrutura.

Palavras-chave: fundos de pensão; Previ; Petros; Funcef; financiamento; alocação de portfólio.

ABSTRACT

At the end of 2014, the pension funds in Brazil held a portfolio of R$ 672 billion. About 45% of these resources are owned by the three largest entities of the country, namely, Previ, Petros and FUNCEF. This article aims to analyze in detail the evolution of the portfolios of these three entities over the period 2003-2013. We conclude that although they hold a higher proportion of investments in equities and structured investments - compared to the other pension funds - the portfolio management of these three entities is also very conservative, counting on a great concentration of resources allocated in government bonds. The article presents an analysis of the profile and management of these government bonds, and a sectoral division of the investments made by these entities. The analysis makes clear the

importance of these three entities in: *i)* public companies privatization; *ii)* major national groups configuration; *iii)* infrastructure investments.

Keywords: pension funds; Previ; Petros; Funcef; financing; portfolio choice.

1 INTRODUÇÃO

O sistema previdenciário permite aos trabalhadores de um determinado país a manutenção de uma renda mesmo após sua aposentadoria, além de garantir uma remuneração básica às pessoas que não têm condições de obtê-la por meio do trabalho – indivíduos que por motivo de saúde física ou mental não apresentam condições para a atividade laboral. Trata-se, destarte, de um dos mais importantes pilares da rede de proteção social de um país.

Em paralelo a esse sistema *básico* de previdência social pode existir, também, um sistema de previdência *complementar*. Como o nome indica, o intuito é criar mecanismos que permitam aos participantes a complementação de sua renda no momento em que se tornem inativos. Para tanto, contribuem durante a vida laboral, com vistas ao usufruto de uma renda adicional futura. Nesse sistema, a contribuição dos participantes – e eventualmente também dos patrocinadores (empresas onde essas pessoas trabalham) – é alocada em um fundo, gerido por uma *entidade de previdência complementar*, cujo objetivo é valorizar os recursos de forma a proporcionar um rendimento suficiente para o pagamento dessa renda futura a cada participante do fundo. Trata-se, portanto, de um sistema que concentra recursos de milhões de indivíduos e os aplica em ativos diversos, com vistas à sua valorização. A premissa básica é que a concentração de recursos que de outra forma estariam pulverizados, aliada à cessão desses recursos a um gestor profissional, permitirá uma maior valorização das carteiras.

No Brasil, ao final de 2014, o volume alcançado pelo conjunto das carteiras das entidades de previdência complementar era de R$ 1,1 trilhão, o que equivale a praticamente 20% do produto interno bruto (PIB) do país. Este volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debrucem sobre os fundos de previdência complementar e sobre as estratégias de administração de suas carteiras. Dentro deste esforço, esta pesquisa tem como principal objetivo a análise das formas de alocação da riqueza gerida por estes fundos. Como objetivo associado, pretende-se avaliar as possibilidades de que este enorme estoque de riqueza venha a constituir-se como fonte de recursos para o financiamento de longo prazo no Brasil.

Em *Texto para Discussão* precedente (De Conti, 2016), demonstrou-se que, para a análise das estratégias de gestão das carteiras das entidades brasileiras de previdência

complementar, é extremamente útil uma segmentação analítica que distinga: os fundos abertos dos fechados; os fundos de grande porte daqueles de pequeno porte; e os fundos patrocinados por empresas privadas daqueles patrocinados por empresas públicas. Diante disso, a pesquisa concentrou-se na análise das carteiras do conjunto das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) – também chamadas de fundos de pensão –, percebendo que, em geral, a gestão de suas carteiras era bastante conservadora. Em dezembro de 2014, esta carteira consolidada possuía quase dois terços de seus ativos alocados em renda fixa e pouco menos de um quarto em renda variável.

Seguindo nas pesquisas, percebeu-se que, a despeito do grande número de entidades de previdência complementar atuando no país, o volume de ativos é bastante concentrado. No que tange aos fundos fechados, as dez maiores entidades detêm mais de 60% do total de ativos; e apenas as três maiores detêm quase 45% dos ativos do conjunto dos fundos de pensão. São elas: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e Fundação dos Economiários Federais (Funcef), os fundos de previdência, respectivamente, dos funcionários do Banco do Brasil (BB), da Petrobras e da Caixa Econômica Federal (Caixa). Diante disso, percebeu-se que a análise mais detalhada destas três entidades seria extremamente relevante, em função da dimensão das carteiras, mas também das características dos fundos: por se tratar de entidades fechadas, de grande porte e ligadas a empresas públicas, a pesquisa em curso indica que são justamente aquelas com maior potencial para fornecimento de recursos para financiamento de longo prazo.

Este texto tem, portanto, como principal objetivo, apresentar uma análise bastante detalhada das carteiras de Previ, Petros e Funcef, no período 2003-2013. Privilegiou-se, nas investigações, uma percepção sobre a *composição do investimento setorial realizado pelas empresas*, com foco sobre as modalidades de investimento em infraestrutura; e *o perfil e a gestão dos títulos públicos mantidos em carteira*. O estudo leva a constatações interessantes sobre a alocação das carteiras das três grandes entidades brasileiras de previdência complementar, mas também sobre seu papel nos processos de privatização de empresas, constituição de grandes grupos nacionais e realização de investimentos de infraestrutura no país.

Além desta introdução, o texto conta com mais oito seções. Na seção 2, apresenta-se uma breve análise sobre investidores institucionais, fundos de pensão e comparações internacionais; na seção 3, a estrutura do sistema brasileiro de previdência; em seguida, algumas segmentações analíticas que auxiliam no estudo das entidades de previdência complementar; na seção 5, uma sucinta análise da composição das carteiras dos fundos fechados de previdência complementar no Brasil; na seção 6, a macroalocação das carteiras de Previ, Petros e Funcef; na sequência, os investimentos setoriais das três entidades; e, na seção 8, o perfil e a gestão dos títulos públicos detidos por essas entidades. Algumas considerações encerram o texto na seção 9.

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, FUNDOS DE PREVIDÊNCIA E COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

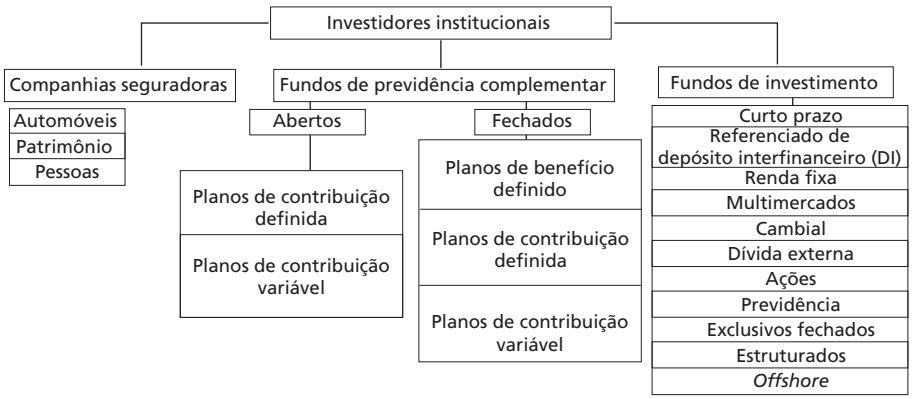
Os investidores institucionais concentram e gerem poupanças individuais. Beneficiam-se, desse modo, de ganhos de escala oriundos da concentração de recursos que estariam de outra forma pulverizados, além de contarem com estrutura profissional e *expertise*. Por isso, supõe-se que estes investidores podem alocar a riqueza coletiva de forma não apenas a manter o patrimônio de seus detentores, mas a gerar consideráveis ganhos de capital. No contexto de globalização financeira, os investidores institucionais assumem protagonismo na economia mundial. Concentrando volumosas e crescentes massas de recursos, e diante da quebra de muitas fronteiras na aplicação desta riqueza, tornam-se atores-chave na determinação da dinâmica financeira internacional.[1] Estes investidores institucionais incluem basicamente as seguradoras, os fundos de previdência e os fundos de investimento, com subdivisões internas a cada um dos grupos (figura 1).

A tabela 1 deixa bastante evidente o acelerado crescimento dos ativos geridos pelos investidores institucionais desde o início do século XXI. Os fundos de investimento são aqueles que mais aumentam as suas carteiras (até mesmo pela participação dos fundos de previdência nesses fundos de investimento, como se verá), mas seguradoras e fundos de previdência também apresentam um ritmo bastante intenso de crescimento. Para os países da Organização de Cooperação

1. Para detalhes sobre seu protagonismo na dinâmica econômica e financeira contemporânea, ver Sauviat (2005).

para o Desenvolvimento Econômico (OCDE),[2] o conjunto dos investidores institucionais atingiu, em 2013, o patamar de US$ 92,6 trilhões, o que corresponde a praticamente o dobro do produto interno bruto (PIB) destes países.

FIGURA 1
Principais investidores institucionais



Fonte: Bastos (2015).

TABELA 1
Países da OCDE: ativos totais de investidores institucionais (2001-2013)
(Em US$ trilhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fundos de previdência	11,0	10,8	13,3	14,7	15,9	17,9	19,6	15,8	18,0	20,0	20,6	22,3	24,7
Seguradoras	10,8	12,1	15,9	18,0	18,1	20,2	22,1	20,2	22,2	23,4	23,8	25,5	26,1
Fundos de investimento	12,0	12,3	15,2	17,4	19,0	22,6	26,4	21,4	26,9	28,9	28,4	31,9	34,9
Outros veículos[1]	3,1	3,5	4,1	4,6	4,7	5,2	5,7	5,6	6,1	6,5	6,5	7,1	6,9
Total	**36,9**	**38,7**	**48,5**	**54,7**	**57,7**	**65,9**	**73,8**	**63,0**	**73,2**	**78,8**	**79,3**	**86,8**	**92,6**
Total como proporção do PIB (%)	122	124	150	159	158	169	179	148	176	181	175	186	194

Fonte: *OECD Global Pension Statistics* (2014) *apud* Bastos (2015).
Nota: [1] Inclui fundações, fundos de doações, parcerias de investimento privado e outras formas de investidores institucionais.

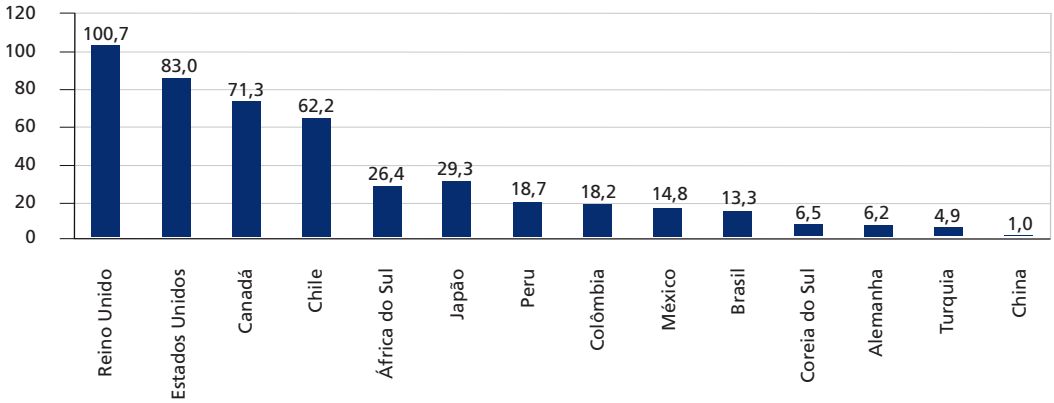
Não se devem ignorar, contudo, as enormes diferenças entre os volumes de recursos geridos por esses investidores institucionais nos distintos países do globo.

2. Os países-membros da OCDE são: Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chile, República Tcheca, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Coreia do Sul, Luxemburgo, México, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos.

O gráfico 1 evidencia esta discrepância no que diz respeito especificamente aos fundos de previdência. Nota-se que no Reino Unido os ativos totais sob controle desses fundos superam o PIB, e que essa razão ativos/PIB é também muito elevada nos Estados Unidos, no Canadá e no Chile. Na Coreia do Sul, na Alemanha, na Turquia e na China, esta razão sequer chega a 10%. Embora limitada, esta amostra já deixa evidente que não há qualquer relação entre o grau de desenvolvimento dos países e a importância destes fundos de previdência, visto que a explicação encontra-se primordialmente no regime de previdência adotado: repartição, capitalização ou misto.

O sistema de repartição baseia-se na solidariedade intergeracional, uma vez que funciona a partir da captação de recursos da população ativa e da imediata transferência à população inativa. Com isso, não há acúmulo de recursos, pois as contribuições dos ativos se tornam imediatamente a renda dos inativos. No sistema de capitalização, as contribuições do trabalhador durante sua vida laboral são investidas – em grande parte, embora não exclusivamente, no mercado financeiro –, para posterior remuneração deste mesmo indivíduo, durante sua aposentadoria. Com isso, forma-se um estoque de riqueza transferido no tempo desde o momento em que o indivíduo começa a contribuir até o momento em que passa a gozar das rendas dessas aplicações. O sistema misto envolve as duas modalidades anteriores.

GRÁFICO 1
Fundos de previdência em países selecionados – ativos totais (2013)
(Em % do PIB)



Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014) *apud* Bastos (2015).

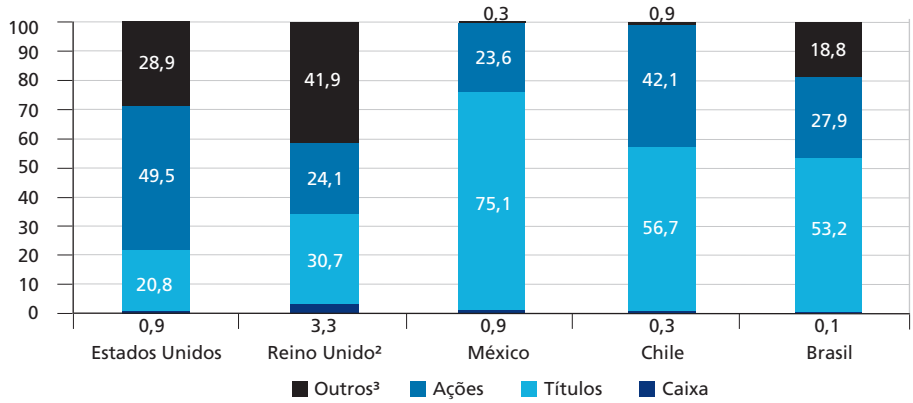
Para o Brasil, a estimativa da OCDE indica uma relação de 13,3% do PIB em 2013, mas é importante frisar que este valor corresponde meramente às EFPCs.[3] De toda forma, ainda que seja um valor modesto se comparado àquele dos demais países da amostra, o crescimento vem sendo acelerado, como se discutirá na seção 4.

Se os volumes são distintos, a alocação desses recursos por parte dos fundos de previdência também é bastante diversa. Como mostra o gráfico 2, nos Estados Unidos e no Reino Unido, a participação dos títulos na carteira destas entidades é bem inferior àquela verificada em ações ou em outros tipos de investimento. Nos países latino-americanos analisados, por sua vez, os títulos representam ao menos metade do total de investimentos. Os dados da OCDE não separam os títulos entre públicos e privados, mas seguramente haveria aí também uma diferença, já que a alocação em debêntures é muito mais frequente nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto nos demais países o investimento em títulos públicos costuma ser largamente preponderante – para o caso brasileiro, os dados mais detalhados serão mostrados adiante.

GRÁFICO 2

Fundos de previdência em países selecionados – alocação dos investimentos[1] (2013)

(Em % dos investimentos totais)



Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014) *apud* Bastos (2015).

Notas: [1] Inclui alocação direta em títulos, e indireta, via fundos de investimento.

[2] Dados de 2012.

[3] Inclui imóveis, operações com participantes, fundos *hedge* e produtos estruturados.

3. A explicação sobre as EFPCs será feita na seção 3, mas vale adiantar que para o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar essa razão chegaria a praticamente 20% do PIB do país.

Feita essa breve apresentação sobre o contexto internacional, que permite algumas comparações, passa-se, na seção seguinte, a uma apresentação do sistema brasileiro de previdência.

3 O SISTEMA BRASILEIRO DE PREVIDÊNCIA

No Brasil, coexistem um sistema básico de previdência social (no modelo de repartição) e um sistema complementar (no modelo de capitalização). O sistema básico é público e consolidado no Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), autarquia do governo federal vinculada ao Ministério do Trabalho e Previdência Social (MTPS). Para aqueles que desejam uma remuneração adicional,[4] a participação no sistema complementar é voluntária, e as contribuições são geralmente realizadas em simultâneo àquelas destinadas ao sistema básico de previdência.[5]

É interessante perceber, porém, que o formato hoje chamado de previdência complementar surgiu no país antes mesmo da previdência social básica, ainda no século XIX. De acordo com documento do governo (Previdência Social, 2013), já em 1888 formavam-se no Brasil os primeiros fundos de pensão para funcionários da Imprensa Oficial, do Ministério da Fazenda, dos Correios e da Marinha. O fundo de pensão dos funcionários do BB, que é hoje o maior fundo de previdência da América Latina, foi fundado em 1904, sob o nome de Caixa Montepio dos Funccionários do Banco da República do Brazil (Lopes, 2011). O nascimento da previdência social, por sua vez, é associado à Lei Eloy Chaves, sancionada em 1923.[6]

De toda forma, apesar de sua existência histórica, é no período mais recente que os fundos de previdência complementar ampliam enormemente sua importância. Sob a alegação da insustentabilidade das contas do sistema básico de previdência social – entre outras coisas, em função das mudanças demográficas no país –, alterações regulatórias vêm crescentemente estimulando o sistema de previdência complementar.

4. O limite máximo para as aposentadorias e os benefícios concedidos pelo INSS estava estipulado para atingir, em 2015, o valor de R$ 4.662.
5. Embora isso não seja uma regra, já que mesmo os inativos podem contribuir para o sistema de previdência complementar.
6. Para detalhes, ver Previdência Social (2013).

O quadro 1 revela as principais características e alguns números relativos aos distintos regimes de previdência existentes no Brasil. Além do regime geral e do regime de previdência complementar, já enunciados, há também os regimes próprios para determinadas categorias do funcionalismo público.

QUADRO 1
Brasil: regimes de previdência (2015)

	Regime geral	Regimes próprios	Previdência complementar	
			Aberta	Fechada
Operação	INSS	Administração pública direta ou indireta	Sociedades anônimas com fins lucrativos	Fundações e sociedades civis sem fins lucrativos
Natureza	Pública	Pública	Privada	Privada
Instituição	Por lei	Por lei	Por contrato	Por contrato
Filiação	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Abrangência	Pessoas não contempladas pelos regimes próprios	Servidores da União, dos estados e dos municípios	Planos individuais e empresariais	Empresas e organizações coletivas
Fiscalização	MTPS	MTPS	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc)
Participantes – ativos e inativos	54,7 milhões	7,1 milhões	37,0 milhões	3,2 milhões

Fonte: Bastos (2015).
Obs: Os dados relativos ao número de participantes não devem ser considerados em conjunto, para evitar dupla contagem.

Funcionando por um sistema de repartição, o regime geral não promove o acúmulo de riqueza, uma vez que, como visto, as contribuições dos ativos são imediatamente transferidas aos inativos. Este estudo faz parte de uma pesquisa coletiva mais ampla, que investiga as formas de alocação da riqueza no Brasil. Com esse intuito, no que concerne à previdência, debruça-se sobre os fundos complementares, que, funcionando sob sistemas de capitalização, resultam em significativos montantes de riqueza acumulada.[7]

7. Deve-se ressaltar, porém, que os regimes próprios eram de repartição, mas muitos vêm se metamorfoseando em sistemas de capitalização, ou vêm sendo criados dessa forma. Destaca-se a importância crescente dos regimes próprios de alguns entes federativos, notadamente aqueles dos estados de São Paulo e Rio de Janeiro. A Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp), em função do número de potenciais participantes e de seu salário médio, deve tornar-se, em um futuro próximo, o maior fundo de previdência complementar de toda a América Latina. O estudo dos regimes próprios foge, porém, do escopo deste trabalho.

4 PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: SEGMENTAÇÕES ANALÍTICAS[8]

A despeito de elementos comuns, o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar é extremamente diverso. Seja no que diz respeito ao órgão supervisor ao qual estão submetidos, seja à legislação incidente sobre suas atividades, à sua clientela, ao seu horizonte temporal, entre tantos outros aspectos, há diferenças importantes entre os distintos fundos. Como consequência, a gestão das carteiras destes fundos – objeto deste trabalho – pode ser também bastante distinta, sendo necessário segmentar a análise para não incorrer em generalizações indevidas. Na impossibilidade de análise detalhada de todas as entidades brasileiras de previdência complementar, este mapeamento se torna relevante para indicar quais são os grupos de fundos que merecem, para os propósitos deste trabalho, maior ou menor atenção.

Como uma das principais conclusões de *Texto para Discussão* precedente (De Conti, 2016), destacou-se a necessidade de observação dos fundos de previdência complementar levando-se em conta as segmentações a seguir.

1) Fundos fechados *versus* fundos abertos: a diferença básica entre os fundos fechados e os abertos está nas possibilidades de adesão por parte do público e, em decorrência, no universo dos seus participantes. Os fundos fechados são exclusivos para funcionários de determinada empresa ou grupo de empresas; servidores da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios; e membros de associações profissionais, classistas ou setoriais. Os fundos abertos, por sua vez, estão disponíveis para qualquer pessoa física que deseje aderir ou qualquer empresa que deseje oferecer o produto aos seus funcionários. As pesquisas realizadas mostraram que os fundos fechados de previdência complementar são aqueles que efetivamente possuem passivos de longo prazo. Os fundos abertos, por sua vez, são oferecidos pelas instituições financeiras na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer. Assim, existe maior intolerância com eventuais resultados insatisfatórios dessas carteiras, fazendo com que a gestão desses investimentos adquira um caráter mais de curto prazo – ao contrário do que seria de se supor para um fundo previdenciário. Com os fundos fechados de previdência complementar, aí sim existe uma maior tolerância com eventuais períodos de baixa rentabilidade, já que os participantes não migrarão para

8. Essas ideias, apresentadas de forma detalhada em De Conti (2016), são aqui sumarizadas para justificar o esforço realizado neste trabalho, qual seja, de minuciosa análise das três maiores EFPCs do Brasil: Previ, Petros e Funcef.

outros tipos de aplicação financeira; diante disso, aumenta a possibilidade de uma gestão da carteira com um horizonte mais de médio-longo prazo.

2) Fundos de pequeno porte *versus* fundos de grande porte: os fundos de previdência complementar de pequeno porte tendem a adotar posturas bastante conservadoras na gestão de seus portfólios. Seja por uma menor margem financeira para acomodar possíveis perdas, seja pela ausência de uma estrutura profissionalizada, tendem a evitar exposição ao risco. Muitos destes fundos contratam consultorias para aconselhamentos sobre as decisões de investimento, o que tende a unificar ainda mais a conduta destes inúmeros pequenos fundos. Os fundos de grande porte, por sua vez, são aqueles com maiores condições de alocação de recursos em investimentos alternativos.

3) Fundos ligados a empresas públicas *versus* fundos ligados a empresas privadas: entre as EFPCs, há ainda uma importante segmentação a ser feita, qual seja, sobre a natureza da empresa patrocinadora. Entidades de previdência complementar ligadas a empresas públicas podem contemplar, em suas estratégias de investimento, o atendimento às prioridades definidas pelo poder público, já que o conselho dos fundos tem membros da direção da própria empresa pública. Além disso, ainda que a composição dos conselhos seja paritária, o voto de minerva fica a cargo do representante da empresa patrocinadora.

4) Ademais, os fundos de previdência podem possuir diversos planos, com características distintas, o que implica que a gestão dos recursos de cada plano também pode ser bastante diversa. Os planos mais antigos são de benefício definido (BD), enquanto aqueles mais recentes são de contribuição definida (CD) ou contribuição variável (CV).[9] Seja por serem de BD, seja por serem maiores e mais maduros, os fundos de BD tendem a assumir maiores riscos, alocando porcentagens maiores de suas carteiras em renda variável.

A constatação dessas especificidades dos distintos grupos de fundos de previdência complementar revela-se estratégica para as pesquisas em curso. Se o propósito central

9. Como visto em De Conti (2016), os planos de previdência com BD são aqueles nos quais os participantes sabem de antemão qual será o valor recebido no momento da aposentadoria, e as contribuições são calculadas em função deste rendimento futuro. Em geral, o benefício representará uma porcentagem pré-acordada do salário que recebe na ativa. Tende a ser, portanto, um fundo mais seguro para o participante, em função da previsibilidade de seu benefício futuro. Nos planos com CD, por sua vez, a lógica é inversa: são os pagamentos realizados pelo participante durante a vida ativa que têm seu valor previamente estabelecido, e a renda futura dependerá da valorização desta aplicação financeira. Cada participante tem a sua conta individual, de forma que os riscos associados ao desempenho destas aplicações recaem sobre os participantes e não sobre a entidade. Uma terceira modalidade é aquela de CV, que configura planos com algumas características de BD – normalmente a cobertura de riscos – e outras de CD, mas que, do ponto de vista da gestão das carteiras, assemelha-se preponderantemente aos planos de CD.

é entender as possibilidades de uso do estoque de riqueza gerido por estas entidades para a constituição de uma fonte de recursos para o financiamento de longo prazo no Brasil, as observações realizadas são cruciais. A percepção desta pesquisa é que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente concretizariam esta possibilidade. Entretanto, uma parte dessas entidades poderia cumprir este papel, qual seja, aquela composta pelas *entidades fechadas, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas*. Esta percepção é particularmente inquietante quando se nota que a tendência dos últimos anos tem sido de um crescimento muito mais acelerado dos fundos abertos[10] e dos planos de CD, menos inclinados ao provimento de recursos para financiamento de longo prazo.

Em linha com essa constatação, optou-se neste estudo por aprofundar as análises pela observação individual das três maiores entidades de previdência do país, que contemplam o perfil identificado – Previ, Petros e Funcef. Antes, porém, serão apresentadas brevemente as carteiras do conjunto das EFPCs, que servem de referência para a posterior análise das carteiras das três maiores entidades.

5 FUNDOS FECHADOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS

Como visto, as entidades fechadas e abertas de previdência complementar se diferenciam, originalmente, pelo público elegível, mas também por aspectos normativos e de governança. O quadro 2 resume as principais diferenças, apresentando também alguns dados relativos ao número de entidades e de participantes em cada um dos grupos.

Se as entidades abertas de previdência complementar (EAPCs) são bastante majoritárias tanto no número de instituições quanto de participantes, do ponto de vista do volume de recursos geridos a situação se inverte. O gráfico 3 mostra que as EFPCs detêm cerca de dois terços do total dos ativos relativos aos fundos de previdência complementar do país. A despeito de as EAPCs apresentarem no período recente um crescimento mais acelerado, o aumento dos ativos dos fundos fechados foi

10. Como visto em nota de rodapé 7, é necessário destacar, na contramão dessa tendência, a recém-criada Funpresp, que tende a crescer muito nos próximos anos, devendo tornar-se, em breve, o maior fundo de previdência complementar da América Latina.

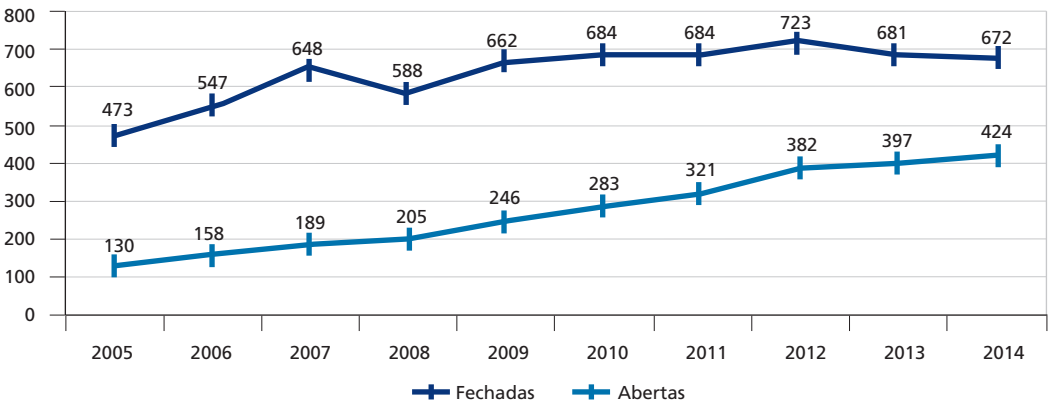
também bastante elevado de 2005 a 2012. Nos últimos dois anos, porém, a carteira de investimento dos fundos de pensão caiu em termos reais.

QUADRO 2
Entidades fechadas e abertas de previdência complementar

	Fechadas	Abertas
Finalidade	Sem fins lucrativos	Com fins lucrativos
Organização	Organizadas por empresas e entidades associativas na forma de fundação ou sociedade civil	Organizadas por instituições financeiras e seguradoras na forma de sociedade anônima
Destinação das reservas	Rentabilidade e *superavit* revertidos ao plano de benefícios	Rentabilidade e *superavit* remuneram os administradores
Gestão	Autonomia na escolha das instituições financeiras	Vinculação a uma única entidade financeira
Governança	Conselhos deliberativo e fiscal compostos por participantes indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes	Participação do associado restrita às assembleias de cotistas e à aprovação de contas
Número de entidades[1]	317	1.162
Número de participantes ativos[2]	2.483.572	17.518.900
Número total de beneficiários[2]	705.682	402.683

Fonte: Bastos (2015), Abrapp (2015) e base de dados da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi).
Notas: [1] Dados relativos a dezembro de 2014 para EFPCs e EAPCs.
[2] Dados relativos a dezembro de 2014 para EFPCs e outubro de 2014 para EAPCs. Uma vez que um mesmo indivíduo pode ter mais de um plano de previdência, o número de participantes contém certamente dupla contagem. Para os planos individuais (que excluem, portanto, os empresariais) em EAPCs, o número de cadastros de pessoa física (CPFs) registrados era, em outubro de 2014, de 8.673.032.

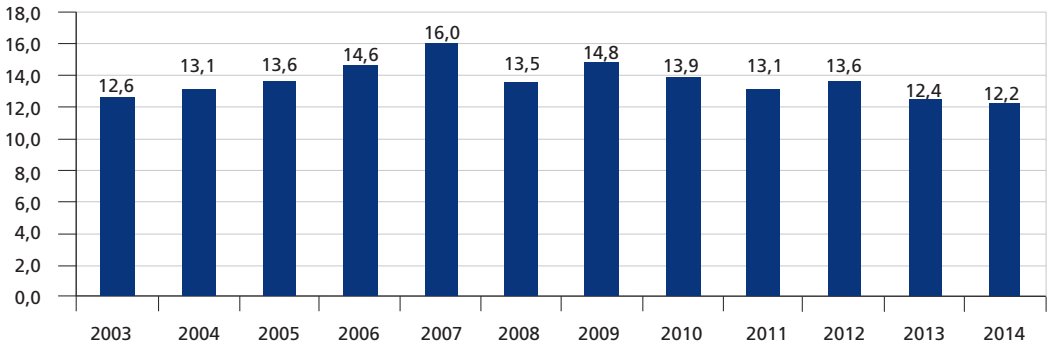
GRÁFICO 3
Carteiras consolidadas das entidades fechadas e abertas de previdência complementar (2005-2014)
(Em R$ bilhões)[1]



Fonte: Abrapp (2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014) e base de dados da Fenaprevi.
Elaboração do autor.
Nota: [1] Valores constantes de dezembro de 2014. Transformação em valores reais a partir do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
Obs.: Os dados de 2014 são relativos a dezembro para as EFPCs e outubro para as EAPCs (últimos dados disponíveis).

No gráfico 4, são apresentados os dados para a carteira consolidada de investimentos das EFPCs, como porcentagem do PIB. O gráfico deixa claro que entre dezembro de 2003 e dezembro de 2007 a carteira consolidada das EFPCs teve um crescimento impressionante, passando de 12,6% para 16% do PIB. Em 2008, os efeitos da crise internacional sobre a economia e, sobretudo, sobre o mercado financeiro brasileiro promovem uma queda abrupta no valor dos ativos que compõem as carteiras destas entidades. Em 2009, com a recuperação da economia brasileira e do preço dos ativos em questão, há uma importante elevação desta porcentagem, mas, a partir de então, a trajetória é de queda quase ininterrupta, em função da volatilidade que acomete os mercados financeiros internacional e nacional, mas também, a partir de 2011, do baixo dinamismo da economia brasileira (gráfico 4).

GRÁFICO 4
Carteira consolidada das EFPCs (2003-2014)
(Em % do PIB)

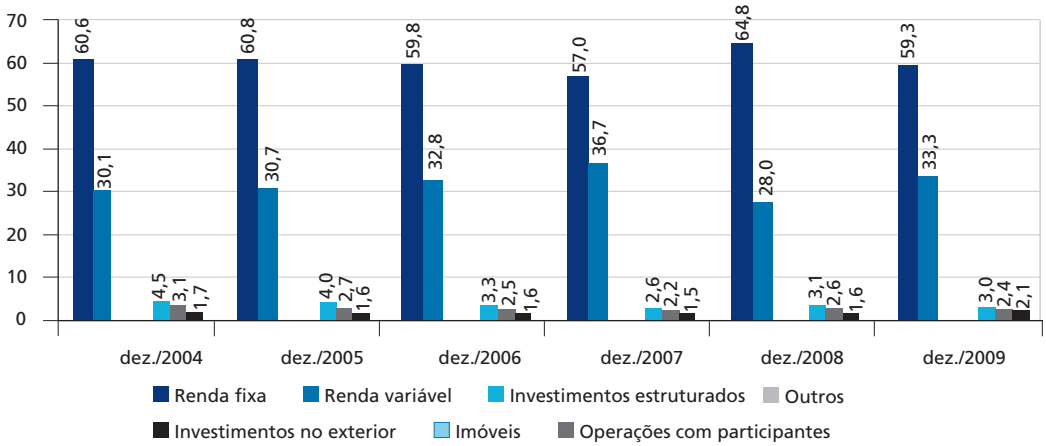


Fonte: Abrapp (2003; 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014) e Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE.
Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>.
Elaboração do autor.

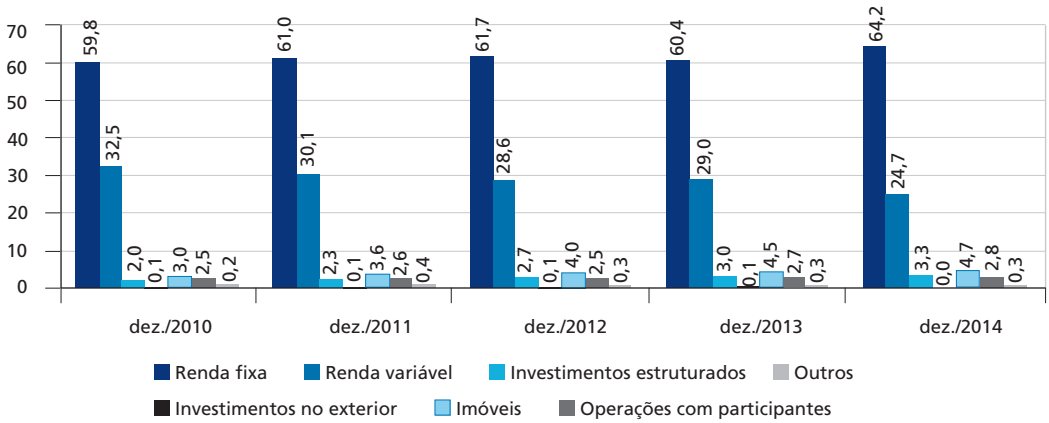
Uma vez tendo verificado o montante total desses recursos (em termos absolutos e em relação ao PIB) e a sua evolução ao longo dos últimos anos, é importante avaliar a forma como as carteiras dessas entidades vêm sendo alocadas. Nessa análise, uma mera comparação entre o início e o fim da série já mostraria diferenças, mas esconderia movimentos importantes e, sobretudo, o efeito da crise financeira internacional sobre estas carteiras (gráfico 5).

GRÁFICO 5
Ativos das EFPCs: carteira consolidada, por tipo de aplicação
(Em % do total)

5A – Dez./2004-dez./2009



5B – Dez./2010-dez./2014



Fonte: Abrapp (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014).
Elaboração do autor.

Como se nota pelo gráfico 5, a participação dos investimentos em renda variável na carteira das EFPCs ampliou-se bastante entre 2004 e 2007. Isto foi fruto da aquisição de novos ativos do gênero, mas, sobretudo, da valorização destes ativos (aumento passivo na participação da renda variável). Afinal, o dinamismo da economia brasileira no período refletia-se em extraordinária valorização do mercado acionário nacional. No entanto, com a crise iniciada em 2007 no mercado estadunidense de hipotecas, o cenário se transforma, com significativas perdas no mercado financeiro brasileiro. Isto se revela pela queda no valor total das carteiras, mas particularmente pela participação

dos ativos de renda variável no conjunto das carteiras das EFPCs, que cai mais de 8 pontos percentuais (p.p.) de dezembro de 2007 a dezembro de 2008 – já que os ativos de renda variável foram aqueles com valor mais afetado pela crise. A despeito de uma considerável recuperação já no ano seguinte – em função da revalorização dos próprios ativos em carteira –, a tendência, no período posterior, foi de redução da exposição a investimentos com renda variável, que caíram para um patamar inclusive inferior àquele de 2004. A participação dos ativos de renda fixa, por sua vez, recuperou o patamar que marcava o início da série, qual seja, em torno dos 60%, até 2013. Em 2014, porém, o cenário de instabilidade econômica levou os fundos de pensão a uma importante elevação na participação dos investimentos em renda fixa, que voltaram ao nível verificado em 2008, em detrimento da parcela alocada em renda variável, que, em apenas um ano, diminuiu em 4,3 p.p. (de 2003 para 2004).

Outra alteração que merece destaque diz respeito à aparição, a partir de 2010, de uma porcentagem não desprezível de aplicações em investimentos estruturados (2,0% da carteira em 2010, passando a 3,3% em 2014). O surgimento desta rubrica, no entanto, corresponde meramente a uma exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto à forma de registro dos investimentos realizados pelas EFPCs.[11] De acordo com o art. 20 da Resolução CMN nº 3.792/2009, são classificados no segmento investimentos estruturados:

I. as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações;

II. as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes;

III. as cotas de fundos de investimento imobiliário; e

IV. as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM [Comissão de Valores Mobiliários], aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM (BCB, 2009).

11. A Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009, em seu art. 17, determinou que "os investimentos dos recursos dos planos administrados pela EFPC devem ser classificados nos seguintes segmentos de aplicação: I - renda fixa; II - renda variável; III - investimentos estruturados; IV - investimentos no exterior; V - imóveis; e VI - operações com participantes" (BCB, 2009).

Pelos relatórios de alguns fundos de previdência complementar, pode-se observar que, dos ativos que vieram a ser classificados, a partir de 2010, como investimentos estruturados, boa parte integrava, anteriormente, a rubrica renda variável.

De Conti (2016) apresenta uma caracterização das rubricas mostradas, mas, para os propósitos deste texto, essa breve análise já fornece uma referência para os estudos das carteiras de Previ, Petros e Funcef, que, como se verá adiante, têm uma composição bastante distinta daquelas das demais EFPCs.

6 PREVI, PETROS E FUNCEF: MACROALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS

Como indicado nas análises da seção anterior, a despeito do grande número de entidades de previdência complementar atuando no país, o volume de ativos é bastante concentrado. No que tange aos fundos fechados, as dez maiores entidades detêm mais de 60% do total de ativos; e apenas as três maiores detêm quase 45% dos ativos do conjunto das EFPCs. São elas: Previ, Petros e Funcef, os fundos de pensão, respectivamente, dos funcionários do BB, da Petrobras e da Caixa. A análise mais detalhada dessas três entidades é relevante não só por sua dimensão, mas também por suas características: por se tratar de entidades fechadas e ligadas a empresas públicas, a pesquisa em curso indica que são justamente aquelas com maior potencial para fornecimento de *funding* de longo prazo para a economia brasileira.

O relatório anual da Previ de 2013 informa que ao final daquele ano a instituição contava com um montante de recursos da ordem de R$ 170 bilhões.[12] Optou-se, nesta seção, pela análise de seu maior plano, o plano de benefícios 1 (PB1), que conta com aproximadamente 96% dos ativos da entidade.[13] O crescimento deste plano nos últimos dez anos foi bastante acelerado, passando de pouco mais de R$ 70 bilhões em dezembro de 2004 para cerca de R$ 163,1 bilhões em março de 2014.

12. Os dados analisados nesta seção são disponibilizados pelos relatórios anuais das três entidades, sendo os mais recentes relativos a 2013, momento em que o texto foi escrito.
13. Para algumas entidades (Previ e Funcef), optou-se pela análise de seus planos mais representativos, já que há maior detalhamento dos dados para planos individuais que para as entidades como um todo.

A primeira particularidade a ser destacada é a grande participação relativa dos ativos de renda variável, como mostrado na tabela 2. Se a carteira conjunta das EFPCs apresenta uma porcentagem de ativos em renda variável que em 2014 era inferior a 25% – como visto –, o PB1 possui, historicamente, uma participação que ultrapassa o dobro desta média geral. Isto se deve, em grande medida, à participação ativa da Previ no processo de privatização de algumas empresas públicas ocorrido durante o governo de Fernando Henrique Cardoso. Neste período, o fundo adquiriu massivamente ações ou participações societárias das empresas em processo de privatização, como a Companhia Vale do Rio Doce,[14] elevando a porcentagem de ativos de renda variável. Em contrapartida, a participação dos ativos de renda fixa na carteira do PB1 é de cerca de metade do padrão da carteira consolidada das EFPCs.[15]

TABELA 2
Previ (PB1): ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
(Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	32,6	33,4	28,0	26,8	33,6	30,4	29,1	30,2	31,2	30,3
Renda variável	59,2	60,1	66,8	69,1	60,9	64,2	64,5	62,2	60,0	60,4
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Imóveis	3,6	3,2	2,7	2,2	2,8	2,7	3,1	4,0	5,1	5,5
Operações com participantes	4,5	3,3	2,5	2,0	2,7	2,6	2,9	3,2	3,2	3,3
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100**	**100**
Rentabilidade anual	25,6	22,6	35,0	37,3	14,0	28,3	12,4	7,7	12,6	7,3
Meta atuarial	15,7	9,0	9,0	11,2	12,6	10,1	12,2	11,4	11,5	10,8

Fonte: Previ (2004a; 2005; 2006; 2007; 2008a; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013a).
Elaboração: Lucas Kerr.

De toda maneira, a despeito dessa diferença nos patamares das participações de ativos de renda fixa e variável, as trajetórias da parcela de cada modalidade de investimento ao longo do período estudado assemelham-se àquelas verificadas para o conjunto das EFPCs. No período 2004-2007, o aquecimento do mercado financeiro brasileiro resultou em uma elevação substancial da parcela de investimentos em renda variável – à semelhança do que ocorreu com a maioria das demais EFPCs. No PB1, este crescimento da porcentagem alocada em renda variável foi de mais de 10 p.p.

14. A partir de 2009, a empresa passou a se chamar apenas Vale.
15. Em março de 2014, a participação dos ativos de renda fixa na carteira consolidada das EFPCs era de 61,7%.

em apenas três anos, como mostra a tabela 2. É curioso notar, no entanto, que esta elevação dos investimentos em renda variável teve um caráter muito mais passivo que ativo. A leitura dos relatórios anuais da Previ revela que ao menos desde 2003 a estratégia do fundo era a redução da carteira de renda variável e a migração para a renda fixa. A Resolução do Banco Central do Brasil (BCB) nº 3.121/2003, que estabelecia à época os limites de participação para cada modalidade de investimento, previa um máximo de 50% da carteira alocada em renda variável.[16] Como visto na tabela 2, o PB1 excedia este valor e provavelmente buscava enquadrar-se nele. Além disso, as razões anunciadas nos relatórios para a venda de ações eram a realização de lucros com papéis valorizados, a redução da exposição à renda variável e a obtenção de liquidez para o pagamento dos benefícios. Com esse propósito, a Previ foi gradualmente vendendo ações durante o período 2003-2007 – em 2003, foram vendidos R$ 632 milhões em ações; em 2004, R$ 1,1 bilhão; em 2005, R$ 836 milhões; e em 2007, R$ 2,1 bilhões. A despeito disso, o extraordinário dinamismo do mercado acionário brasileiro durante esse período refletiu-se em expressiva valorização da carteira de ações da Previ, resultando na elevação da participação dos investimentos em renda variável no total de ativos, como mostra o quadro 2. A título de exemplo, em 2007 foram vendidos R$ 6,5 bilhões e adquiridos apenas R$ 274 milhões em ações e cotas de fundos de renda variável; a variação patrimonial da carteira de renda variável, no entanto, foi de R$ 29 bilhões.

Quando, no entanto, a crise do mercado de crédito imobiliário de risco (*subprime*), inicialmente restrita aos Estado Unidos, se metamorfoseia em uma crise financeira de abrangência mundial, em 2008, a situação se altera completamente, e a deflação desses ativos e o menor estímulo a novas aquisições implicaram importante declínio na parcela de ativos de renda variável. O relatório da Previ de 2008 coloca que:

> a reação a este cenário foi muito difícil. Diante do primeiro movimento de queda, a maior parte das análises indicava um retorno rápido ao processo de alta. Quando a tendência de queda se afirmou, o ritmo foi tão abrupto e o volume de negócios caiu tanto que qualquer operação, de venda ou de compra, era de alto risco. Considerando o tamanho da carteira do plano 1, a reação foi a quase completa suspensão das operações de venda programadas para o ano. A venda de ações, que estava orçada em R$ 5,7 bilhões, acabou ficando em R$ 1,7 bilhão. A aquisição de ações fechou o ano em R$ 1,826 bilhão (Previ, 2008b, subseção 2.1).

16. Esse limite foi alterado para 70% da carteira pela Resolução CMN nº 3.792/2009.

A despeito de não ter realizado as perdas, a desvalorização das ações resultou em uma queda de 8,2 p.p. na participação dos investimentos em renda variável em apenas um ano (de dezembro de 2007 a dezembro de 2008). E a compra de ações mencionada no relatório não foi efetuada para aproveitar o contexto de ativos baratos, mas visou apenas à manutenção da participação acionária da Previ na Companhia Vale do Rio Doce.

Já em 2009, o mercado acionário reagiu, e a reprecificação dos ativos resultou em considerável recuperação da participação dos investimentos de renda variável no total da carteira. No entanto, esta participação não voltou ao patamar recorde atingido em 2007, e, pelo contrário, só vem caindo, já que, passado o pior momento da crise internacional, a Previ voltou à sua estratégia de venda de ações. A estratégia, no entanto, não é contínua, uma vez que em anos de elevada volatilidade do mercado financeiro doméstico – como foi 2013 – a Previ interrompe momentaneamente esse processo, para não realizar perdas decorrentes de desvalorizações em suas ações.

Outra rubrica em que a Previ destoa das demais é aquela relativa aos investimentos estruturados. No PB1, a participação desta modalidade de investimento, em dezembro de 2013, era de apenas 0,56%, com uma trajetória recente de crescimento bastante medíocre. Para os propósitos de fundo desta pesquisa, seria interessante que a Previ, o maior dos planos de previdência complementar do Brasil, aumentasse a parcela de recursos aplicada nos investimentos estruturados, que configuram uma boa opção de alocação de recursos em fundos produtivos e de infraestrutura.

Por fim, vale a pena destacar o desempenho do PB1 da Previ no que diz respeito à rentabilidade. Como mostra a tabela 2, no período analisado (2004-2013) a rentabilidade auferida só foi inferior à meta atuarial em 2011 e 2013. Em muitos dos anos, inclusive, a rentabilidade obtida foi bastante superior à meta atuarial – sobretudo no período 2004-2009. Isto se deve à postura menos conservadora do plano, que, como visto, detém parte relevante da carteira aplicada em renda variável.

A segunda maior entidade de previdência complementar do país é a Petros, que, mesmo no período posterior à eclosão da crise mundial, continuou apresentando crescimento acelerado. De 2008 a 2013, o crescimento de seus ativos foi de aproximadamente 68%, passando de R$ 39,6 para R$ 65,5 bilhões. Seu maior plano

de previdência é o Plano Petros do Sistema Petrobras, que em dezembro de 2013 detinha uma carteira de R$ 51,8 bilhões.

Relativamente à participação das distintas modalidades de investimento, a Petros apresenta algumas particularidades. A tabela 3 mostra que, ao contrário dos demais fundos de pensão, a Petros veio ampliando sua participação em renda variável mesmo no período posterior a 2008, a despeito das incertezas que ainda acometem a economia mundial e da volatilidade dos mercados financeiros globais e nacional. Particularmente, entre 2008 e 2010, o crescimento da participação em renda variável foi bastante acentuado (quase 15 p.p. em apenas dois anos). O relatório de 2010 é claro em apontar que a Petros adotou a estratégia de aproveitar-se do momento de queda no mercado acionário, sobretudo em 2008, para adquirir ações a preços considerados atraentes. Em 2009 e 2010, a elevação da participação em renda variável tem como principais motivos a participação do fundo na capitalização da Petrobras e a aquisição de um montante relevante de ações da Investimentos Itaú (Itaúsa), controladora do banco Itaú. A rentabilidade negativa do plano em 2013 pode levar, contudo, a uma alteração nesta estratégia de elevação da participação de ativos de renda variável.

TABELA 3
Petros: ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
(Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	69,7	66,8	65,1	64,5	71,1	61,1	56,5	50,6	49,5	42,3
Renda variável	22,7	25,9	28,2	29,9	23,5	33,8	38,3	37,0	37,0	41,9
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	6,4	6,2	6,1
Imóveis	3,9	3,6	3,2	2,6	2,5	2,3	2,9	3,3	4,5	5,7
Operações com participantes	3,7	3,7	3,5	3,0	2,9	2,6	2,3	2,7	2,8	3,1
Total[1]	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**106**	**100**	**100**	**99**
Rentabilidade anual	20,4	20,0	18,6	24,1	2,2	18,7	16,7	11,8	15,7	-0,2
Meta atuarial	13,7	12,4	9,2	10,6	12,6	10,5	11,9	12,9	12,2	11,7

Fonte: Petros (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011a; 2012; 2013).
Elaboração: Lucas Kerr.
Nota: [1] De acordo com os relatórios da Petros, as diferenças em relação a 100% na linha total referem-se a montantes a serem recebidos ou pagos no próximo período. A meta atuarial apresentada é a do Plano Petros do Sistema Petrobras, o maior plano da entidade.

Em contrapartida – e, mais uma vez, na contramão do que ocorreu com os outros fundos –, a participação dos investimentos em renda fixa elevou-se no período 2004-2008, com queda ininterrupta a partir de então. Entrando nas desagregações

mais detalhadas, apresentadas pelos relatórios contábeis anuais, percebe-se que de 2012 para 2013 a Petros reduziu em R$ 5,1 bilhões seu montante de títulos públicos. O estoque mantido passou de R$ 21,2 bilhões para R$ 16,1 bilhões. Esta queda revela de forma clara a remarcação dos ativos, com a transferência de títulos públicos para fundos exclusivos de investimento.

É também digno de nota que, apesar de a Petros manter uma parcela menor de ativos de renda variável que o P1, da Previ, esta porcentagem é ainda bastante superior àquela verificada para a carteira consolidada das EFPCs.[17] Esta constatação vai ao encontro da discussão realizada na seção 4 sobre o caráter menos conservador dos planos de grande porte, com BD e ligados a empresas públicas.

No que diz respeito ao desempenho, o Plano Petros também obteve rentabilidades superiores às metas atuariais na maioria dos anos analisados, mas chamam atenção o baixo resultado de 2008 e, sobretudo, o resultado negativo de 2013, que poderá levar a mudanças na estratégia recente de gestão da carteira.

A Funcef, terceira maior entidade de previdência do Brasil, detinha, em dezembro de 2013, uma carteira de R$ 55,6 bilhões. Optou-se pela análise do plano REG/Replan consolidado,[18] que concentra cerca de 85% da carteira total do fundo. Em dezembro de 2013, os investimentos deste plano eram da ordem de R$ 47,5 bilhões. A análise das parcelas das distintas modalidades de investimento na carteira do plano revela algo curioso: desde 2009, os dois grupos mais importantes de ativos, quais sejam, de renda fixa e renda variável, vêm perdendo participação (tabela 4). Como discutido, a queda na porcentagem relativa aos ativos de renda variável é verificada, em realidade, na maioria das EFPCs, em função do contexto de volatilidade dos mercados financeiros (nacional e internacional) – a exceção é a Petros. Chama atenção, no entanto, que no plano REG/Replan da Funcef esta redução não vem significando a substituição dos ativos de renda variável por renda fixa, como seria de se esperar. Ao fim, a porcentagem de ativos de renda variável é próxima àquela do conjunto das EFPCs (33,4%, contra 29% da

17. Em dezembro de 2013, o P1 da Previ mantinha 60,4% de sua carteira em ativos de renda variável; o Plano Petros, 41,8%; e o conjunto das EFPCs, 29%.
18. Estão juntas aí as modalidades saldado e não saldado.

média geral para 2013), mas a porcentagem de ativos de renda fixa é bem menor que a da carteira consolidada (44,5% contra 60,4% em 2013).

TABELA 4
Funcef (Plano REG/Replan): ativos na carteira de investimentos (2004-2013)
(Em %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Renda fixa	68,2	67,1	63,9	53,9	57,8	52,1	45,7	46,4	45,8	44,5
Renda variável	18,0	20,9	25,5	36,7	30,8	36,8	36,9	34,7	35,1	33,4
Investimentos estruturados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	7,8	7,2	8,2
Imóveis	8,8	7,8	6,9	6,1	7,7	8,3	7,5	8,3	9,1	10,2
Operações com participantes	4,9	4,0	3,4	3,1	3,6	3,4	3,1	2,9	2,8	2,8
Total[1]	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**101**	**100**	**100**	**100**	**99**
Rentabilidade anual	22,7	18,9	23,3	28,2	1,6	18,4	17,2	11,0	9,0	7,0
Meta atuarial	12,6	11,4	14,4	10,9	12,3	9,8	12,3	11,9	12,0	11,4

Fonte: Funcef (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).
Elaboração: Lucas Kerr.
Nota: [1] De acordo com os relatórios da Funcef, as diferenças em relação a 100% na linha total referem-se a montantes a serem recebidos ou pagos no próximo período.

O que ocorre é que o plano REG/Replan possui uma participação mais relevante que os demais planos nas rubricas investimentos estruturados e imóveis. No que diz respeito aos imóveis, o plano possui uma participação, inclusive, que supera o limite permitido por lei, que é de 8%. Isto se deve à valorização dos imóveis que o plano já possuía em carteira, fenômeno previsto e autorizado pela Resolução CMN nº 3.792/2009, que regulamenta os investimentos das EFPCs.[19] De toda forma, o patamar historicamente elevado de investimentos em imóveis indica a existência de algum grau de influência da empresa patrocinadora, a Caixa, sobre o fundo, já que o setor imobiliário é uma das áreas de atuação preferenciais do banco.

Nos investimentos estruturados, a participação da carteira consolidada das EFPCs é de meros 3,1%, e, como visto, esta porcentagem sequer chega a 1% no PB1, da Previ. No REG/Replan, em contrapartida, esta participação chegou, em 2013, à marca de

19. O desenquadramento passivo, que ocorre pela reavaliação dos preços dos ativos, impede, até o enquadramento, que a entidade efetue investimentos que agravem os excessos verificados, devendo eliminar estes excessos em um prazo de até 720 dias.

8,2% do total dos ativos do plano. São R$ 3 bilhões em fundos de investimentos em participações (FPIs) e R$ 0,7 bilhão em fundos imobiliários.

Com relação ao desempenho, a tabela 4 revela que nos últimos três anos a rentabilidade do fundo esteve aquém da meta atuarial. De toda forma, em 2013, a despeito de ter ficado abaixo da meta, a rentabilidade do plano REG-Replan foi superior àquela obtida pela maioria dos fundos – para o total das EFPCs, a rentabilidade estimada para 2013 foi de apenas 3,28%.

Feita essa análise da macroalocação de recursos nas carteiras de Previ, Petros e Funcef, é necessário entrar nos detalhes de cada modalidade de investimento, sobretudo para verificar a composição dos investimentos setoriais das três entidades.

7 PREVI, PETROS E FUNCEF: INVESTIMENTOS SETORIAIS

A análise da composição setorial dos investimentos de Previ, Petros e Funcef exigiu que se recorresse aos relatórios anuais e demonstrativos de investimento das três entidades para todos os anos em questão. Não existindo um padrão único para a elaboração dos relatórios, foi necessário entender as especificidades da forma de apresentação dos dados por cada entidade. Adicionalmente, os relatórios de uma mesma entidade também foram sendo bastante alterados ao longo dos anos, seja por mudanças nas exigências legais a respeito da transparência dos dados, seja por opção da própria entidade. Destarte, a compilação dos dados nem sempre pôde ser feita de forma exatamente uniforme para as três entidades ou para todos os anos em tela. De toda maneira, foi possível chegar a constatações bastante interessantes para as pesquisas em curso, como se verá. Dado o foco na composição setorial dos investimentos, esta seção analisará mais detalhadamente os investimentos em ações, fundos de investimento de renda variável, debêntures e investimentos estruturados. Inicialmente, serão verificados os recursos alocados em cada uma destas modalidades de investimento, para, em seguida, passar-se a uma análise dos setores beneficiados por estes investimentos. Para não tornar a análise demasiadamente minuciosa, optou-se, na maior parte da seção, por apresentar os dados mais detalhados apenas para 2004, 2007, 2010 e 2013, recorrendo-se, para os demais anos, aos acontecimentos mais representativos.

7.1 Previ

Para investigar as alterações na composição setorial da carteira dos fundos – e, portanto, as tendências para os próximos anos –, faz-se necessário avaliar inicialmente o padrão verificado no início do período estudado. Em 2004, a carteira total da Previ era da ordem de R$ 70,3 bilhões, sendo R$ 26,7 bilhões em ações, o que correspondia a 38% do total de investimentos. Além disso, outros R$ 15,0 bilhões estavam alocados em fundos de investimento de renda variável, significando, em grande medida, um investimento também em ações. As debêntures, por sua vez, compunham uma porcentagem bastante irrisória da carteira total (0,2%), não chegando sequer a R$ 150 milhões (tabela 5).

TABELA 5
Previ: investimentos por segmento (2004)

Segmentos	R$ mil	%
Renda fixa	22.956.384	32,6
Títulos de responsabilidade do governo federal	246.335	0,4
Aplicações em instituições financeiras	22.220.232	31,6
Debêntures	146.493	0,2
Outros investimentos	343.324	0,5
Renda variável	41.650.383	59,2
Ações	26.699.819	38,0
Fundos de investimento	14.950.564	21,3
Investimentos imobiliários	2.561.526	3,6
Operações com participantes	3.163.736	4,5
Total	**70.332.029**	**100,0**

Fonte: Previ (2004a).
Elaboração do autor.

De 2007 em diante, a Previ passou a apresentar os investimentos realizados em cada um de seus planos de forma mais detalhada, permitindo a desagregação apresentada na tabela 6. Os planos PB1 e Previ Futuro respondem por mais 99% da carteira total da Previ, de forma que os números da tabela 6 são comparáveis àqueles expressos na tabela 5 sem qualquer prejuízo à análise.

TABELA 6
Previ (PB1 e Previ Futuro): alocação da carteira de investimentos

PB1 e Previ Futuro	Recursos (R$ milhões)			Participação na carteira (%)		
	2007	2010	2013	2007	2010	2013
Recursos totais	**137.246**	**151.858**	**168.302**	**100**	**100**	**100**
Fundos de investimentos (gestão terceirizada)	64.014	76.114	99.324	46,6	50,1	59,0
Fundos de investimentos em empresas emergentes	1	11	18	0,0	0,0	0,0
Fundos de investimento imobiliário	91	89	20	0,1	0,1	0,0
FPIs	24	348	957	0,0	0,2	0,6
Fundos de renda fixa	27.364	28.308	44.917	19,9	18,6	26,7
Fundos de renda variável	36.487	46.580	53.131	26,6	30,7	31,6
Fundos de investimento em direito creditório	0	300	282	0,0	0,2	0,2
Carteira própria	73.232	74.059	68.978	53,4	48,8	41,0
Disponível	4	0	24	0,0	0,0	0,0
Renda fixa – título público	12.655	12.310	131	9,2	8,1	0,1
Renda fixa – CDB	90	1.201	1.224	0,1	0,8	0,7
Renda fixa – debêntures	1.079	1.734	2.018	0,8	1,1	1,2
Renda fixa – letras financeiras	0	363	3.283	0,0	0,2	2,0
Renda fixa – outros	31	50	0	0,0	0,0	0,0
Renda fixa – a receber ou a pagar	51	23	0	0,0	0,0	0,0
Renda variável – ações	53.332	48.908	47.251	38,9	32,2	28,1
Renda variável – a receber ou a pagar	379	228	78	0,3	0,2	0,0
Derivativos	0	0	-33	0,0	0,0	0,0
Imóves	2.810	4.767	9.093	2,0	3,1	5,4
Imóveis – a receber ou a pagar	33	-29	47	0,0	0,0	0,0
Operações com participantes	2.793	4.672	5.877	2,0	3,1	3,5
Operações com participantes – a receber ou a pagar	-25	-21	-13	0,0	0,0	0,0

Fonte: Previ (2007; 2010; 2013a).
Elaboração do autor.

Nota-se, em primeiro lugar, que a participação das ações na carteira era, em 2007, praticamente a mesma de 2004, mas que a partir de então ela caiu ininterruptamente. Esta queda é fruto de basicamente três motivos: *i*) uma estratégia de redução da exposição a ações, como visto na seção anterior; *ii*) o menor dinamismo no mercado acionário brasileiro a partir da eclosão da crise internacional; e *iii*) a estratégia de migrar recursos para fundos de investimento de renda variável, em detrimento da alocação direta em ações. Em função deste último motivo, a participação dos fundos de investimento em renda variável aumentou em 5 p.p. de 2007 a 2013.

Em realidade, o processo de terceirização de parte da carteira foi iniciado em 2004, e a tabela 5 já revelara que, nos investimentos de renda fixa, os títulos públicos detidos diretamente na carteira da entidade já eram muito pouco expressivos. Segundo a Previ, o objetivo primordial dessa terceirização de parte da carteira era a valorização, por meio do incentivo a práticas de governança corporativa, para posterior alienação (Previ, 2005). Tanto na renda fixa quanto na renda variável, o processo foi extremamente rápido, e em 2006 a participação dos fundos de investimento com gestão terceirizada já ultrapassara 46%, porcentagem mantida em 2007 (tabela 6), e elevou-se de forma bastante acelerada desde então.

Os FIPs vêm crescendo de forma acelerada, tendo passado de R$ 24 milhões para R$ 957 milhões de 2007 para 2013. No entanto, sua participação no total da carteira é ainda bastante pequena, equivalendo a apenas 0,6% do total dos planos PB1 e Previ Futuro.[20] Os fundos de investimento em empresas emergentes continuam sendo bastante irrisórios, tendo atingido, de acordo com os últimos dados, apenas R$ 18 milhões.

O investimento em debêntures, por sua vez, apresentou acelerada elevação de 2004 a 2010, quando passou de 0,2% para 1,1% da carteira. Desde então, teve um crescimento marginal, chegando em 2013 ao patamar de R$ 2 bilhões (1,2% da carteira).

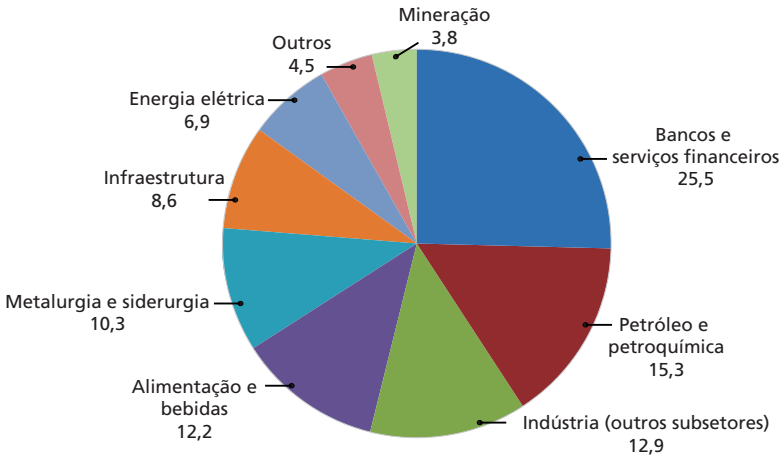
Percebe-se, portanto, que as ações e os fundos de investimento em renda variável têm um peso extremamente importante na carteira da Previ, mas os investimentos estruturados e as debêntures têm participações que, embora crescentes, ainda são bastante modestas.

Faz-se necessário, agora, verificar quais são os setores priorizados por esses investimentos da Previ. Em 2004, o Relatório Previ não apresenta uma lista das ações detidas na carteira da entidade. No entanto, a subseção *Balanço patrimonial do Plano de Benefícios 1*[21] contém a tabela *Distribuição da carteira pelos setores da economia* (Previ, 2004b), que em realidade não diz respeito apenas às ações, mas também aos fundos

20. Uma análise mais detalhada desses FIPs da Previ será feita adiante.
21. De acordo com o balanço patrimonial divulgado, o plano Previ Futuro, em 2004, não detinha ações em sua carteira, contando apenas com ativos de renda fixa ou operações com participantes (Previ, 2004c).

de investimento. A partir dos dados indicados nesta tabela, e deduzindo-se os valores apresentados para os principais fundos de investimento da Previ que contêm ações, foi possível calcular de forma aproximativa a distribuição da carteira acionária da entidade, como mostra o gráfico 6. Em 2004, esta carteira era da ordem de R$ 27 bilhões (tabela 5), e os cálculos realizados indicam que cerca de um quarto desse montante estava alocado em ações de bancos ou empresas prestadoras de serviços financeiros (gráfico 6). Tratando-se do fundo de pensão dos funcionários do BB, seria de fato de se esperar que parte considerável da carteira fosse composta por ações da empresa patrocinadora. Adicionalmente, a carteira acionária da Previ possuía participação relevante nos setores de petróleo e petroquímica (15,3%), indústria (12,9%), alimentação e bebidas (12,2%), e metalurgia e siderurgia (10,3%).

GRÁFICO 6
Previ (PB1): composição setorial da carteira de ações (2004)
(Em %)



Fonte: Previ (2004a).
Elaboração do autor.
Obs: Em 2004, a rubrica infraestrutura inclui apenas telecomunicações.

Ainda que não seja apresentada a lista completa das ações detidas em carteira, na subseção *Notas explicativas das demonstrações contábeis* do relatório anual de 2004 foi possível encontrar informações indicando que em 2004 as ações mais importantes, do ponto de vista do volume de recursos, para a Previ, eram as de BB, Petrobras, Companhia de Bebidas das Américas (Ambev), Itaubanco, Embraer, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (Usiminas), Neoenergia, Vale, Bradesco, Itaúsa, Belgo Mineira, Telemar e Caemi (2004d).

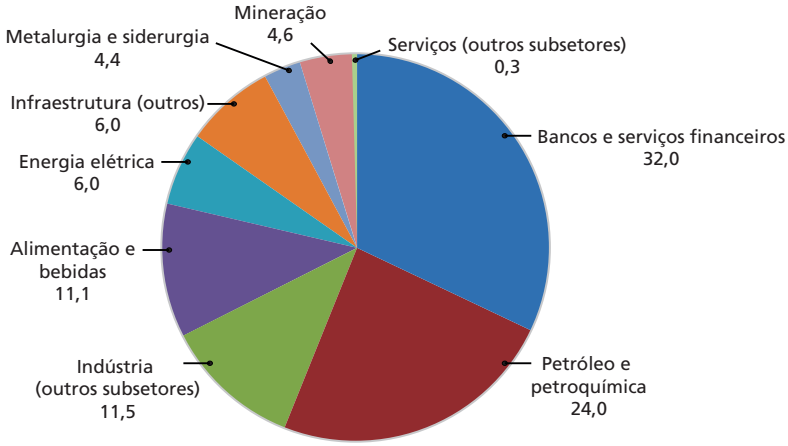
Nos anos seguintes, os principais registros sobre negociações acionárias são os seguintes: ano após ano, a Previ foi vendendo ações da Ambev; ainda no ramo de alimentação e bebidas, vendeu suas ações da Seara; mas, em 2006, adquiriu um montante relevante de ações da Perdigão; no mesmo ano, vendeu R$ 2,1 bilhões em ações, sobretudo do setor industrial.

Como visto, entre 2004 e 2007 o mercado acionário valorizou-se de forma extraordinária. Como consequência, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro praticamente dobrou em relação a 2004, atingindo o volume de R$ 53,3 bilhões. Do ponto de vista da composição setorial, verifica-se uma expressiva elevação na participação dos dois setores líderes: *i)* bancos e serviços financeiros, grupo que passa a representar quase um terço da carteira de ações; e *ii)* petróleo e petroquímica, grupo que atinge praticamente um quarto da carteira. Dado que a Previ não efetuou aquisições massivas de ações no período em tela, este movimento é decorrente, preponderantemente, das distintas taxas de valorização dos ativos ao longo desses anos.

O relatório de 2007 já apresenta a lista completa das ações detidas pela Previ. Com isso, é possível perceber que este peso majoritário do setor de bancos e serviços financeiros (visível pelo gráfico 7) é sim fruto da detenção de ações da empresa patrocinadora da entidade, mas não só. Nesse ano, o PB1 detinha R$ 8,2 bilhões de ações do BB, mas contava também com montantes expressivos de ações de outros bancos: R$ 4,0 bilhões de ações do Itaú (com mais R$ 1,5 bilhão de ações da Itaúsa) e R$ 3,3 bilhões de ações do Bradesco, além de volumes menores em ações de outros bancos.

Nos anos seguintes, a grande transação acionária realizada pela Previ esteve relacionada à constituição da Brasil Foods (BRF), em 2009. No processo de incorporação da Sadia pela Perdigão, a Previ consolidou a participação que tinha em ambas as empresas e destinou R$ 942 milhões adicionais para a aquisição de nova parcela de ações da Perdigão. Com isso, a entidade passou a deter uma posição acionária correspondente a 13,65% da recém-constituída BRF. Como decorrência dessa aquisição acionária, mas também da valorização das ações resultante da constituição de uma das maiores empresas de alimento do mundo, a participação do setor de alimentação e bebidas na carteira acionária da Previ aumentou em 6 p.p. de 2007 a 2010, atingindo, nesse último ano, o patamar de 17,1% do total (gráfico 8).

GRÁFICO 7
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial da carteira de ações (2007)
(Em %)



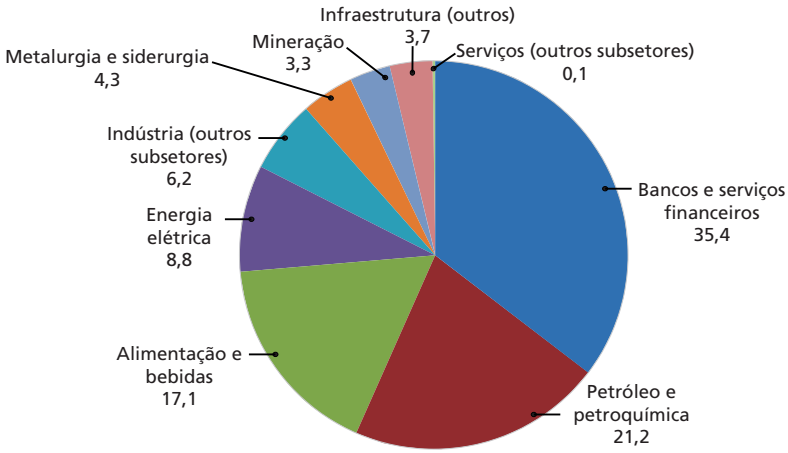
Fonte: Previ (2007).
Elaboração do autor.

Em 2010, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro era de R$ 50,4 bilhões, inferior, portanto, àquela de 2007. Isto se deve, em grande medida, à queda nos preços de ações com participação relevante na carteira da entidade, em decorrência da crise internacional.

Em 2010, a Previ adquiriu R$ 2,1 bilhões de ações da Petrobras na oferta pública realizada pela empresa. A despeito disso, a participação do setor de petróleo caiu em sua carteira, em função da expressiva queda no preço das ações – a ação preferencial da Petrobras (Petrobras PN) era cotada em R$ 43,92 ao final de 2007 e caiu para R$ 27,29 ao final de 2010. O volume de recursos alocados no setor de bancos e serviços financeiros se manteve praticamente constante, mas a queda nos demais – exceção feita, como visto, ao setor de alimentação e bebidas – determinou uma elevação de seu peso para 35,4% (gráfico 8).

De 2010 para 2013, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro também sofreu ligeira queda, atingindo, nesse último ano, o valor de R$ 47,3 bilhões. Uma vez mais, isto reflete preponderantemente a queda no valor das ações – o Índice Bovespa (Ibovespa) nesse período sofreu queda de mais de 25%, tendo passado de 69.305 pontos em 31 de dezembro de 2010 para 51.507 pontos em 31 de dezembro de 2013.

GRÁFICO 8
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial da carteira de ações (2010)
(Em %)

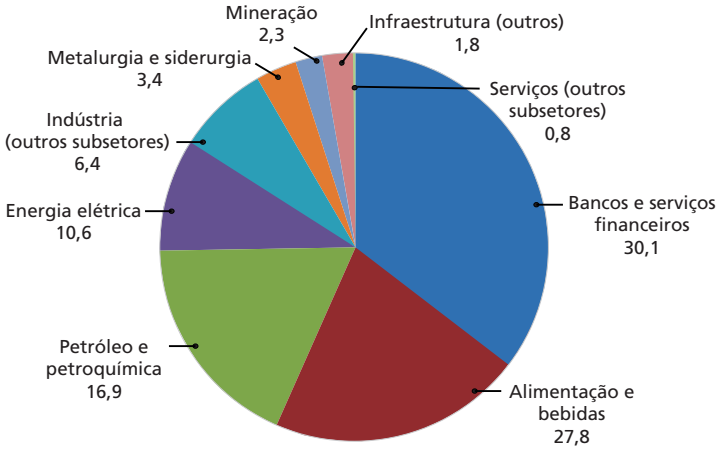


Fonte: Previ (2010).
Elaboração do autor.

Do ponto de vista da composição setorial, dois aspectos merecem destaque. O primeiro deles é a continuidade do aumento da participação do setor de alimentos e bebidas, que pelos últimos dados já representam 27,8% da carteira acionária. Esta participação está concentrada em volumes muitos significativos de ações de duas companhias: Ambev (R$ 7,8 bilhões) e BRF (R$ 5,3 bilhões). O segundo aspecto chamativo é a contínua queda na participação da rubrica *infraestrutura – outros*, que contém ações principalmente de empresas ligadas a telecomunicações, logística, saneamento básico, e concessões rodoviárias, ferroviárias e aeroportuárias. Esta rubrica respondia por 8,4% da carteira acionária em 2004 e foi se reduzindo gradualmente ao longo dos anos seguintes, até chegar ao valor de 1,8%, verificado em 2013 (gráfico 9).

No entanto, conclusões que se baseiem meramente na análise da carteira acionária mostrar-se-ão precipitadas. É interessante verificar a estratégia da Previ de alocação de recursos diretamente no mercado acionário, como realizado, mas é essencial investigar, de forma complementar, o aporte de recursos feitos pela entidade a determinados setores não pela compra direta de ações, mas por meio de fundos de investimento. Os relatórios anuais indicam a participação da Previ em quatro fundos com grande importância não apenas no que diz respeito ao volume de recursos, mas também à estratégia que revelam.

GRÁFICO 9
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial da carteira de ações (2013)
(Em %)



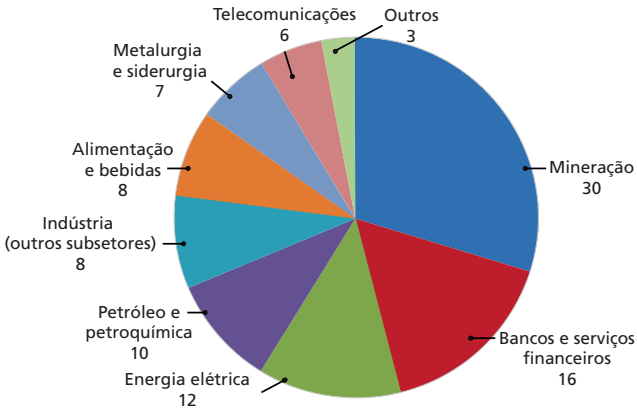
Fonte: Previ (2013a).
Elaboração do autor.

O mais importante dos fundos é aquele que abriga a participação da Previ na Litel, o veículo por meio do qual a entidade detém ações da Valepar, controladora da Vale. Em 2004, este fundo era cotado em R$ 11,7 bilhões, o que significava mais de 16% da carteira total. Nesse mesmo ano, a Previ detinha, ainda, R$ 3,2 bilhões alocados na 521 Participações, que conta primordialmente com ações a Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL). A entidade entrou nestes fundos no momento da privatização destas empresas públicas, ao final dos anos 1990. Adicionalmente, detinha R$ 0,2 bilhão na Neonergia, controladora privada do setor de energia elétrica.

Em virtude desses volumosos recursos alocados nesses fundos de investimento, a composição setorial da carteira da Previ se altera e, em 2004, continha as participações expressas no gráfico 10.

Como se nota, a inclusão da Litel faz com que a participação do setor de mineração atinja 30% dessa carteira, composta por ações e fundos de investimento com participação em empresas. O setor de energia elétrica também ganha peso, em função dos fundos que investem na 521 Participações e na Neoenergia, e ele chega ao patamar de 12%, superando inclusive o setor de petróleo e petroquímica.

GRÁFICO 10
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e fundos de renda variável (2004)
(Em %)



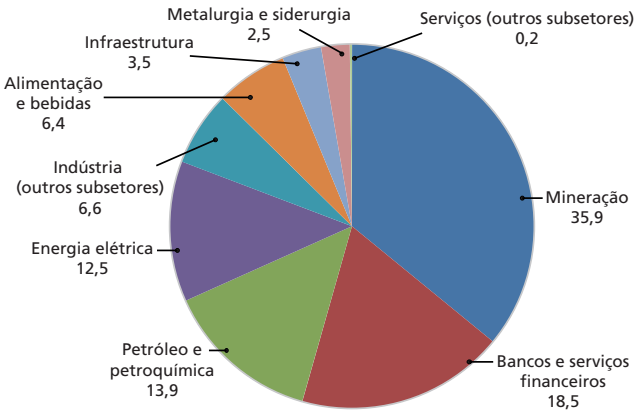
Fonte: Previ (2004a).
Elaboração do autor.

Nos anos seguintes, o aumento na demanda e – como causa direta, mas não exclusiva – a extraordinária elevação no preço das *commodities* fizeram com que as ações do setor se valorizassem bastante. Nesse ínterim, o valor da participação da Previ na Litel aumentou imensamente, atingindo R$ 30,7 bilhões em 2007. Como consequência, a participação do setor de mineração se ampliou para 35,9% desta carteira (gráfico 11). Os recursos relativos aos fundos investidores na 521 Participações e na Neonergia também aumentaram, passando, respectivamente, a R$ 7,7 bilhões e a R$ 0,6 bilhão, mas a participação setorial do setor de energia elétrica se manteve relativamente constante, tendo sido, inclusive, ultrapassado pelo setor de petróleo e petroquímica, em função da já aventada valorização dos preços das ações da Petrobras.

Em 2009, a Previ realizou uma importante operação com vistas a consolidar a Investimentos e Participações em Infraestrutura (Invepar) como uma empresa estratégica em seu setor – infraestrutura de transportes, sobretudo nos ramos rodoviário, metroviário e aeroportuário. Petros e Funcef foram incorporadas como sócios na empresa, que se tornou muito mais competitiva para participar dos leilões de concessões – a Invepar posteriormente sairia vitoriosa nos leilões relativos ao Metrô Rio, à Linha Amarela (na cidade do Rio de Janeiro), à rodovia Raposo Tavares (no estado de São Paulo) e ao aeroporto de Guarulhos (região metropolitana de São Paulo).

Como resultado dessa operação, a Previ detinha, em 2010, R$ 1,2 bilhão de recursos em um fundo de investimentos na Invepar.

GRÁFICO 11
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e fundos de renda variável (2007)
(Em %)



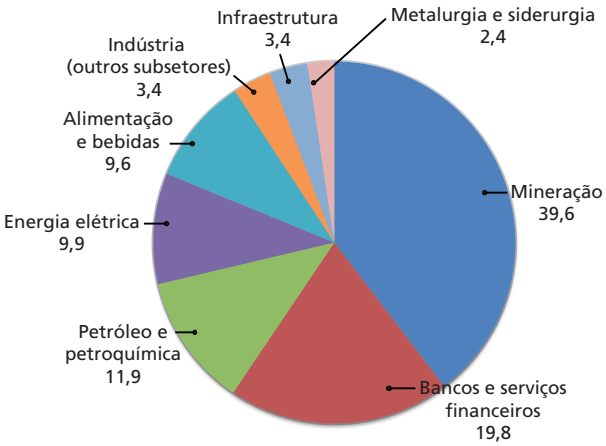
Fonte: Previ (2007).
Elaboração do autor.

Nos demais fundos, a Previ detinha, em 2010, R$ 34,1 bilhões na Litel; R$ 3,6 bilhões na 521 Participações; e R$ 0,9 bilhão na Neonergia. Como visto, o período 2008-2010 foi de queda no valor de parte importante das ações negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&Fbovespa). Para as companhias não listadas em bolsa, a avaliação do valor das cotas detidas é realizada por consultorias, de forma que elas tendem a ser muito menos voláteis. Nesse contexto, a valorização do fundo de investimento na Litel, ainda que não tenha sido tão expressiva, já foi suficiente para ampliar a participação do setor de mineração para quase 40% da carteira mostrada no gráfico 12.

Entre 2010 e 2013, além dos movimentos já destacados quando da análise apenas das ações detidas diretamente na carteira da Previ, chama atenção o grande aumento da participação do setor de energia elétrica, explicado principalmente pelo imenso aporte e valorização do fundo associado à Neoenergia, que passa de R$ 0,9 bilhão em 2010 para R$ 5 bilhões em 2013. Este aporte teve certamente relação com os investimentos relativos à usina de Belo Monte, cuja construção tem participação da Neoenergia. Com

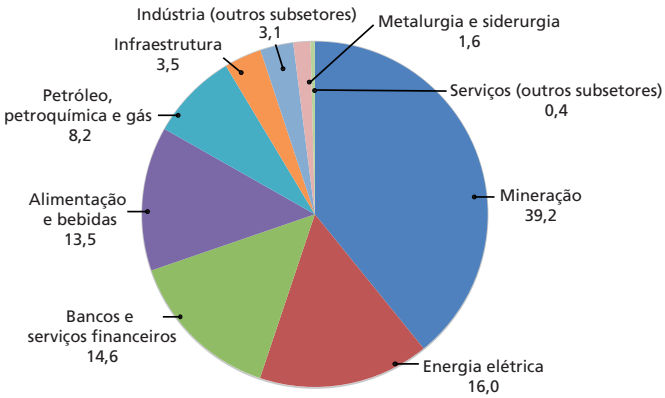
isso, o setor de energia elétrica torna-se o segundo mais importante, alcançando 16,0% dos ativos em tela (gráfico 13).

GRÁFICO 12
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e fundos de renda variável (2010)
(Em %)



Fonte: Previ (2010).
Elaboração do autor.

GRÁFICO 13
Previ (PB1 e Previ Futuro): composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e fundos de renda variável (2013)
(Em %)



Fonte: Previ (2013a).
Elaboração do autor.

Os investimentos na Invepar também aumentaram bastante, dobrando de valor entre 2010 e 2013, quando chegaram a R$ 2,5 bilhões. Aqueles na Litel atingiram R$ 37,1 bilhões.

A análise que contempla não apenas as ações detidas diretamente na carteira da Previ, mas também as alocações setoriais realizadas por intermédio de fundos de renda variável, revela um aspecto bastante importante: os investimentos da entidade em infraestrutura vêm sendo feitos primordialmente por meio dos fundos de investimento em renda variável. A análise realizada, que não os levava em conta, acabava por subestimar o peso do setor de infraestrutura na carteira da Previ. Considerando-se apenas as ações em carteira, a participação do setor de energia elétrica era de 10,6%, e a de outras modalidades de infraestrutura (notadamente telecomunicações, logística, saneamento básico e concessões relacionadas a transporte) era de 1,8%, como mostrou o gráfico 9. Quando contemplados os investimentos realizados na Neoenergia e na Invepar, esta participação chega a respectivamente a 16,0% e a 3,5% (gráfico 13).

Quando considerada a carteira total da Previ, a participação dos investimentos setoriais é evidentemente relativizada, em função da importância dos investimentos imobiliários e, principalmente, dos investimentos de renda fixa (principalmente títulos públicos). De toda forma, o conjunto dos investimentos setoriais é ainda expressivo, sobretudo se comparado àquele verificado em outras entidades de previdência complementar. Como mostra a tabela 7, a relação entre as ações e os investimentos setoriais realizados por fundos de renda variável e a carteira total da entidade atingiu um pico em 2007 – como efeito do preço das ações –, equivalendo, em 2013, a 57,9%.

Mesmo em relação ao total da carteira, é impressionante a concentração de recursos no setor de mineração, que, embora tenha decrescido ligeiramente nos últimos tempos, ainda chegava, em 2013, a 22,7%.

Em função das aquisições realizadas pela Previ no momento da privatização de empresas públicas ligadas à energia elétrica, a participação deste setor também é relevante, tendo crescido no período recente com os aportes realizados à Neoenergia (com vistas provavelmente aos investimentos na usina de Belo Monte) e chegando a 9,3% da carteira total em 2013.

TABELA 7
Previ (PB1 e Previ Futuro): investimentos setoriais em relação ao total da carteira
(Em %)

Setores	2004	2007	2010	2013
Mineração	18,1	24,1	23,5	22,7
Energia elétrica	7,5	8,4	5,9	9,3
Bancos e serviços financeiros	9,9	12,4	11,8	8,4
Alimentação e bebidas	4,8	4,3	5,7	7,8
Petróleo e petroquímica	6,0	9,3	7,0	4,7
Infraestrutura (outros)	3,4	2,3	1,1	2,0
Indústria (outros subsetores)	5,0	4,5	2,0	1,8
Metalurgia e siderurgia	4,0	1,7	1,4	1,0
Outros	1,9	0,1	1,0	0,2
Investimentos setoriais[1]/carteira total	**60,6**	**67,1**	**59,4**	**57,9**

Fonte: Previ (2004a; 2007; 2010; 2013a).
Elaboração do autor.
Nota: [1] Os ativos aqui considerados incluem as ações detidas diretamente na carteira da Previ e os investimentos setoriais realizados por meio de fundos de renda variável.

Igualmente, a participação do setor de bancos e serviços financeiros e a de alimentação e bebidas são importantes, embora as tendências recentes sejam contrárias: enquanto aquela tem caído, chegando em 2013 a 8,4%, esta tem aumentado, atingindo 7,8% em 2013.

Essa análise deixa mais claro também que, exceção feita ao setor de energia elétrica, para o restante dos setores ligados à infraestrutura, a participação da Previ, embora tenha crescido recentemente em função da Invepar, é ainda marginal, representando apenas 2,0% da carteira total.

Diante do exposto, fica claro que a Previ tem participação em diversas empresas, de distintos ramos, seja pela detenção de ações em sua carteira, seja por meio dos fundos de renda variável. De acordo com dados extraídos do *site* da Previ, relativos a setembro de 2014, as empresas nas quais a entidade tem participação importante são: no setor de mineração, a Vale (15,2%); no setor de bancos e serviços financeiros, o BB (10,4%); no setor de alimentação e bebidas, a BRF (11,7%); no setor de energia elétrica, a CPFL (30%) e a Neoenergia (49%), entre muitas outras empresas, em diferentes estados; no setor industrial, a Embraer (7,8%); no setor de infraestrutura de transportes, a Invepar

(25,6%); e no setor de telecomunicações, diversas empresas de telecomunicação, em muitos estados.[22]

Mas a participação da Previ em empresas não se restringe às ações e aos fundos de investimento em renda variável. É importante também verificar os FIPs, classificados como investimentos estruturados. Embora a participação dessa modalidade de investimento em relação ao total da carteira não seja tão relevante, como visto na tabela 6, há alguns FIPs com um montante de recursos expressivo, que contribuem para a percepção das estratégias da Previ no que diz respeito aos setores priorizados.

De acordo com os últimos dados disponíveis (2013), os maiores montantes alocados em FIPs pela Previ são os expostos na tabela 8.

TABELA 8
Previ (PB1 e Previ Futuro): alocações em FIPs (2013)
(Em R$ milhões)

Global Equity Properties	160,3
InfraBrasil	136,6
Brasil Governança Corporativa	83,6
Sondas	95,8
Brasil Internacional de Empresas	62,1
Logística Brasil	54,7

Fonte: Previ (2013a).
Elaboração do autor.

Nota-se claramente uma estratégia de alocação de recursos em fundos ligados à infraestrutura. O fundo InfraBrasil foi criado em 2006, com o objetivo de fornecimento de crédito para empresas privadas que desejassem realizar obras de infraestrutura no Brasil. Idealizado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o fundo contou com aportes iniciais não apenas da Previ, mas também da Funcef, da Petros, da Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (Valia) e do Fundo Banespa de Seguridade Social (Banesprev), além de alguns bancos.

22. Disponível em: <http://www.previ.com.br/investimentos/empresas-participadas/>.

O FIP Sondas foi instituído em 2010, para investir na empresa Sete Brasil, criada pela Petrobras para a produção de sondas de perfuração destinadas à exploração do petróleo da camada pré-sal. O FIP Sondas também conta com a participação de outros fundos de pensão (Petros, Funcef e Valia), além de bancos e da própria Petrobras.

O fundo Logística Brasil conta com recursos também da Petros e de outros fundos de pensão, e, entre outras coisas, tem investido em terminais portuários. O fundo Global Equity Properties, que conta com R$ 160,3 milhões da Previ, é voltado ao setor imobiliário.

Note-se, no entanto, que a despeito de esses recursos serem bastante relevantes para a viabilização dos fundos – e, portanto, dos investimentos relacionados –, o montante total de recursos alocados pela Previ em FIPs não chega sequer a R$ 1 bilhão, representando cerca de 0,56% do total de ativos da entidade.

Como visto na tabela 6, o investimento em debêntures é mais volumoso, tendo atingido em 2013 pouco mais de R$ 2 bilhões, mas sua participação no total da carteira é igualmente baixa, representando 1,2% do total. Entrando nos detalhes da carteira, é possível notar uma estratégia que também contempla de forma prioritária algumas empresas ligadas à área de infraestrutura (energia elétrica, logística, telecomunicações, construtoras e concessões relacionadas a transportes), conforme a tabela 9. Além destas, valores consideráveis foram aplicados em debêntures do BNDES Participações (BNDESPar) e da Vale, que já conta com uma participação acionária relevante da Previ.

TABELA 9
Previ: debêntures em carteira, por emissor (2013)
(Em R$ milhões)

BNDESPar	419,6
Vale	308,1
Concessionário Auto Raposo Tavares	178,0
Cemig Geração e Transmissão	127,5
América Latina Logística (ALL)	124,4
Andrade Gutierrez Participações	106,5
Brasil Telecom	98,8
MRV Engenharia Participações	72,4
Transmissora Aliança Energia Elétrica	70,1

Fonte: Previ (2013a).
Elaboração do autor.

Em anos anteriores, foram verificadas debêntures com valores também relevantes (acima de R$ 50 bilhões) de Braskem, Ambev, Invepar, Telemar e Usiminas – geralmente empresas que contam com participação acionária da Previ. No que diz respeito aos prazos de vencimento, os relatórios mostram que cerca de um terço das debêntures têm vencimento entre um e cinco anos e outro terço entre cinco e dez anos.

Para verificar as tendências para os próximos anos, é útil analisar as propostas e as estratégias expressas nos relatórios anuais mais recentes da Previ. Eles indicam a possibilidade de algumas mudanças na composição da carteira da entidade. Apesar de a alocação dos recursos ser ainda bastante significativa em ações, como visto, o relatório de 2013 reitera a estratégia apresentada em documentos anteriores, indicando que havia uma intenção de aumentar a liquidez dos ativos do PB1 – o mais importante deles –, com redução da alocação em renda variável. No entanto, o relatório alega que, "por fatores de mercado e regulatório, os cenários foram revisados, e alguns desses objetivos foram adiados" (Previ, 2013b). Indica-se que a queda nos preços das ações, o recrudescimento da inflação e a inflexão na política monetária, com elevação da taxa Selic, foram os principais responsáveis pelo adiamento dos planos. Nessa hora, percebe-se que os fundos de pensão se aproveitam do privilégio de contarem com um passivo em grande medida de longo prazo, não precisando realizar perdas com a venda de ações em momentos em que elas estão com cotações baixas.

Os relatórios apontam também para o desejo de aumento dos investimentos internacionais e imobiliários. Particularmente no tocante aos investimentos imobiliários, o documento deixa clara a intenção de aumentar o investimento em projetos de grande porte. Vale lembrar que o limite para a aplicação no setor imobiliário é de 8% dos ativos, de forma que a Previ ainda tem um espaço relativamente grande para crescimento dos investimentos neste setor. Ademais, o recurso aos fundos de investimento imobiliários também se apresenta como possibilidade.

Os investimentos estruturados são constituídos, principalmente, por fundos de *private equity*,[23] que investem em empresas com elevado potencial de crescimento e

23. De acordo com Costa (2014, p. 319), "*Private equity* é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento. Estes investimentos são realizados via fundos de *private equity*, geralmente, em empresas emergentes de maior porte com grande potencial. Em sua maioria são constituídos em acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado e sim mediante a colocação privada".

valorização. Em função da grande rentabilidade proporcionada por esses fundos no período recente, mas também por uma preocupação com o aumento da diversificação dos investimentos, o relatório explicita a intenção de aumento da alocação de recursos nessa modalidade de investimento. De toda maneira, a política de investimentos do relatório coloca limites máximo e mínimo para a participação de cada tipo de investimento, e a faixa prevista para os investimentos estruturados vai de 0,00% a 2,00%, revelando que, ainda que cresça, a participação destes investimentos continuará ainda bastante baixa se comparada àquela verificada nos outros fundos de previdência – para o total dos fundos, a alocação era de 3,2% em junho de 2014.

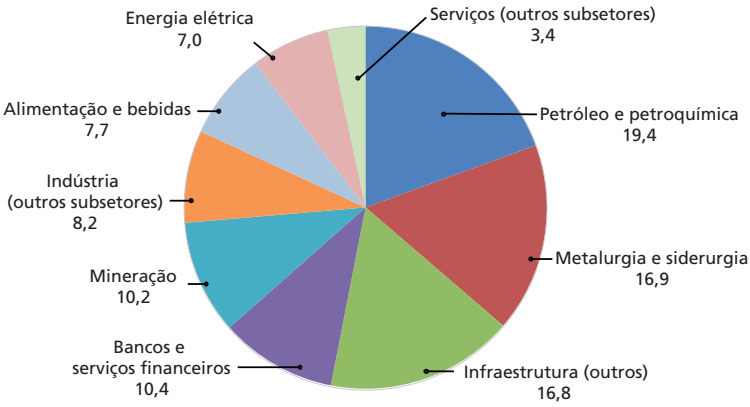
7.2 Petros

A análise da composição setorial das alocações da Petros fica um pouco prejudicada pela ausência de dados mais detalhados relativos aos fundos de investimento variável dos quais a entidade possui cotas. No que concerne às ações em carteira (não pertencentes, portanto, a fundos de investimento), foi possível, a partir dos relatórios anuais, alocar cada ação em um dos setores já definidos quando da análise da carteira da Previ.

Em 2004, a carteira de ações da Petros era da ordem de R$ 3,9 bilhões. Como mostra o gráfico 14, o setor preponderante era, à época, o de petróleo e petroquímica. Isto se explica pela atratividade das carteiras da Petrobras, mas também, indubitavelmente, pelo fato de esta empresa ser a patrocinadora do fundo em questão. Naquele ano, a entidade detinha R$ 606,6 milhões em ações da Petrobras. Além disso, recursos vultosos estavam alocados em ações da Vale (R$ 331,1 milhões), Tele Norte Leste (R$ 265,1 milhões), Itaubanco (R$ 209,9 milhões), Caemi Metalurgia (R$ 168,4 milhões), Perdigão (R$ 154,0 milhões), Cemig (R$ 124,4 milhões) e Usiminas (R$ 113,8). Assim como no caso da Previ, muitas dessas ações foram adquiridas no momento de privatização das empresas públicas, nos anos 1990.[24] Além do setor de petróleo e petroquímica, que responde por 19,4% da carteira acionária, têm também destaque na carteira os setores de metalurgia e siderurgia (16,9% da carteira acionária); infraestrutura – basicamente telecomunicações – (16,8%); bancos e serviços financeiros (10,4%); e mineração (10,2%), conforme o gráfico 14.

24. Para uma análise sobre a participação dos fundos de pensão no processo de privatização de empresas públicas, ver Rocha (2013).

GRÁFICO 14
Petros: composição setorial das ações (2004)
(Em % do valor da carteira de ações)



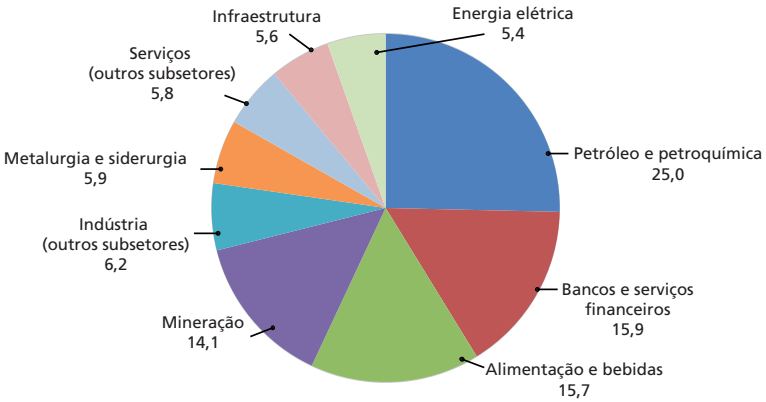
Fonte: Petros (2004).
Elaboração do autor.

Nos anos seguintes, a carteira de ações da Petros aumenta de forma expressiva, atingindo em 2007 o patamar de R$ 7,2 bilhões. São adquiridos volumes expressivos de ações da Perdigão – as ações da empresa na carteira da Petros atingem, no ano em questão, o valor de R$ 1,0 bilhão – e do Bradesco – valor em carteira de R$ 466,4 milhões. Associados à extraordinária valorização das ações de Vale e Petrobras, estes eventos fazem com que em 2007 os setores de petróleo e petroquímica (com 25% da carteira acionária), bancos e serviços financeiros (15,9%), alimentação e bebidas (15,7%) e mineração (14,1%) assumam os destaques absolutos da carteira (gráfico 15). O setor de infraestrutura, por seu turno, não acompanha este crescimento e perde mais de 10 p.p. em seu peso relativo – basicamente pela desvalorização e venda de ações do setor de telecomunicações.

Na contramão do verificado com outras entidades de previdência, a Petros ampliou muito sua carteira acionária nos anos seguintes. Entre 2007 e 2010, esta carteira praticamente dobra de valor, chegando a R$ 14,1 bilhões. Como mencionado na subseção anterior, a Petros aproveitou-se, em 2008 e 2009, do momento de baixa no mercado acionário para adquirir ações a custo reduzido. Nesse ano, comprou ações da ALL, Log-in, Lupatech, Romi, entre outras. Além disso, assim como a Previ, a entidade, que já era detentora de volumes expressivos de ações da Perdigão, participou do processo de constituição da BRF, alocando recursos volumosos na empresa – em

2010, a Previ detinha R$ 2,4 bilhões em ações da BRF. Em 2009 e 2010, o aumento da carteira acionária foi decorrente sobretudo da participação do fundo na capitalização da Petrobras e da aquisição de 12,7% das ações da Itaúsa.

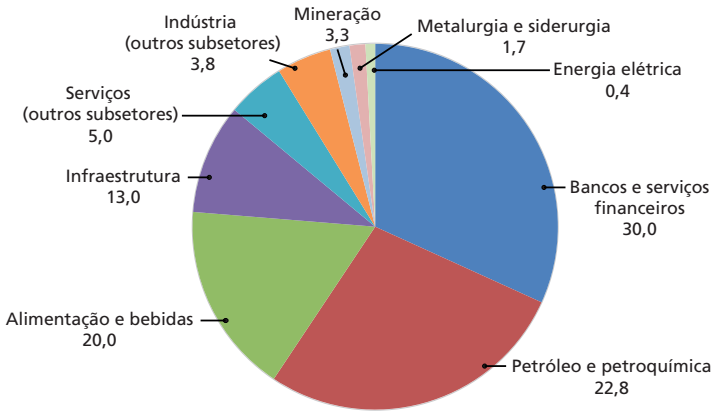
GRÁFICO 15
Petros: composição setorial das ações (2007)
(Em % do valor da carteira de ações)



Fonte: Petros (2007).
Elaboração do autor.

Em decorrência, os setores de bancos e serviços financeiros e de alimentação e bebidas ganham muita importância, passando a representar, respectivamente, 30,0% e 20,0% da carteira acionária da Petros; e o setor de petróleo e petroquímica mantém participação elevada, respondendo por 22,8% da carteira (gráfico 16). O setor de infraestrutura recupera espaço pelas aquisições supracitadas de ações da ALL (empresa de logística com atuação importante no ramo ferroviário) e da Log-in, mas também pela aquisição de ações da Invepar e da Telemar (controladora da Oi). Nesse último caso, a Petros – assim como a Funcef – comprou ações da Telemar em leilão realizado em 2010 pela BNDESPar que lhe transferiu 10% do capital com direito a voto desta controladora.

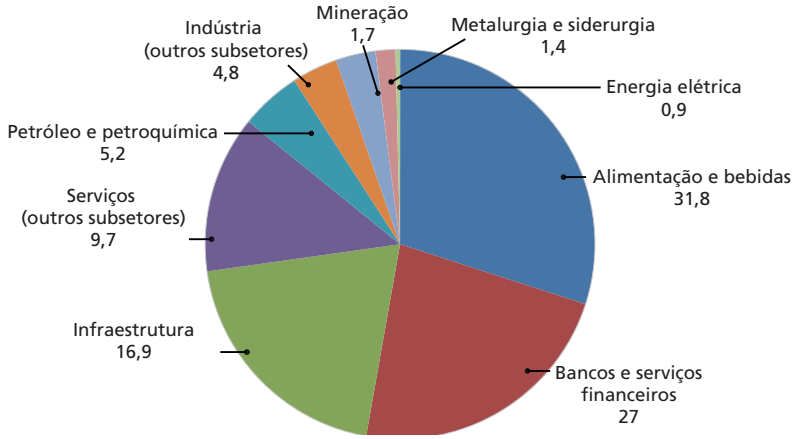
GRÁFICO 16
Petros: composição setorial das ações (2010)
(Em % do valor da carteira de ações)



Fonte: Petros (2010).
Elaboração do autor.

Em 2013, a carteira acionária da Petros acumulava R$ 18,7 bilhões. Como mostra o gráfico 17, o setor de alimentação e bebidas passou a ser o mais relevante (31,2% dos ativos em questão), em função, sobretudo, das ações da BRF, cujo montante ultrapassa a marca dos R$ 5 bilhões, mas também pela detenção de um grande volume de ações da JBS (R$ 739,8 milhões), empresa especializada em carne bovina. O setor de bancos e serviços financeiros mantém um peso muito grande (27%), assentado principalmente sobre o volume de R$ 4 bilhões de ações da Itaúsa. O setor de infraestrutura continua ganhando relevância, devido a uma nova rodada de compra – e decorrente valorização – da Invepar; no ano em questão, as ações desta companhia na carteira da Petros chegaram à marca de R$ 2,7 bilhões. O setor de serviços passou a representar 9,4% da carteira, em razão de um relevante aumento, em 2012, na participação acionária da entidade na companhia prestadora de serviços de análises clínicas Diagnósticos América – em 2013, a Petros detinha R$ 493,8 milhões em ações da empresa. O setor de petróleo e petroquímica perde participação em função da intensa queda no preço das ações da Petrobras – em 31 de dezembro de 2010, a ação Petrobras PN era cotada em R$ 27,29, enquanto em 30 de dezembro de 2013 ela estava em R$ 17,08.

GRÁFICO 17
Petros: composição setorial das ações (2013)
(Em % do valor da carteira de ações)



Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

Ao longo do período estudado, notam-se, portanto, como aspectos centrais:

- a perda de importância dos setores de petróleo e petroquímica (de 19,4% da carteira acionária da Petros, em 2004, para 5,2%, em 2013) e de metalurgia e siderurgia (de 16,9%, em 2004, para 1,4%, em 2013); e
- o expressivo aumento no peso do setor de bancos e serviços financeiros (de 10,4%, em 2004, para 27,0%, em 2013) e, principalmente, de alimentação e bebidas (de 7,7%, em 2004, para 31,8%, em 2013).

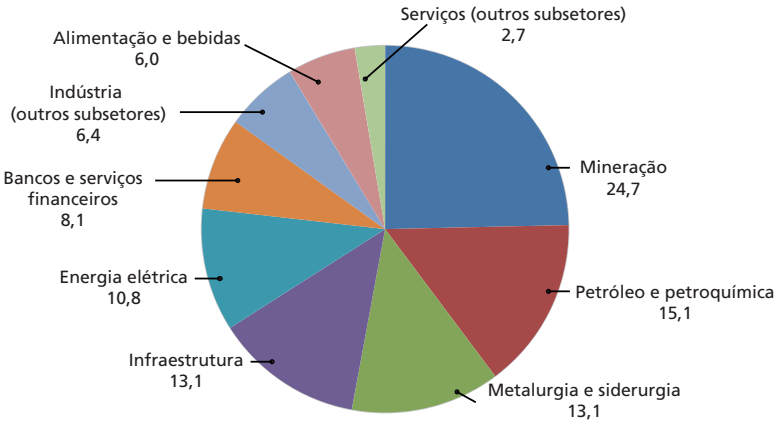
Como feito para a Previ, vale aqui a ressalva de que as ações analisadas são meramente aquelas detidas diretamente na carteira da Petros. Além delas, é necessário avaliar também os fundos de investimento de renda variável que contêm ações, para permitir conclusões mais rigorosas sobre a composição dos investimentos setoriais realizados pela entidade.

Em 2004, considerando-se também as ações detidas pela Petros por meio de fundos de investimento, chega-se a um montante de R$ 5,0 bilhões.[25] Os fundos

25. Esse volume diz respeito às ações detidas diretamente na carteira da Petros e aos fundos de investimento em renda variável para os quais é possível identificar o setor prioritário de investimento, já que alguns fundos são mais opacos ou diversificados. No entanto, para efeitos da percepção da composição setorial dos investimentos, isto não tem grande relevância, pois para os fundos mais importantes do ponto de vista do volume de recursos foi possível identificar os investimentos prioritários.

de investimento em renda variável relevantes para a análise em curso eram dois: *i)* Carteira Ativa II, com ações da Litel (Vale), no valor de R$ 844,5 milhões; e *ii)* Bonaire,[26] com ações sobretudo da CPFL, no valor de R$ 273,4 milhões. Com isso, a composição setorial dos investimentos da Petros que contemplam as ações em carteira, mas também esses fundos de investimento, tinha como setor principal, em 2004, o de mineração, com 24,7% dos ativos em questão (gráfico 18).

GRÁFICO 18
Petros: composição setorial das ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável (2004)
(Em %)

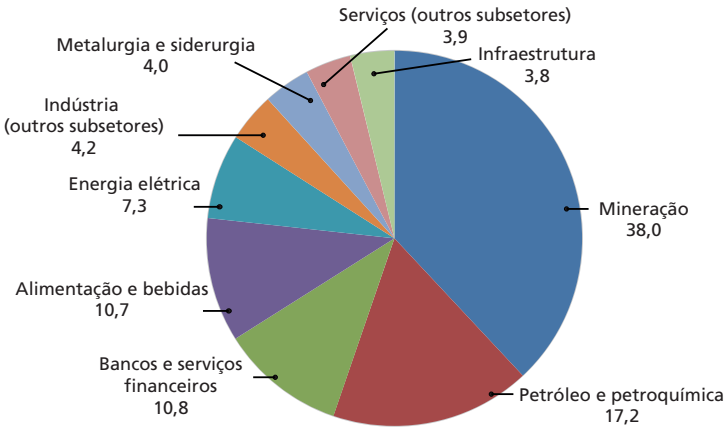


Fonte: Petros (2004).
Elaboração do autor.

Em 2007, as ações detidas diretamente em carteira e aquelas detidas por meio dos fundos de investimento em renda variável somavam R$ 10,6 bilhões. Os fundos mais relevantes continuaram associados aos setores de mineração e energia elétrica. O fundo Carteira Ativa II atingiu, em 2007, o valor de R$ 3,0 bilhões, e o fundo Energia São Paulo, que passou a ser o detentor das ações da CPFL, valia nesse ano R$ 386,2 milhões. Associada aos movimentos ocorridos na carteira acionária propriamente dita, analisados anteriormente, esta valorização do fundo detentor de ações da Litel fez com que a participação do setor de mineração se ampliasse ainda mais, chegando a 38% dos ativos em questão (gráfico 19).

26. A Bonaire é uma empresa criada em 1997, quando da privatização de diversas empresas públicas do setor de energia elétrica, e que conta com participação relevante como acionista da CPFL.

GRÁFICO 19
Petros: composição setorial das ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável (2007)
(Em %)

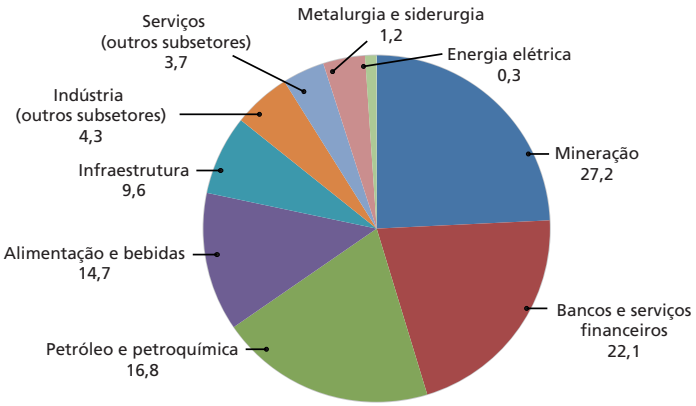


Fonte: Petros (2007).
Elaboração do autor.

Em 2010, a carteira em questão somava R$ 19,1 bilhões. O fundo Carteira Ativa II continuou se valorizando, apesar de em um ritmo menor, e chegou ao fim de 2010 com o valor de R$ 4,1 bilhões. O fundo Energia São Paulo, com ações da CPFL, foi registrado sob a rubrica dos investimentos estruturados, a serem analisados na tabela 12, ficando de fora, portanto, dos dados aqui apresentados. O setor de bancos e serviços financeiros, dados os já discutidos processos de aquisição e de valorização das suas ações, ganha importância adicional. Contudo, o setor preponderante segue sendo o de mineração (gráfico 20).

Em 2013, os ativos em questão atingem o valor de R$ 24,5 bilhões, contando com R$ 4,6 bilhões no fundo Carteira Ativa II (com ações da Vale, por intermédio da Litel) e R$ 0,8 bilhão em um fundo com ações da CPFL. Dados os eventos relativos às ações detidas diretamente em carteira – notadamente as aquisições de ações da BRF e da Itaúsa –, já discutidos, pela primeira vez o setor de mineração perde o posto de liderança. Ele é ultrapassado pelos setores de alimentação e bebidas (que passa a ter, em 2013, um peso de 24,3% nos ativos em questão) e de bancos e serviços financeiros (21,0%), conforme o gráfico 21.

GRÁFICO 20
Petros: composição setorial das ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável (2010)
(Em %)



Fonte: Petros (2010).
Elaboração do autor.

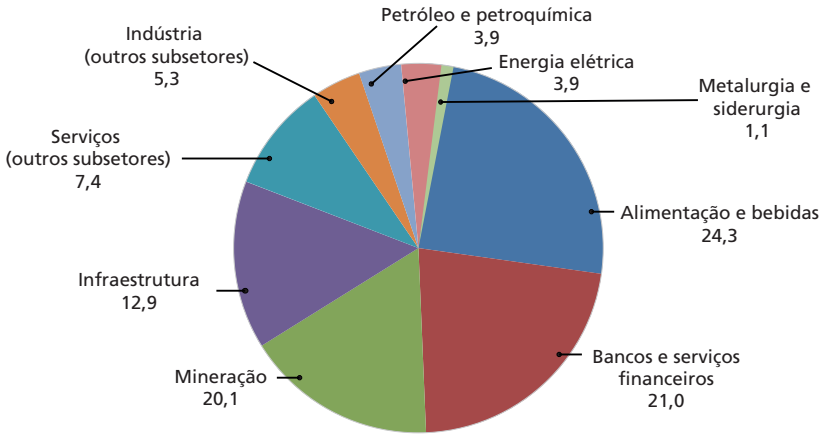
Em relação ao total da carteira, os investimentos da Petros que podem ser categorizados como setoriais – ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento em renda variável – tiveram aumento contínuo desde o início do período estudado, passando de 20,2% em 2004 para 37,4% em 2013[27] (tabela 10). Trata-se de uma porcentagem bastante inferior àquela verificada para a Previ (tabela 7), mas ainda assim relevante, sobretudo se comparada ao padrão dos demais fundos de previdência complementar, que contam com participação muito menor dos investimentos em renda variável.

Do ponto de vista da composição setorial, uma primeira percepção relevante é que não há na Petros uma concentração de recursos análoga àquela que verificada na Previ, entidade na qual o setor de mineração respondia, em 2013, por 22,7% de todos os investimentos. Na Petros, o setor líder conta com 9,1% do total da carteira, como mostra a tabela 10. O que chama atenção, no entanto, é que este setor líder seja o de alimentação e bebidas, que em 2004 respondia por somente 1,2% da carteira, mas que apresentou crescimento extraordinário no período em tela – fruto notadamente

27. As porcentagens em questão dizem respeito apenas aos investimentos setoriais categorizados como de renda variável, não contando as debêntures e os investimentos estruturados, que serão analisados nas tabelas 11 e 12. Como se verá, porém, os volumes alocados nestas rubricas são menos relevantes, não alterando de forma significativa o quadro aqui apresentado.

da participação da entidade na constituição da BRF, mas também da detenção de um montante relevante de ações da JBS.

GRÁFICO 21
Petros: composição setorial das ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável (2013)
(Em %)



Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

TABELA 10
Petros: composição setorial das ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável
(Em %)

Setores	2004	2007	2010	2013
Alimentação e bebidas	1,2	2,9	4,3	9,1
Bancos e serviços financeiros	1,6	2,9	6,4	7,9
Mineração	5,0	10,3	7,9	7,5
Infraestrutura (outros)	2,6	1,0	2,8	4,8
Indústria (outros subsetores)	1,3	1,1	1,3	2,0
Petróleo e petroquímica	3,1	4,7	4,9	1,5
Energia elétrica	2,2	2,0	0,1	1,5
Investimentos setoriais[1]/carteira total	**20,2**	**27,2**	**29,2**	**37,4**

Fonte: Petros (2004; 2007; 2010; 2013).
Elaboração do autor.
Nota: [1] Inclui ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável.

A tabela 10 mostra, ainda, que o setor de bancos e serviços financeiros e o setor de mineração respondem por parcelas importantes da carteira total (7,9% e 7,5%, respectivamente), e que o setor de infraestrutura aumentou bastante seu peso de 2007

em diante, chegando, em 2013, a 4,8% da carteira, como resultado sobretudo da atuação da Petros na Invepar.

Como visto, os investimentos setoriais da Petros – e das demais entidades de previdência complementar – são feitos de forma preponderante por meio de sua carteira de renda variável, por isso o destaque dado às ações e aos fundos de investimento em renda variável. Mas é evidente que essa atuação setorial pode se dar também, embora de forma marginal, pela aquisição de debêntures e pelos investimentos estruturados.

No que concerne às debêntures (conversíveis, não conversíveis e carimbadas), o montante detido pela Petros em 2013 era de R$ 368,7 milhões. Os principais valores estão destacados na tabela 11.

TABELA 11
Petros: debêntures em carteira – principais emissores (2013)
(Em R$ milhões)

Raizen	71,7
BR Towers	71,7
Vale	60,4
Lojas Americanas	42,1

Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

A Raizen é uma empresa de energia, e a BR Towers, de gestão de torres de telefonia, mostrando aquisições relacionadas ao setor de infraestrutura, mas não de forma exclusiva. Além destes, os relatórios dos últimos anos mostram também aportes relevantes de recursos da Petros em debêntures da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e da Invepar. Nota-se, no entanto, que, apesar de os valores não serem desprezíveis, a aquisição de debêntures é muito menos importante que as outras formas de investimentos setoriais.

No tocante aos investimentos estruturados, a principal modalidade utilizada pela Petros é a *private equity,* que, em 2013, somava R$ 3,7 bilhões, um montante, portanto, muito maior que aquele destinado às debêntures, mas também bastante aquém daquele alocado em ações ou fundos de investimento em renda variável. No ano em questão, os principais investimentos em *private equity* estão listados na tabela 12.

TABELA 12
Petros: principais investimentos em fundos de *private equity* (2013)
(Em R$ milhões)

FIP Sondas	733,4
Florestal	384,8
Brasil Energia	306,8
InfraBrasil	305,9
Multiner	249,3
AG Angra	240,2

Fonte: Petros (2013).
Elaboração do autor.

Como verificado para a Previ, a Petros teve participação importante no FIP Sondas, destinado à constituição da Sete Brasil, responsável pela construção de sondas de exploração do petróleo do pré-sal.

O aporte ao fundo Florestal está provavelmente ligado à fusão da empresa Eldorado, de papel e celulose, com a empresa Florestal, de reflorestamento, que contou também com recursos da Funcef e financiamento do BDNES. Os fundos Brasil Energia e Multiner estão ligados a investimentos no setor de energia. E o FIP AG Angra foi criado em 2006 pela AG Angra Investimentos (*joint venture* entre o grupo Andrade Gutierrez e a gestora Angra Partners), em conjunto com Petros, Funcef e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com o objetivo de investir em projetos de infraestrutura, notadamente nas áreas de logística (portos, aeroportos e ferrovias), água e saneamento, óleo e gás, e infraestrutura industrial.

Há, portanto, declaradamente, uma priorização de FIPs em infraestrutura. Alguns anos atrás, havia grande concentração em energia elétrica, mas com a intenção de aumentar a participação na cadeia de óleo e gás, e isto estava sendo feito, ao menos até a eclosão da operação Lava Jato. Além destes, um FIP que contou com um aporte importante (cerca de R$ 350 milhões) da Petros há alguns anos foi o Prot, cujo objetivo era investir na empresa JBS.

Os fundos de *venture capital* da Petros somavam, em 2013, apenas R$ 75,1 milhões, pulverizados em pequenas participações, de forma que sua análise é menos relevante para a observação dos investimentos setoriais da entidade.

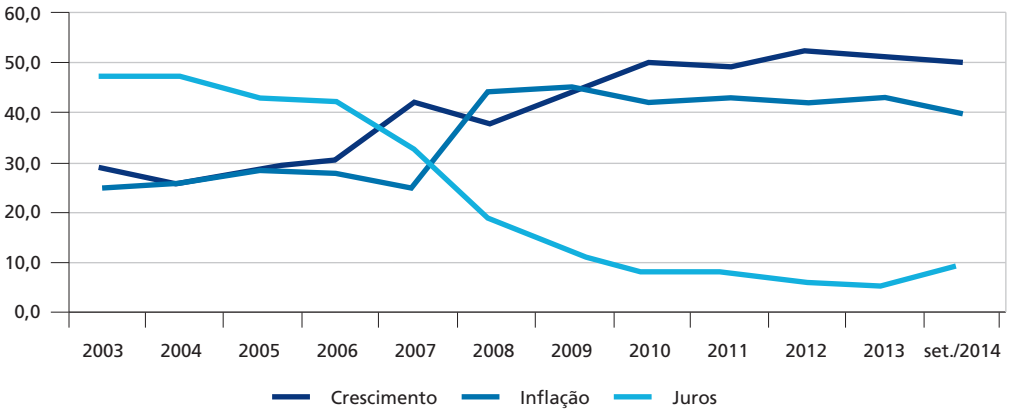
Em suma, percebe-se que os investimentos setoriais da Petros ocorrem notadamente: *i*) no setor de alimentação e bebidas, e no de bancos e serviços financeiros, por meio de ações; *ii*) no setor de mineração, por meio do fundo Carteira Ativa II; e *iii*) no setor de infraestrutura – sobretudo concessões de transporte (Invepar) e cadeia de óleo e gás (fundo Sondas) –, por meio de ações, fundos de investimento de renda variável e investimentos estruturados.

7.3 Funcef

Os relatórios da Funcef não apresentam de forma discriminada as ações detidas pela entidade, não sendo possível realizar uma análise da composição setorial de sua carteira de forma análoga ao que foi feito para Petros e Previ. No entanto, a junção de algumas informações publicadas nos relatórios com outras apresentadas no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, realizado na cidade de São Paulo pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), em 2014, permite algumas constatações interessantes.

A entidade realiza uma desagregação de seus investimentos que é bastante proveitosa, agrupando-os segundo os três principais determinantes da rentabilidade dos ativos: crescimento econômico, inflação e juros. No grupo dos ativos atrelados preponderantemente ao crescimento econômico, encontram-se as ações de empresas, os investimentos imobiliários e os fundos de participação. No grupo juros, encontram-se ativos atrelados a títulos de certificado de depósito interfinanceiro (CDI), vinculados à Selic. No grupo da inflação, são inseridos os ativos remunerados por índices de preços. É evidente que esta separação não é exatamente precisa, mas permite percepções relevantes. No gráfico 22, é possível notar uma clara tendência de queda nos ativos ligados aos juros. Se há pouco mais de dez anos eles representavam quase metade dos ativos da carteira da Funcef, inicia-se em 2004 uma trajetória de queda acelerada e contínua até 2010. Em contrapartida, os ativos ligados ao crescimento econômico aumentam de forma acentuada nesse mesmo período (2004-2010); e os ativos ligados à inflação têm um salto abrupto de 2007 para 2008 e, desde então, mantêm um patamar relativamente estável. Em realidade, desde 2010, a configuração permanece praticamente a mesma, com os ativos ligados ao crescimento representando cerca de metade da carteira, aqueles atrelados a preços respondendo por pouco mais de 40% e aqueles vinculados a juros oscilando de forma suave em um patamar inferior a 10%.

GRÁFICO 22
Funcef: investimentos segundo *proxies* dos determinantes de sua rentabilidade (2003-set./2014)
(Em % da carteira total)



Fonte: Pereira (2014).
Elaboração do autor.
Obs.: 1. Os ativos ligados ao crescimento econômico são as ações de empresas (renda variável), os investimentos imobiliários e os fundos de participação.
2. Os ativos ligados aos juros são aqueles atrelados ao CDI, vinculado à Selic.
3. Os ativos ligados à inflação são aqueles atrelados aos índices de preços.

Esse movimento reflete, em primeiro lugar, o grande aumento na participação da renda variável na carteira da Funcef em período de elevado dinamismo da economia e, em decorrência, do mercado acionário brasileiro (2004-2010), como visto. Em segundo lugar, revela o aumento da participação dos investimentos imobiliários na carteira da entidade – pelas novas aquisições, mas também pelo grande aumento nos preços dos imóveis. Em terceiro lugar, deixa indicada uma mudança importante na carteira de títulos públicos detidos pela Funcef, como se verá na seção seguinte.

No que diz respeito às ações, embora não seja possível analisá-las uma a uma, como feito para Previ e Petros, algumas informações importantes puderam ser extraídas dos relatórios. O dado mais relevante é que, em 2013, 16,2% dos investimentos do plano REG/Replan consolidado estão alocados em ações da Vale, o que significa algo em torno de R$ 7,7 bilhões. Isto está no fundo de investimento em ações Carteira Ativa II, composto de forma preponderante por ações da Litel Participações, o canal de investimento da entidade na Valepar, acionista da Vale. Segundo a Funcef:

> a participação da Fundação na Vale se deu em 1997, no âmbito do processo de privatização da companhia. Naquele momento, o ingresso da Funcef e de outros investidores foi orientado por acordo de acionista que impõe a permanência no bloco de controle do investimento até o ano de 2017 (Caser, 2015).

Adicionalmente, a Funcef detinha, em 2013, R$ 3,9 bilhões em ações em sua carteira, sendo R$ 2,7 bilhões na Invepar e R$ 0,5 bilhão na JBS. Notam-se, portanto, investimentos volumosos em ações também detidas pelos fundos supracitados, determinando uma participação setorial extremamente grande no setor de mineração, e uma alocação não desprezível nos setores de infraestrutura e alimentação.

Nos investimentos estruturados, a Funcef detinha, em 2013, R$ 3,0 bilhões em FIPs e R$ 0,6 bilhão em fundos imobiliários. Nos FIPs, deve-se destacar que a Funcef empregou R$ 1,4 bilhão no fundo Sondas em 2011 (para investimento na Sete Brasil), o que significou 17,7% das cotas do fundo. Percebe-se, portanto, uma ação conjunta da Funcef, da Previ e da Petros, em linha com as necessidades e as oportunidades geradas pela descoberta de petróleo na camada do pré-sal brasileiro.

Além do fundo de ações Carteira Ativa II (que concentra ações da Vale) e do fundo de participação Sondas, a Funcef detém cotas de outros fundos constantes também das carteiras de Previ e Petros, como o fundo de participação Florestal, o fundo de participação Global Equity e o fundo de participação Angra Infraestrutura.

Os relatórios anuais mais recentes, assim como a apresentação realizada no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão revelam uma clara intenção da Funcef de ampliar seus recursos alocados em fundos de participação ligados a investimentos em infraestrutura. Do total de cinquenta fundos que receberam investimentos até 2014, dezoito são ligados à infraestrutura, sendo os mais representativos indicados na tabela 13.

TABELA 13
Funcef: investimentos em FIPs ligados à área de infraestrutura
(Em R$ milhões)

FIP	Valor	Ano
Sondas	1.386	2011
Odebrecht – Foz do Brasil	300	2013
Brasil Energia	260	2005
Caixa Logística	220	2014
InfraBrasil	206	2006
Multiner	187	2008
Investidores institucionais	157	1997
RG Estaleiros	141	2010

Fonte: Pereira (2014).

Além dos fundos ligados à exploração de petróleo e gás, percebem-se alguns ligados às áreas de energia elétrica, saneamento e logística. Nota-se, também, que a maior parte dos investimentos foi realizada nos últimos dez anos.

Em realidade, os setores priorizados foram variando ao longo dos últimos dez anos, não apenas no que concerne à infraestrutura, mas em geral. Na apresentação realizada no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, em 2014, a própria Funcef destaca os setores eleitos em cada ano para os investimentos estruturados, como mostra o quadro 3.

QUADRO 3
Funcef: setores priorizados para os investimentos estruturados (2004-2013)

2004	Energia e têxteis.
2005	Energia.
2006	Energia, logística, saneamento e serviços.
2007	Serviços e tecnologia da informação (TI).
2008	Alimentos, energia, logística, construção civil e siderurgia.
2009	Florestas, energia, educação, construção civil e varejo.
2010	Serviços, florestas, energia, alimentos e construção civil.
2011	Serviços, petróleo e gás, portos, TI e biotecnologia.
2012	Serviços, petróleo e gás, logística e florestas.
2013	Infraestrutura e inovação.

Fonte: Pereira (2014).
Elaboração do autor.

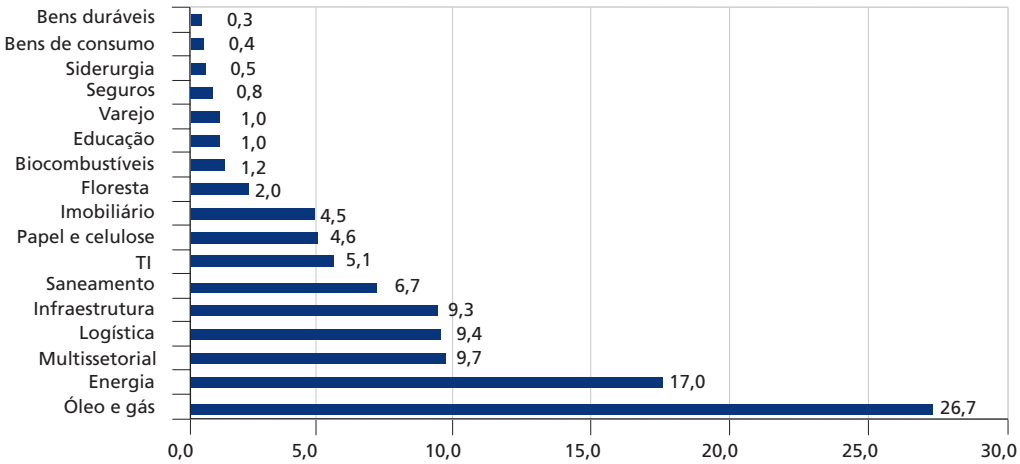
Como mudanças mais marcantes, nota-se o abandono da prioridade dada ao setor de energia, bem como o aumento da importância dada ao setor de serviços e, a partir de 2010, ao setor de petróleo e gás. De toda forma, nos investimentos estruturados, é inegável a importância conferida à infraestrutura. Em sua apresentação no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, a própria Funcef destaca que, dos quinze setores priorizados nos últimos dez anos, cinco são de infraestrutura.

De acordo com a apresentação mencionada, a Funcef já tinha, em setembro de 2014, um montante de R$ 6 bilhões comprometidos com FIPs, sendo R$ 3,7 bilhões em infraestrutura, o que corresponde a 62% do total.[28]

28. Dos R$ 6 bilhões de recursos comprometidos com FIPs, os investimentos já integralizados somavam R$ 4,9 bilhões, sendo R$ 1,5 bilhão em infraestrutura (31% do total).

A desagregação da carteira da Funcef revela que, em valor, mais de um quarto do capital comprometido em investimento estruturado está alocado em fundos ligados a oléo e gás. Energia (17,0%), logística (9,4%), infraestrutura (9,3%) e saneamento (6,7%) também possuem participações relevantes (gráfico 23).

GRÁFICO 23
Funcef: capital comprometido em investimentos estruturados, por setor (2014)
(Em %)



Fonte: Pereira (2014).
Elaboração do autor.

Em linha com a apresentação citada, o relatório anual de 2013 da Funcef também dá bastante destaque ao crescimento recente desses investimentos estruturados, mas também às perspectivas futuras, anunciando a intenção de aumentar a participação em fundos ligados aos ramos de geração de energia; óleo e gás; e concessionários de rodovias e aeroportos. Parte destes investimentos estará concentrada na empresa Norte Energia, com participação na construção de Belo Monte, e na Invepar, concessionária do setor de transportes. A meta anunciada é que a carteira de investimentos estruturados atinja 16,1% da carteira total da Funcef já em 2018 – em setembro de 2014 ela era da ordem de 10% da carteira.

Na política de investimento da entidade para o quinquênio 2015-2019, fica explícita a intenção de continuar a trajetória de alongamento de prazos e de priorização de ativos atrelados ao crescimento econômico e à inflação, para reduzir a dependência dos ativos atrelados a juros pós-fixados (Selic). O documento indica que o cenário

macroeconômico tem desestimulado investimento em renda variável, gerando o desejo de elevação das carteiras de renda fixa – não atrelados à Selic, como se verá – e de investimentos imobiliários. No tocante à renda fixa, declara-se também a intenção de aumentar o investimento em debêntures. Fica nítida uma estratégia de ampliar os investimentos no exterior, inicialmente, por meio de "fundos de fundos", nos quais um gestor especializado e com atuação internacional faria a seleção de fundos de investimento em *private equity* no exterior.[29]

No maior dos planos da Funcef, o REG/Replan consolidado, o objetivo é que a participação dos investimentos de renda fixa suba cerca de 3 p.p., chegando a 48,8% da carteira ao final de 2019. Para a renda variável, por sua vez, a participação já caiu mais de 7 p.p. entre 2010 e 2014, e o intuito é reduzi-la em 3,5 p.p. adicionais, atingindo menos de 26% da carteira em dezembro de 2019. Os investimentos estruturados deverão chegar ao fim do quinquênio com cerca de 15% da carteira. E a meta para os investimentos no exterior é de 0,7% da carteira ao final de 2019.

8 PREVI, PETROS E FUNCEF: TÍTULOS PÚBLICOS (PERFIL E GESTÃO)

Os títulos públicos continuam representando parcela importante das carteiras dos fundos de previdência complementar. Com risco reduzido e remuneração elevada, são ativos apropriados a uma gestão conservadora, mas com boas chances de atingir as metas atuariais definidas. Como discutido nas seções anteriores, Previ, Petros e Funcef, em função de suas características (fundos fechados, grandes, maduros e ligados a empresas públicas), gerem suas carteiras de forma bem menos conservadora que o conjunto das demais entidades de previdência complementar, mas, ainda assim, têm nos títulos públicos um importante porto seguro. A despeito disso, a gestão e a composição destes títulos públicos sofrem variações ao longo do tempo, justificando uma análise mais detalhada desta carteira. No que diz respeito à gestão dos títulos, é importante verificar dois aspectos: *i*) se eles são mantidos diretamente em carteira ou em fundos

29. "Inicialmente serão selecionados fundos de fundos como forma de adquirir a *expertise* de seleção de fundos de gestores internacionais e promover uma ampla diversificação temporal, setorial, regional e de estratégias primárias e secundárias com um volume de recursos limitados. Na medida em que houver transferência de tecnologia de análise e seleção de gestores temáticos, seria implementada a segunda fase da estratégia de realizar seleção diretamente de tais gestores" (Funcef, 2014).

de investimento em renda fixa; e *ii*) se eles são mantidos até o vencimento (marcação na curva) ou se estão disponíveis para negociação (marcação a mercado). No tocante à composição desses títulos, é importante investigar: *i*) indexadores; e *ii*) maturidade.

8.1 Previ

Como visto na seção 7, as entidades de previdência complementar têm aumentado a participação dos recursos alocados em fundos de investimento. Isto ocorre com os investimentos de renda variável, como demonstrado na seção anterior, mas também com aqueles de renda fixa. Este processo foi gradual ao longo dos últimos dez anos, mas se acelerou no período mais recente. Na Previ, ele vem sendo levado ao paroxismo, com os títulos públicos em carteira tendo sido praticamente zerados já em 2013 – como visto na tabela 6, os títulos públicos representavam 8,1% da carteira total dos planos PB1 e Previ Futuro em 2010 e, em 2013, equivaliam a apenas 0,1% da carteira (R$ 131 milhões).

Isso não significa, no entanto, uma redução do peso dos títulos públicos na carteira da Previ – e das demais entidades –, mas apenas uma nova forma de alocá-los. Os relatórios da Previ publicam a porcentagem da rubrica fundos de investimento em renda fixa que é alocada em títulos de responsabilidade do governo federal, e esta porcentagem gira sempre em torno de 90%. Em 2013, com a alocação de mais um montante bastante volumoso de títulos públicos nesses fundos de investimento, esta porcentagem chegou, no PB1, a 99,9%. Entrevistas com gestores de entidades de previdência apontaram que a motivação maior desse recurso à colocação de títulos públicos sob o guarda-chuva de fundos de investimento (muitas vezes exclusivos) é a ampliação da liquidez desses ativos.

Com relação à precificação desses ativos, a Resolução do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) nº 4/2002 permite que as entidades de previdência complementar optem pela forma de avaliação dos títulos públicos detidos. Estes títulos podem ser classificados nas categorias *para negociação* (marcados a mercado) ou *mantidos até o vencimento* (marcados na curva):

> no primeiro caso, os títulos têm que ser contabilizados pelo valor de transação de títulos equivalentes no mercado, sofrendo as oscilações deste mercado. No segundo caso, os títulos são contabilizados pela "curva do papel", ou seja, pela apropriação, mês a mês, das taxas de correção e de juros previstas no título (Previ, 2004b).

Em 2004, a Previ passou a fazer esse tipo de classificação, mantendo, inicialmente, uma porcentagem maior de títulos para negociação. Em um processo gradual de inversão destas participações, os títulos marcados a mercado e marcados na curva praticamente se equivalem em 2007 (R$ 18,8 bilhões e R$ 18,5 bilhões, respectivamente). Em 2008, os títulos mantidos até o vencimento se tornam preponderantes (R$ 19,1 bilhões contra R$ 17,8 bilhões), processo que continua até 2013, quando os títulos até o vencimento superam largamente aqueles para negociação (tabela 14).

TABELA 14
Previ: títulos públicos classificados segundo a forma de avaliação (2007-2013)
(Em R$ bilhões)

Ano	Títulos para negociação	Títulos mantidos até o vencimento
2007	18,8	18,5
2008	17,8	19,1
2009	16,4	24,1
2010	15,0	26,7
2011	15,0	28,4
2012	14,7	31,1
2013	13,1	32,5

Fonte: Previ (2007; 2008a; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013a).
Elaboração do autor.

De acordo com o próprio relatório da Previ, essa tendência configura uma gestão mais conservadora, que, reduzindo os efeitos de oscilações do mercado sobre a avaliação dos títulos detidos em carteira, resguarda a rentabilidade dos participantes. Esta estratégia é diferente para os distintos planos da entidade, já que o plano Previ Futuro tem poucos participantes aposentados, permitindo uma classificação com participação maior dos títulos para negociação.

Associadas a essa estratégia de aumento da parcela de títulos mantidos até o vencimento, estão outras duas tendências, relacionadas ao perfil desses títulos públicos. A primeira delas é o aumento dos títulos indexados a índices de inflação, em detrimento daqueles remunerados pela Selic. A segunda é o aumento do prazo de vencimento destes títulos.

Como indica a Previ:

> até março de 2003, a carteira de renda fixa vinha sendo composta basicamente por títulos públicos atrelados à taxa Selic (letras financeiras do tesouro – LFTs). A partir daí, a gestão iniciou um processo de troca gradual por títulos públicos indexados aos índices de preço, especificamente o IGP-M [Índice Geral de Preços do Mercado] e o IPCA (Notas do Tesouro Nacional – NTNs, séries C e B, respectivamente).

Em realidade, as LFTs são sempre classificadas na categoria dos títulos para negociação, já que se trata de um título pós-fixado. Nos títulos mantidos até o vencimento, por sua vez, são alocadas unicamente as NTNs, remuneradas pelos índices de inflação, mas que contam também com uma taxa de juros adicional que é prefixada. Assim, o aumento da importância dos títulos mantidos até o vencimento está inerentemente associado ao aumento das NTNs.

Os motivos alegados pela entidade são três. Em primeiro lugar, o pagamento semestral de cupons que caracteriza a forma de remuneração das NTNs. Em segundo lugar, a estreita correlação entre a rentabilidade das NTNs (séries B e C) e a meta atuarial dos fundos de previdência, já que ambas são baseadas em índices de preços. E, em terceiro lugar, uma expectativa dos mercados desde a primeira metade da década dos 2000 de que a taxa Selic passaria por uma longa trajetória de queda.

É importante perceber, no entanto, que por mais que as NTNs fossem de fato apropriadas pelas entidades de previdência complementar e que elas tenham efetivamente participação ativa nesse processo de alteração da composição de sua carteira de títulos públicos, o processo não pode ser entendido por completo sem considerar também o esforço do governo federal para alterar a composição da dívida pública mobiliária. Como aponta Lopreato (2014, p. 273):

> a STN [Secretaria do Tesouro Nacional] passou a gerenciar o conjunto da dívida pública (interna e externa), ganhou *expertise* no manejo das operações de colocação e resgate dos títulos e adotou a estratégia de gestão direcionada a alongar o perfil da dívida e a ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados à inflação, condizente com a prática internacional.

Nesse sentido, entre 2003 e 2005, já há uma mudança abrupta na participação desses indexadores. Em 2003, a carteira de renda fixa da Previ contava com 75,4% de seus

ativos remunerados pela Selic, 13,0% pelo IGP-M, 0,0% pelo IPCA e 1,6% prefixado. Em 2005, o peso dos ativos atrelados à Selic já havia caído para 50,8%, e aquele dos títulos ligados ao IPCA já atingia 33,3% dos ativos de renda fixa, com outros 11,7% ligados ao IGP-M e 1,3 prefixados. Em 2006, os ativos remunerados pelo IPCA se tornam preponderantes, representando 44,2% do total de renda fixa, enquanto aqueles atrelados à Selic respondiam por 40,1%; ao IGP-M, 10,0%; e prefixados, 3,0%.

Essa transição se reforça nos anos seguintes, com o crescimento gradual da participação das NTNs-B em detrimento das LFTs. Se em 2007 a Previ ainda matinha R$ 8,7 bilhões em LFTs, este montante vai decrescendo de forma acelerada e, em 2011, ele não chegava sequer aos R$ 200 milhões.

Pelos últimos dados disponíveis, relativos a 2013, houve certo retrocesso nessa tendência, já que, a despeito de a Previ contar com apenas R$ 5 milhões em LFTs em sua carteira, ela detinha R$ 3,0 bilhões em operações compromissadas.[30] De toda forma, as NTNs-B são absolutamente preponderantes, tendo atingido o patamar de R$ 37,6 bilhões.

Como último movimento associado às mudanças debatidas, deve-se destacar um inequívoco alongamento dos prazos dos títulos públicos mantidos pela Previ. Se na categoria dos títulos para negociação são majoritários aqueles com vencimento entre um e cinco anos, na dos títulos mantidos até o vencimento preponderam aqueles com prazos maiores. Em 2013, dos R$ 13,1 bilhões deixados para negociação, R$ 3,3 bilhões tinham vencimento entre zero e um ano; R$ 4,3 bilhões, entre um e cinco anos; e R$ 3,3 bilhões (exclusivamente NTNs-B e C) acima de quinze anos. Dos R$ 32,5 bilhões mantidos até o vencimento, R$ 1,1 bilhão venceria em até um ano, e R$ 15,6 bilhões tinham vencimento superior a quinze anos.

8.2 Petros

A análise realizada para a Previ facilita bastante as discussões relativas à Petros e à Funcef, embora as tendências observadas não sejam exatamente as mesmas. Ao contrário da

30. Segundo Lopreato (2014, p. 281), as operações compromissadas guardam "ares semelhantes ao observado na fase em que toda a riqueza financeira girava no *overnight*, uma vez que os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à taxa Selic, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos títulos públicos de longo prazo (Selic)".

Previ, a Petros foi ao longo dos últimos dez anos ampliando a parcela de sua carteira de títulos públicos classificada como para negociação. Ademais, a preponderância absoluta das NTNs com prazos mais longos já estava consolidada desde ao menos 2004. Naquele ano, a Petros detinha R$ 12,3 bilhões em títulos mantidos até o vencimento, contando, nessa categoria, unicamente com NTNs; desse montante, dois terços tinham vencimento superior a quinze anos. Na categoria para negociação, a entidade mantinha um volume irrisório, de R$ 20,5 milhões.

Em 2007, os títulos mantidos ainda eram preponderantes, somando R$ 14,3 bilhões, mas aqueles para negociação já alcançavam o valor de R$ 1,0 bilhão. Quanto aos prazos de vencimento, os marcados na curva (novamente apenas NTNs) mantiveram a proporção de dois terços com vencimento superior a quinze anos, enquanto os marcados a mercado tinham, em sua maioria, vencimento entre um e cinco anos.

A grande inversão nesse perfil de classificação ocorreu, porém, em 2010, quando R$ 15,4 bilhões em NTNs-B alocados na categoria até o vencimento foram remarcados como para negociação e permutados com a STN por títulos com outros vencimentos. Com isso, 90% destes títulos passaram a ter um vencimento superior a dez anos. De acordo com o relatório de 2010, a permuta foi benéfica para a entidade, não só por ter resultado em um ganho de R$ 866 milhões, mas também porque "possibilitou à Petros deter ativos líquidos, podendo adequar melhor as necessidades de liquidez dos planos e angariar oportunidades de mercado" (Petros, 2011b, p. 53). Com isso, os títulos mantidos até o vencimento reduziram-se ao valor de R$ 1,3 bilhão.

Em 2013, esse perfil se mantém, e apenas R$ 1,6 bilhão é classificado na categoria mantidos até o vencimento, enquanto R$ 14,5 bilhões estão registrados como para negociação.

Na Petros, não se nota de forma tão clara a tendência verificada na Previ de alocação dos títulos públicos em fundos de investimento de renda fixa. A carteira da entidade possuía, em 2013, R$ 16,1 bilhões de títulos públicos em carteira própria, enquanto os fundos de renda fixa somavam R$ 10,3 bilhões. Por sua vez, a tendência à preponderância das NTNs chegou ao limite, já que estas notas do Tesouro compõem a totalidade da carteira de títulos.

8.3 Funcef

Na Funcef, à semelhança da Previ, os títulos foram quase que integralmente transferidos para fundos de investimento de renda fixa. Como indica o relatório de 2013:

> os recursos alocados em carteira própria no segmento de renda fixa na categoria títulos para negociação (títulos públicos, títulos de créditos bancários e corporativos) e os títulos públicos mantidos até o vencimento foram transferidos para fundos de investimentos (FI) exclusivos e os recursos alocados no segmento de renda variável para fundos de investimentos em ações (FIA) exclusivos. Os investimentos permanecem sob a gestão da Funcef e a administração é da Caixa (Funcef, 2013, p. 112).

Isso explica o imenso crescimento dos fundos de investimento verificado em 2013, tendo em vista que, no agregado (renda fixa e variável), eles passam de R$ 20,8 bilhões em 2012 para R$ 43,4 bilhões em 2013, chegando à incrível participação de 78,9% da carteira consolidada.

De toda forma, ainda que sob a forma de fundos de investimento, os títulos públicos mantêm um peso imenso na carteira da entidade. Em 2013, eles somavam R$ 18 bilhões, o equivalente a 32,7% da carteira consolidada da Funcef.

Assim como na Previ, a preponderância é de títulos mantidos até o vencimento. Em 2013, eles somavam R$ 15,5 bilhões (cerca de dois terços com vencimento superior a dez anos), enquanto aqueles para negociação atingiam o valor de R$ 2,5 bilhões (quase metade com vencimento entre zero e um ano). Como nos outros planos, a tendência tem sido de enxugamento das LFTs, com preponderância absoluta das NTNs-B, e de alongamento dos prazos.

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conjunto das entidades de previdência complementar adota uma gestão bastante conservadora de seus recursos, alocando parcelas expressivas de suas carteiras em renda fixa – notadamente em títulos públicos (De Conti, 2016). Percebeu-se, porém, que as três maiores entidades de previdência complementar do país – Previ, Petros e Funcef – reuniam características que resultavam em uma postura menos conservadora e mais propensa a formas alternativas de investimento. Dado que estas três entidades detêm,

em conjunto, recursos que em 2013 ultrapassavam R$ 290 bilhões, verificou-se a pertinência de estudos concentrados sobre as carteiras destas três entidades. Este texto concentrou-se, portanto, nestas carteiras, permitindo conclusões mais rigorosas sobre a forma como os três grandes fundos de previdência do Brasil alocam seus recursos e sobre as tendências para os próximos anos.

Em primeiro lugar, é bom que se destaque que, apesar da postura menos conservadora, se comparada àquela dos demais fundos de previdência, Previ, Petros e Funcef também detêm parcelas bastante relevantes de seus recursos alocados em títulos públicos federais. Na Previ e na Petros, esta participação era em 2013 da ordem de um quarto da carteira total (26,8% e 24,6%, respectivamente), chegando, na Funcef, a quase um terço da carteira total (32,7%). Esta postura é facilmente compreensível pela segurança, liquidez e rentabilidade oferecida por estes títulos, que normalmente permitem às entidades atingirem as metas atuariais de seus planos sem exposição a risco.

No que concerne ao *perfil* dos títulos, dois movimentos foram marcantes no período estudado.

1) Do ponto de vista dos *indexadores*, uma liquidação das LFTs, atreladas à taxa Selic, e uma preponderância quase absoluta das NTNs-B, atreladas ao IPCA. Isto se explica pelo desejo da STN de redução da exposição da dívida pública mobiliária federal aos movimentos da taxa Selic, mas também à pertinência desta troca para os fundos de previdência. Por um lado, as EFPCs já esperavam, desde a primeira metade da década de 2000, uma queda no patamar da taxa Selic, de forma que o abandono dos títulos pós-fixados lhes era conveniente. Por outro lado, a meta atuarial é calculada com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), do IBGE, tornando atraentes os títulos atrelados a índices de preço, como são as NTNs.
2) Do ponto de vista dos prazos, houve um nítido alongamento. Convém destacar, portanto, que as EFPCs aceitaram um alongamento nos prazos de seus ativos, mas este alongamento ficou restrito à carteira de títulos públicos, não se refletindo da mesma maneira nas demais modalidades de investimento.

Ainda no tocante aos títulos públicos, foi nítido um movimento da Petros na direção oposta àquela tomada por Previ e Funcef no que diz respeito à classificação dos títulos segundo a forma de avaliação e precificação. Enquanto a Petros foi gradualmente ampliando a parcela de títulos públicos para negociação (os chamados marcados a mercado), a Previ e a Funcef fizeram, nos últimos anos, a trajetória contrária, detendo

hoje a maior parte de seus títulos públicos na categoria mantidos até o vencimento. Com isso, a Petros está mais sensível às oscilações do mercado, sejam elas positivas, sejam negativas.

Como último aspecto, percebeu-se que a Petros é a única das três entidades que mantém parte importante de seus títulos diretamente em carteira – embora esteja também realizando um movimento de realocação de títulos para fundos de investimento. A Previ e a Funcef, por sua vez, praticamente zeraram os títulos detidos em carteira, colocando-os em fundos de investimentos (geralmente exclusivos) de renda fixa.

Em realidade, essa tendência de acelerada ampliação da participação dos fundos de investimento foi verificada na Previ e na Funcef não apenas na renda fixa, com os títulos públicos, mas também na renda variável. Ao fim de 2013, os fundos de investimento representavam 58,7% dos ativos da Previ e, na Funcef, chegavam ao elevado patamar de 78,9% dos ativos. A explicação para isso está na terceirização da gestão de parte da carteira, mas também no objetivo de aumentar a liquidez dos ativos. Na Petros, apesar de crescente, a participação dos fundos de investimento ainda é bem menor, chegando, nesse mesmo ano, a 33,7%.

No que diz respeito às ações detidas diretamente em carteira (desconsiderando os fundos de investimento), as conclusões são as listadas a seguir.

1) No período recente, Previ e Petros ampliaram muito a participação do setor de alimentação e bebidas em sua carteira. Na Previ, ele é responsável por 27,8% das ações detidas diretamente em carteira, desconsiderando-se os fundos. Na Petros, ele já aparece como o setor líder, com peso de 31,8% nas ações detidas diretamente em carteira. Isto não se explica por uma predileção pelo setor em si, mas, principalmente, pela participação dessas entidades no processo de conformação de dois grandes grupos nacionais: Ambev, em 2003; e BRF, em 2009 – este último envolvendo montantes bastante elevados de recursos. Petros e Funcef também têm um montante relevante de ações da JBS.
2) O setor bancário e financeiro também tem peso extremamente relevante nas carteiras acionárias dessas três entidades, aparecendo como o setor líder na Previ (30,1%) e segundo colocado na Petros (27,0%). Esta participação teve tendência de aumento ao longo do período estudado. As ações mais importantes são aquelas de BB, Bradesco, Itaú e Itaúsa.

3) Previ e Funcef têm procurado gradualmente reduzir a participação das ações em suas carteiras.

4) As operações acionárias realizadas pelas EFPCs são bastante distintas daquelas realizadas por fundos especulativos, já que as ações são, em geral, carregadas por longos prazos. Na gestão da carteira acionária, as EFPCs usufruem do benefício de terem um passivo preponderantemente de longo prazo e um ativo diversificado, não tendo necessidade de vender ações em momentos de crise e baixos preços no mercado acionário. Ao contrário, a Petros aproveitou o momento de baixa, em 2008 e 2009, para adquirir novas ações.

Quando incorporamos na análise os fundos de investimento em renda variável que também contêm relevantes participações acionárias, as conclusões são as seguintes.

1) As três entidades aqui estudadas possuem fundos com recursos bastante expressivos na Litel, veículo de investimento na Valepar, controladora da Vale. Estes fundos, configurados no momento da privatização da companhia, foram ampliados nos anos 2000, e ainda hoje representam parcelas bastante significativas do total das carteiras destas entidades. Em decorrência, quando esses fundos são agregados à análise dos investimentos setoriais, a mineração aparece como o setor líder na Previ, com 39,2% da carteira que contempla ações e fundos com investimento em ações, e como o terceiro setor mais importante na Petros, com 20,1% dessa carteira. Na Funcef, não é possível realizar os mesmos cálculos, em função da indisponibilidade de dados relativos ao conjunto de ações detidas pela entidade. Mas sabe-se que, em 2013, 16,2% dos investimentos do plano REG/Replan consolidado, o maior deles, estão em ações da Vale.

2) O setor de energia elétrica também tem peso relevante nos fundos de investimento de renda variável, notadamente em função de dois motivos. Em primeiro lugar, a Previ e a Petros possuem fundos que contêm ações da CPFL – a origem destes fundos também remonta ao período em que a empresa foi privatizada. Em segundo lugar, a Previ detém também um fundo que atingiu em 2013 o valor de R$ 5 bilhões, ligado à Neoenergia, empresa que tem participação na construção da usina de Belo Monte.

3) As entidades detêm fundos ligados à Invepar, empresa responsável por inúmeras concessões metroviárias, rodoviárias e aeroportuárias.

Por fim, quando agregamos ainda uma análise das debêntures e dos investimentos estruturados, constata-se o que segue.

1) Fica indicada uma priorização de setores ligados a projetos de infraestrutura, com recursos destinados às firmas Invepar, Norte Energia, Brasil Energia, InfraBrasil etc. Vale destacar o papel das três entidades na constituição do fundo Sondas, para investimento na Sete Brasil, responsável pela construção de sondas para a exploração do pré-sal.
2) Muitas vezes, a alocação de recursos dessas entidades em FIPs ou debêntures está associada a ações conjuntas entre elas e o BNDES (ou o BNDESPar), já que se trata de operações de investimento bastante volumosas, que requerem, portanto, o acesso a financiamentos de distintas fontes.
3) Embora crescentes, os volumes dessas entidades alocados em debêntures ou investimentos estruturados é ainda bastante pequeno se comparado ao total das carteiras. A Funcef se destaca pela maior participação dos investimentos estruturados (9,2% do Plano REG/Replan consolidado), enquanto a Previ é aquela com menor parcela alocada nesta modalidade (0,6% do PB1).

Percebe-se que as três entidades tiveram, ao longo das últimas décadas, papel relevante nos aspectos a seguir.

1) No processo de privatização das empresas públicas: as três entidades têm recursos muito expressivos em fundos de investimento ligados à Vale e à CPFL, além de ações de empresas de energia elétrica e telecomunicações de distintos estados.
2) Na configuração de grandes grupos nacionais: as entidades empregaram recursos no processo de configuração da Ambev, da BRF e de outros grandes grupos nacionais.
3) Nos investimentos em infraestrutura: as entidades têm participação relevante na Invepar, que venceu as concessões do Metrô Rio, do aeroporto de Guarulhos e da rodovia Raposo Tavares, entre outros; na AG Angra Investimentos; na Neoenergia e na Norte Energia, responsáveis pela construção da usina de Belo Monte; e no fundo Sondas, investidor da Sete Brasil.

No que diz respeito às possibilidades de investimentos em infraestrutura, o ano de 2007 é apontado pelas entidades como um marco, em função da volta dos leilões de concessão em infraestrutura e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Convém destacar, porém, que os recursos alocados em infraestrutura ainda são marginais se comparados ao total das carteiras de investimento das três entidades

analisadas. As comparações com o montante de recursos alocados em títulos da dívida pública indicam como estes ativos ainda são muito demandados mesmo por estas três entidades, mostrando também um espaço para potencial crescimento dos recursos direcionados a projetos de infraestrutura.

Nesse ínterim, vale destacar dois riscos. Em primeiro lugar, a chamada operação Lava Jato tem atingido diretamente as empresas e os grupos ligados a investimentos de infraestrutura, com impacto já evidente sobre o patrimônio e a rentabilidade desses fundos de pensão. Em segundo lugar, as três entidades têm declarado a intenção de elevar seus investimentos no exterior, como forma de diversificar seu portfólio. Alegam, inclusive, que o descasamento cambial pode ser benéfico, já que em cenários de crise da economia nacional estes ativos detidos no exterior poderiam valorizar-se pela mera elevação da taxa de câmbio, constituindo-se como eficientes instrumentos de proteção (*hedges*). Trata-se de uma potencial – e preocupante – janela de evasão de riqueza, que deve ser acompanhada com atenção nos próximos anos.

Diante do atual contexto político e macroeconômico – que, inclusive, tem gerado *deficit* para diversos fundos de previdência –, é possível que essas entidades reforcem o conservadorismo da gestão de seus portfólios.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE APOSENTADOS E PENSIONISTAS. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2003. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2004. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2005. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2006. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2007. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2008. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2009. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2010. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2011. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2012. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2013. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, jun. 2014. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

_____. **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2015. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>.

BASTOS, H. G. **O papel dos fundos de pensão na formação de *funding* no Brasil**. 2015. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 3.792. Brasília: BCB, set. 2009. Disponível em: <http://tinyurl.com/Res-3792>.

CASER, C. A. Sobre investimentos na Vale. **Funcef**, Brasília, 25 fev. 2015. Seção Notícias. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/noticias/sobre-investimentos-na-vale.htm>.

COSTA, F. N. Financiamento interno de longo prazo. *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; M. A. M. CINTRA (Org.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

DE CONTI, B. **Os fundos brasileiros de previdência complementar**: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. Brasília: Ipea, fev. 2016. (Texto para Discussão, n. 2175).

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2004. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2005. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2006. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2007. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2008. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2009. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2010. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2011. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2012. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

_____. **Relatório anual de atividades**. Brasília: Funcef, 2013. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/sobre-a-funcef/balancos/>.

KERR, L. S. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil**: os fundos de previdência complementar. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2014. (Relatório de iniciação científica).

LOPES, G. N. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros**. 2011. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

LOPREATO, F. L. C. Dívida pública: o limiar de mudanças? *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Org.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

PEREIRA, M. M. Visão de longo prazo: investimentos sustentáveis, em infraestrutura e private equity. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO, 35., 2014, São Paulo. **Anais**... São Paulo: CBFP, 2014. Disponível em: <http://cbfp.com.br/2014/wp-content/uploads/2014/11/Tema_21_MauricioMarcelliniPereira.pdf>.

PETROS – FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2004. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2005. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2006. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2007. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2008. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2009. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2010. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2011a. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Resultados e perspectivas** – relatório anual 2010. Rio de Janeiro: Petros, maio 2011b. Disponível em: <https://www.petros.com.br/cs/groups/public/documents/documento/d2nt/mdm3/~edisp/wcm037605.pdf>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2012. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

_____. **Relatório anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, 2013. Disponível em: <http://tinyurl.com/relatorios-petros>.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2004a. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. Números da Previ – Plano de Benefícios 1. **Relatório anual Previ,** Rio de Janeiro, 2004b. Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2004/PlanoBenef1.htm>.

_____. Números da Previ – Plano Previ Futuro. **Relatório anual Previ**, Rio de Janeiro, 2004c. Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2004/PlanoPrevFutu.htm>.

_____. Demonstrações contábeis 2004. **Relatório anual Previ**, Rio de Janeiro, 2004d. Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2004/DFNotasExp.htm>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2005. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2006. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2007. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2008a. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. Plano de Benefícios 1. **Relatório anual Previ,** Rio de Janeiro, 2008b. Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2008/plano_de_beneficio1.htm>

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2009. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2010. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2011. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2012. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. **Relatório anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, 2013a. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/relatorios/>.

_____. Decisões de investimento. **Relatório anual Previ,** Rio de Janeiro, 2013b. Disponível em: <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2013/decisoes-investimentos.html>.

PREVIDÊNCIA SOCIAL. Brasília: MPAS, n. 5, ano 3, jan./abr. 2013.

ROCHA, M. A. M. **Grupos econômicos e capital financeiro**: uma história recente do grande capital brasileiro. 2013. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. *In*: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CORREA, V. P. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 1995.

FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In*: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. (Org.). **Financiamento das corporações**. Brasília: Ipea, 2013.

RAIMUNDO, L. C. **O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infra-estrutura urbana brasileira no século XXI**. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

SARTI, M. M. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil**: os fundos abertos de previdência complementar. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2014. (Relatório de Iniciação Científica).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Camilla de Miranda Mariath Gomes
Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Elaine Oliveira Couto
Laura Vianna Vasconcellos
Luciana Nogueira Duarte
Bianca Ramos Fonseca de Sousa (estagiária)
Thais da Conceição Santos Alves (estagiária)

Editoração
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Glaucia Soares Nascimento (estagiária)
Vânia Guimarães Maciel (estagiária)

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em adobe garamond pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 bold condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Rio de Janeiro - RJ

Missão do Ipea
Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ISSN 1415-4765

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO

BRASIL GOVERNO FEDERAL