

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

Bruno De Conti¹

1 INTRODUÇÃO

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 equivalia a praticamente 20% do produto interno bruto (PIB) do país. Esse volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debruçam sobre os fundos de previdência complementar e sobre as estratégias de administração de suas carteiras. Nesse esforço, a pesquisa em curso tem como principal objetivo – como visto no capítulo 7 – a análise das formas de alocação da riqueza gerida por esses fundos. Como objetivo associado, pretende-se avaliar as possibilidades de que essa enorme massa de recursos venha a constituir-se como *funding* para o financiamento de longo prazo no Brasil.

No capítulo 7, demonstrou-se que para a análise das estratégias de gestão das carteiras das entidades brasileiras de previdência complementar, mostra-se extremamente útil uma segmentação analítica que distingue: os fundos abertos dos fechados; os fundos de grande porte daqueles de pequeno porte; 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 – também chamadas de fundos de pensão – percebendo que, em geral, a gestão de suas carteiras era bastante conservadora. Em dezembro de 2014, essa 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

1. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisador no Ipea em seu subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). 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. Agradece também os comentários e as sugestões de Cláudio Hamilton dos Santos, Adriana Ferreira Nunes, Antonio Carlos Macedo e Silva, Daniela Magalhães Prates, Francisco Lopreato, Geraldo Biasoto e Giuliano Oliveira, eximindo-os, contudo, dos eventuais erros remanescentes.

de 60% do total de ativos; e apenas as três maiores detêm quase 45% dos ativos do conjunto dos fundos de pensão. São elas: Previ, Petros e Funcef, os fundos de previdência, respectivamente, dos funcionários do Banco do Brasil, Petrobras e Caixa Econômica Federal. Diante disso, percebeu-se que a análise mais detalhada dessas três entidades seria extremamente relevante, por dois motivos: *i*) em primeiro lugar, em função da dimensão das suas carteiras; *ii*) em segundo lugar, em função das características desses fundos. Afinal, se as análises do capítulo 7 revelaram que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente atenderiam ao propósito de provimento de *funding* para financiamento de longo prazo, elas mostraram também que uma parte dessas entidades pode sim apresentar-se como passível de atendimento desse propósito, qual seja, aquela composta pelas *entidades fechadas de previdência complementar, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas* – características de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundo de Previdência da Petrobras (Petros) e Fundação dos Economistas Federais (Funcef).

Este capítulo 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, constituição de grandes grupos nacionais e realização de investimentos de infraestrutura no país.

Além desta introdução, o estudo conta com mais quatro seções. Na seção 2, apresenta-se a macroalocação das carteiras de Previ, Petros e Funcef; na sequência, encontra-se uma análise dos investimentos setoriais das três entidades; na seção 4, estudam-se o perfil e a gestão dos títulos públicos detidos por essas entidades; algumas considerações finais encerram o capítulo.

2 PREVI, PETROS E FUNCEF: MACROALOCAÇÃO DAS CARTEIRAS

Como indicado nas análises anteriores, 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 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 Banco do Brasil, Petrobras e Caixa Econômica Federal. A análise mais detalhada dessas três entidades é relevante, portanto, por sua dimensão, mas também por suas características: por se tratarem 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 último relatório anual da Previ (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil) informa que, ao final de 2013, a instituição contava com um montante de recursos da ordem de R\$ 170 bilhões.² 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.³ O crescimento desse 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.

A primeira particularidade a ser destacada é a grande participação relativa dos ativos de renda variável, como mostrado na tabela 1. Se a carteira conjunta das EFPCs apresenta um percentual de ativos em renda variável que em 2014 era inferior a 25% – como visto antes –, o plano PB1 possui, historicamente, uma participação que ultrapassa o dobro dessa média geral. Isso 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; nesse período, o fundo adquiriu massivamente ações ou participações societárias das empresas em processo de privatização (por exemplo, Companhia Vale do Rio Doce), elevando o percentual de ativos de renda variável. Em contrapartida, a participação dos ativos de renda fixa na carteira do plano PB1 é de cerca de metade do padrão da carteira consolidada das EFPCs.⁴

TABELA 1
Previ/PB1 – Participação dos 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	100	100	100	100	100	100	100	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: Relatórios anuais (Previ, 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).
 Elaboração: Lucas Kerr.

2. Os dados analisados nessa seção foram disponibilizados pelos relatórios anuais das três entidades, de forma que os mais recentes no momento em que o capítulo foi escrito eram os relativos ao ano de 2013.

3. 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 do que para as entidades como um todo.

4. Em março de 2014, a participação dos ativos de renda fixa na carteira consolidada das EFPCs era de 61,7%.

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 plano PB1, esse crescimento do percentual alocado em renda variável foi de mais de 10 p.p em apenas três anos, como mostra a tabela 1. É curioso notar, no entanto, que essa elevação dos investimentos em renda variável teve um caráter muito mais passivo do que ativo. A leitura dos relatórios anuais da Previ revela que ao menos desde 2003 a estratégia do fundo era a de redução da carteira de renda variável e migração para renda fixa. A Resolução nº 3.121/2003 do Banco Central do Brasil, que estabelecia à época os limites de participação para cada modalidade de investimento, previa um máximo de 50% da carteira alocada em renda variável.⁵ Como visto na tabela 1, o plano PB1 excedia esse valor e provavelmente buscava enquadrar-se. Além disso, as razões anunciadas nos relatórios para a venda de ações eram a realização de lucros com papéis valorizados, a redução da exposição a renda variável e a obtenção de liquidez para a 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; 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 a tabela 4. 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, contudo, a crise do mercado de crédito imobiliário dos *subprimes*, inicialmente restrita aos Estado Unidos, se metamorfoseia em uma crise financeira de abrangência mundial, em 2008, a situação se altera completamente, e deflação desses ativos e o menor estímulo a novas aquisições implicaram importante declínio na parcela de ativos de renda variável. O Relatório 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, 2008).

5. Esse limite foi alterado para 70% da carteira pela Resolução 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 (dezembro de 2007 a dezembro de 2008). E a compra em questão, segundo o Relatório Previ 2008, não foi para aproveitar o contexto de ativos baratos, mas visou apenas à manutenção da participação acionária da Previ na Cia Vale do Rio Doce.

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, essa participação não voltou ao patamar recorde atingido no ano de 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, já 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 plano PB1, a participação dessa 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 1, a rentabilidade auferida só foi inferior à meta atuarial em dois dos anos, 2011 e 2013. Em muitos dos anos, inclusive, a rentabilidade obtida foi bastante superior à meta atuarial – sobretudo no período 2004-2009. Isso se deve à postura menos conservadora do plano, que, como visto antes, 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 2 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 os anos de 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 no ano de 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 Itaúsa. A rentabilidade negativa do plano em 2013 pode levar, contudo, a uma alteração nessa estratégia de elevação da participação de ativos de renda variável.

TABELA 2

Petros – participação dos 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	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; 2011; 2012; 2013).

Elaboração: Lucas Kerr.

Obs.: 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). Essa 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 manter uma parcela menor de ativos de renda variável do que o Plano P1, da Previ, esse percentual é ainda bastante superior àquele verificado para a carteira consolidada das EFPCs.⁶ Essa constatação

6. 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%.

vai ao encontro da discussão realizada na seção 2 sobre o caráter menos conservador dos planos de grande porte, com benefício definido 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 a 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 Fundação dos Economizários Federais (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,⁷ que concentra cerca de 85% da carteira total do fundo (em dezembro de 2013, os investimentos desse 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 3). Como discutido antes, a queda no percentual relativo 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 a atenção, no entanto, que no plano REG/Replan da Funcef essa redução não vem significando a substituição dos ativos de renda variável por renda fixa, como seria de se esperar. Ao fim, o percentual de ativos de renda variável é próximo àquele do conjunto das EFPCs (33,4%, contra 29% da média geral para o ano de 2013), mas o percentual de ativos de renda fixa é bem menor que o da carteira consolidada (44,5% contra 60,4% em 2013).

TABELA 3
Funcef/Plano REG/Replan – participação dos 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	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.

Obs.: 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.

7. Estão juntas aí as modalidades salgado e não salgado.

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%. Isso 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.⁸ De toda forma, o patamar historicamente elevado de investimentos em imóveis indica a existência de algum grau de influência da empresa patrocinadora, a Caixa Econômica Federal, sobre o fundo, já que o setor imobiliário é uma das áreas de atuação preferencial do banco.

Nos investimentos estruturados, a participação da carteira consolidada das EFPCs é de meros 3,1% e esse percentual sequer chega a 1% no PB1, da Previ. No REG/Replan, em contrapartida, ele chegou, em 2013, à marca de 8,2% do total dos ativos do plano. São R\$ 3 bilhões em fundos de investimentos em participações e R\$ 0,7 bilhão em fundos imobiliários.

Com relação ao desempenho, a tabela 3 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 o ano de 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.

3 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 pode 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 a seguir. Dado o foco na composição setorial

8. O chamado *desequilíbrio 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 esses excessos em um prazo de até 720 dias.

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 dessas modalidades de investimento para, em seguida, passar-se a uma análise dos setores beneficiados por esses investimentos. Para não tornar a análise demasiadamente minuciosa, optou-se, na maior parte da seção, por apresentar os dados mais detalhados apenas para os anos de 2004, 2007, 2010 e 2013, recorrendo-se, para os demais anos, aos acontecimentos mais representativos.

3.1 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 um percentual bastante irrisório da carteira total (0,2%), não chegando sequer a R\$ 150 milhões (tabela 4).

TABELA 4
Previ – total de investimentos por segmentos (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 (2004).
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 5. Os Planos PB 1 e Previ Futuro respondem por mais de

99% da carteira total da Previ, de forma que os números a seguir são comparáveis àqueles expressos na tabela 4 sem qualquer prejuízo à análise.

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. Essa 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 desse 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 4 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%, percentual mantido em 2007, como mostra a tabela 5, e elevado de forma bastante acelerada desde então.

TABELA 5
Previ (PB1 e Previ futuro) – alocação da carteira de investimentos

PB1 e Previ futuro	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 investimento imobiliário	91	89	20	0,1	0,1	0,0
Fundos de investimento em participações	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	-	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	-	363	3.283	0,0	0,2	2,0

(Continua)

(Continuação)

PB1 e Previ futuro	R\$ milhões			Participação na carteira (%)		
	2007	2010	2013	2007	2010	2013
Renda fixa – outros	31	50	-	0,0	0,0	0,0
Renda fixa – a receber/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/a pagar	379	228	78	0,3	0,2	0,0
Derivativos	-	-	-33	0,0	0,0	0,0
Imóveis	2.810	4.767	9.093	2,0	3,1	5,4
Imóveis – a receber/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/a pagar	-25	-21	-13	0,0	0,0	0,0

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

Os fundos de investimento em participações (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 meros 0,6% do total dos Planos PB1 e Previ Futuro.⁹ 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 debêntures têm participações que, embora crescentes, ainda são bastante modestas.

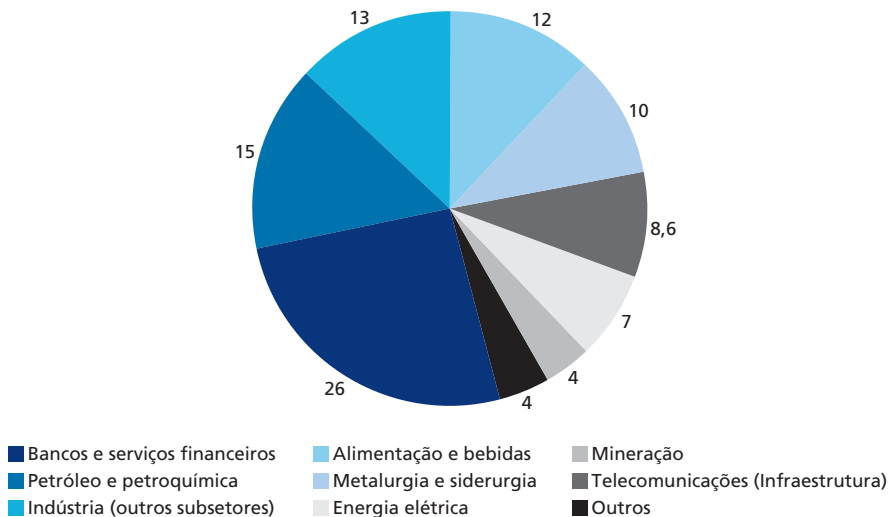
Faz-se necessário, agora, verificar quais são os setores priorizados por esses investimentos da Previ. Em 2004, o Relatório Previ não apresenta uma lista das ações detidas na carteira da entidade. No entanto, o Balanço Patrimonial do Plano de Benefícios 1¹⁰ contém uma tabela com a distribuição da carteira pelos setores da economia, que em realidade não diz respeito apenas às ações, mas também aos fundos de investimento. A partir dos dados indicados nessa tabela e deduzindo os valores apresentados para os principais fundos de investimento da Previ que contém ações, foi possível calcular de forma aproximativa a distribuição da carteira acionária

9. Uma análise mais detalhada desses FIPs da Previ será feita adiante.

10. 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.

da entidade, como mostra o gráfico 1. Em 2004, essa carteira era da ordem de R\$ 27 bilhões (tabela 4) e os cálculos realizados indicam que cerca de um quarto desse montante estava alocado em ações de bancos ou empresas prestadoras de serviços financeiros. Tratando-se do fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, 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 1
Previ, PB1 – composição setorial da carteira de ações (2004)
(Em %)



Fonte: Previ (2004).

Obs: Em 2004, a rubrica infraestrutura inclui apenas telecomunicações.

Elaboração do autor.

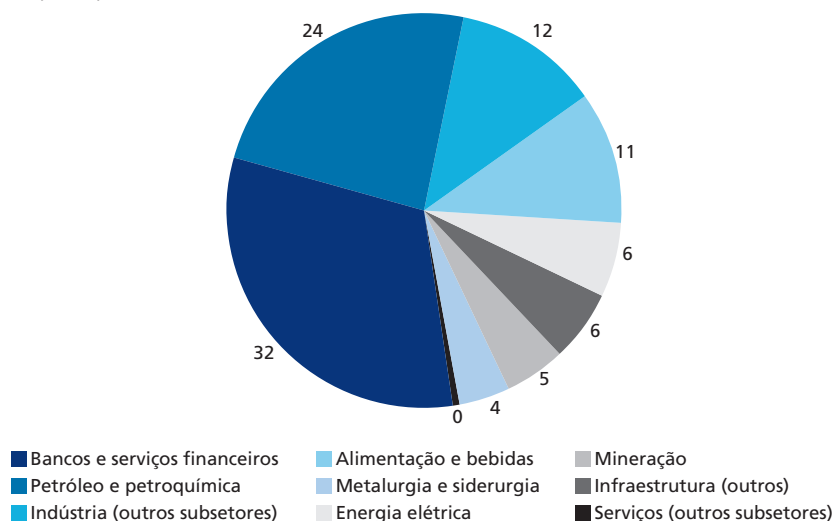
Ainda que não seja apresentada a lista completa das ações detidas em carteira, nas notas explicativas do relatório anual, foi possível encontrar informações indicando que, em 2004, as ações mais importantes, do ponto de vista do volume de recursos, para a Previ, eram as de Banco do Brasil, Petrobras, Ambev, Itaúbanco, Embraer, Usiminas, Neoenergia, Vale do Rio Doce, Bradesco, Itaúsa, Belgo Mineira, Telemar e Caemi.

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.

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, quais sejam, de bancos e serviços financeiros, que passa a representar quase um terço da carteira de ações, e de petróleo e petroquímica, que atinge praticamente um quarto da carteira. Dado que a Previ não efetuou aquisições massivas de ações no período em tela, esse 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 esse peso majoritário do setor de bancos e serviços financeiros 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 Banco do Brasil, 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) – gráfico 2.

GRÁFICO 2
Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2007)
 (Em %)



Fonte: Previ (2007).
 Elaboração do autor.

Nos anos seguintes, a grande transação acionária realizada pela Previ esteve relacionada à constituição da Brasil Foods, em 2009. No processo de incorporação da Sadia pela Perdigão, a Previ consolidou a participação que tinha em ambas

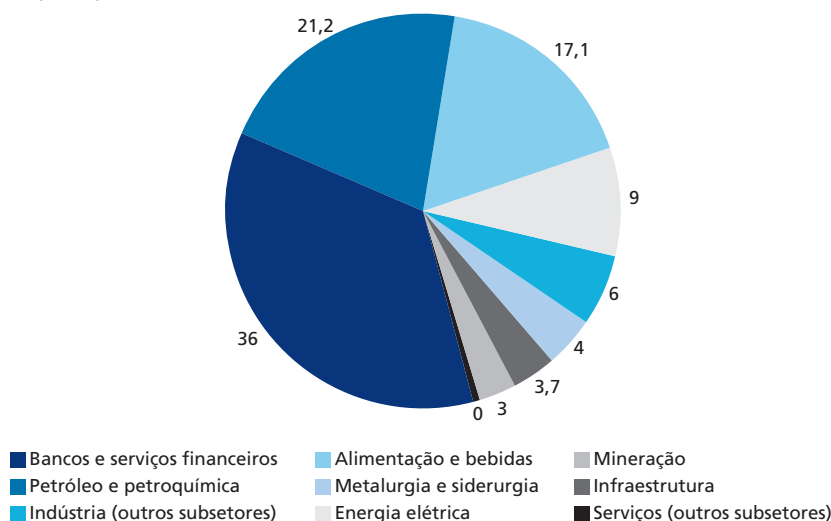
empresas e aportou R\$ 942 milhões adicionais para a aquisição de nova parcela de ações da Perdigão. Com isso, a entidade passou a deter uma posição acionária correspondente a 13,65% da recém-constituída Brasil Foods. Como decorrência dessa aquisição acionária, mas também da valorização das ações resultante 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 3).

Em 2010, a carteira de ações dos planos PB1 e Previ Futuro era de R\$ 50,4 bilhões, inferior, portanto, àquela de 2007. Isso 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 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 antes, ao setor de alimentação e bebidas – determinou uma elevação de seu peso para 35,4% (gráfico 3).

GRÁFICO 3

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2010)
(Em %)



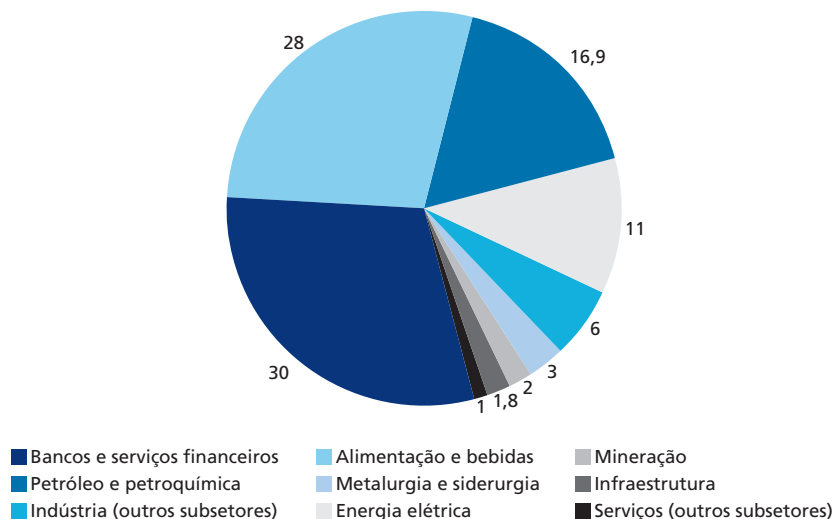
Fonte: Previ (2010).
Elaboração do autor.

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, isso reflete preponderantemente a queda no valor das ações – o índice Bovespa nesse período sofreu queda de mais de 25%, tendo passado de 69.305 pontos em 31 de dezembro de 2010 para 51.507 em 31 de dezembro de 2013.

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. Essa participação está concentrada em volumes muito 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. Em realidade, essa 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 4).

GRÁFICO 4

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial da carteira de ações (2013)
(Em %)



Fonte: Previ (2013).
Elaboração do autor.

Apesar disso, 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 antes, mas é essencial investigar, de forma complementar, o aporte de recursos feitos pela

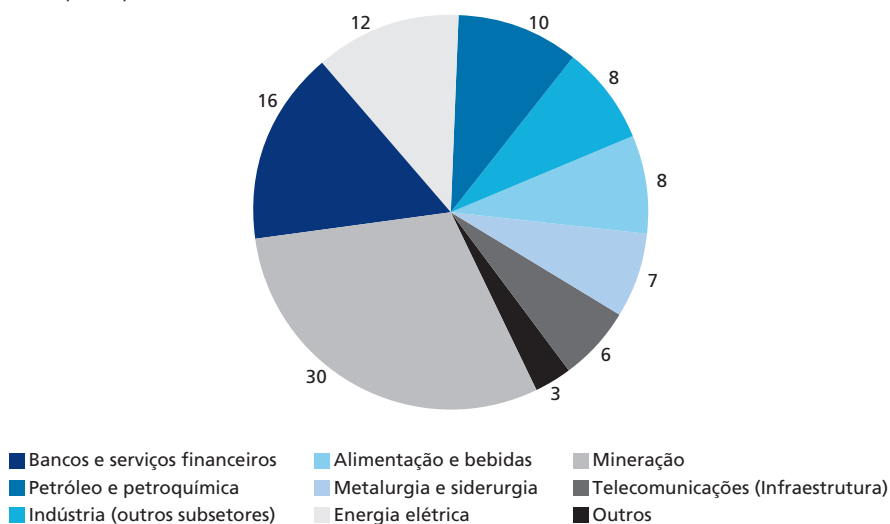
entidade a determinados setores não pela compra direta de ações, mas por meio de fundos de investimento. Os relatórios anuais indicam a participação da Previ em quatro fundos com grande importância não apenas no que diz respeito ao volume de recursos, mas também à estratégia que revelam.

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. No ano de 2004, esse 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 da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL). A entidade entrou nesses fundos no momento da privatização dessas empresas públicas, ao final dos anos 1990. Adicionalmente, detinha R\$ 0,2 bilhão na Neonergia, *holding* privada do setor de energia elétrica.

Considerando, portanto, esses 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 5.

GRÁFICO 5

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2004)
(Em %)



Fonte: Previ (2004).
Elaboração do autor.

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

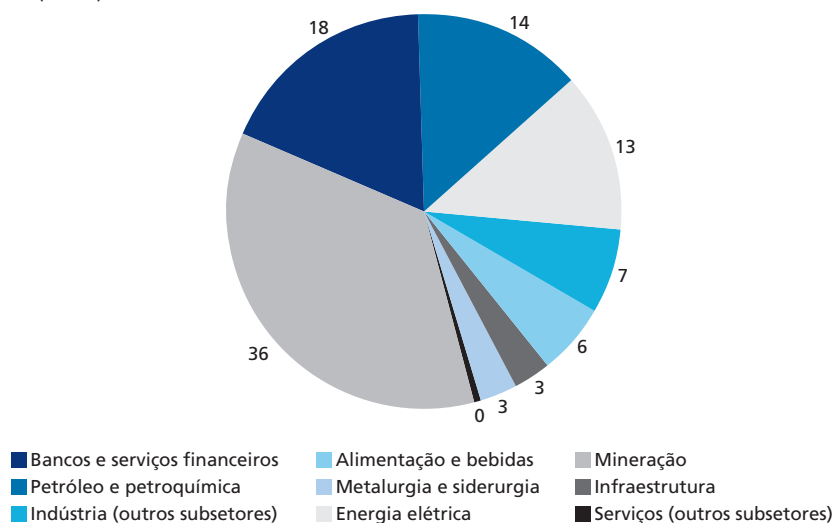
com participação em empresas. O setor de energia elétrica também ganha peso, em função dos fundos que investem na 521 Participações e na Neoenergia, e ele chega ao patamar de 12%, superando inclusive o setor de petróleo e petroquímica.

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% dessa carteira (gráfico 6). Os recursos relativos aos fundos investidores na 521 Participações e na Neoenergia também aumentara, 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.

GRÁFICO 6

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2007)

(Em %)



Fonte: Previ (2007).

Elaboração do autor.

Em 2009, a Previ realizou uma importante operação com vistas a consolidar a Invepar, empresa ligada a investimentos de infraestrutura sobretudo nos ramos rodoviário, metroviário e aeroportuário, como uma empresa estratégica para o setor. Petros e Funcef foram incorporados 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 do Rio de Janeiro, à

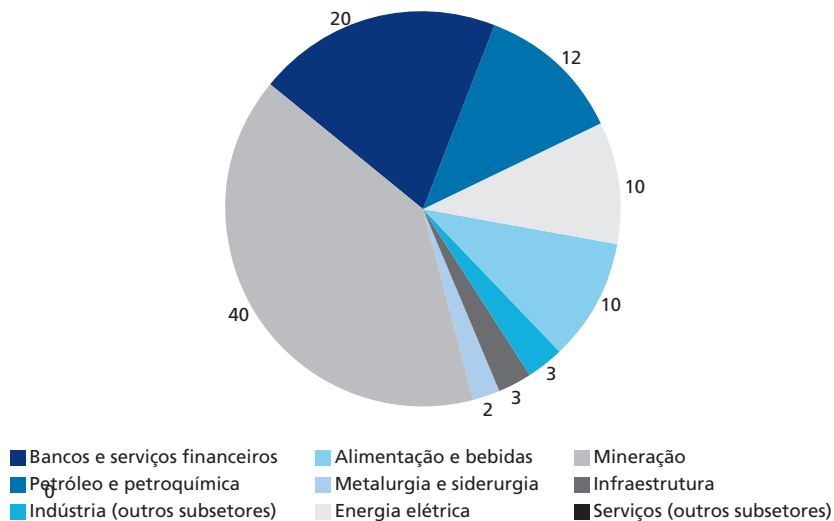
Linha Amarela (Rio de Janeiro-RJ), à rodovia Raposo Tavares e ao aeroporto de Guarulhos. Como resultado dessa operação, a Previ detinha, em 2010, R\$ 1,2 bilhão de recursos em um fundo de investimentos na Invepar.

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 Neenergia. Como visto antes, o período 2008-2010 foi de queda no valor de parte importante das ações negociadas na Bovespa. Para as companhias não listadas em bolsa, a avaliação do valor das cotas detidas é realizada por consultorias, de forma que eles tendem a ser muito menos voláteis. Nesse contexto, a valorização do fundo de investimento na Litel, ainda que não tenha sido tão expressivo, já foi suficiente para ampliar a participação do setor de mineração para quase 40% da carteira mostrada no gráfico 7.

GRÁFICO 7

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2010)

(Em %)



Fonte: Previ (2010).

Elaboração do autor.

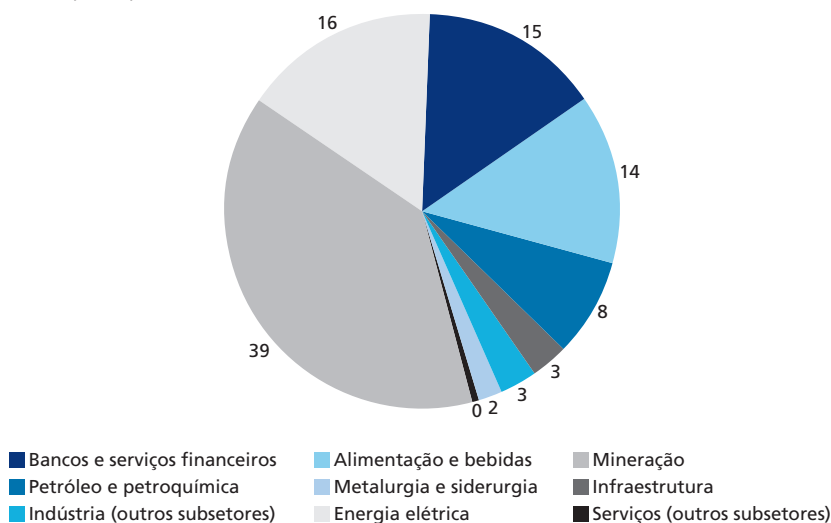
Entre 2010 e 2013, além dos movimentos já destacados quando da análise apenas das ações detidas diretamente na carteira da Previ, chama atenção o grande aumento da participação do setor de energia elétrica, explicado principalmente pelo imenso aporte e valorização do fundo associado à Neoenergia, que passa de R\$ 0,9 bilhão em 2010 para R\$ 5 bilhões em 2013. Esse 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 8).

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.

GRÁFICO 8

Previ, PB1 e Previ Futuro – composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e nos fundos de renda variável (2013)

(Em %)



Fonte: Previ (2013).
Elaboração do autor.

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 que não os levava em conta, realizada antes, acabava por subestimar o peso do setor de infraestrutura na carteira da Previ. Considerando apenas as ações em carteira, a participação do setor de energia elétrica era de 10,6% e de outras modalidades de infraestrutura (notadamente telecomunicações, logística, saneamento básico e concessões relacionadas a transporte) era de 1,8%, como mostrou o gráfico 8. Quando contemplados os investimentos realizados na Neoenergia e na Invepar, essa participação chega a respectivamente a 16,0% e a 3,5%.

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 6, 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%.

TABELA 6
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	59,3	57,9

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

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.

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 a energia elétrica, a participação desse 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.

A participação dos setores de bancos e serviços financeiros e de alimentação e bebidas é igualmente importante, 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 e 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 Banco do Brasil (10,4%); no setor de alimentação e bebidas, a BRF (11,7%); no setor de energia elétrica, são muitas as empresas, em muitos estados, mas com destaque para a CPFL (30%) e a Neoenergia (49%); no setor industrial, a Embraer (7,8%); no setor de infraestrutura, a Invepar (25,6%) e diversas empresas de telecomunicações, em muitos estados distintos.

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 fundos de investimento em participações (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 5, há alguns FIPs com um montante de recursos expressivo e que contribuem para a percepção das estratégias da Previ no que diz respeito aos setores priorizados.

De acordo com os últimos dados disponíveis, os maiores montantes alocados em FIPs pela Previ são os expostos na tabela 7 (Previ, 2013).

TABELA 7
Previ (PB1 e Previ Futuro) – fundos de investimento em participações (2013)

Fundos de investimento em participações	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 (2013).
 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, Petros, Valia e Banesp, além de alguns bancos.

O Fundo Sondas foi instituído em 2010, para investir na empresa Sete Brasil, empresa criada pela Petrobras para a produção de sondas de perfuração destinadas à exploração do pré-sal. O 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 5, 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) – tabela 8. Além destas, valores consideráveis foram aplicados em debêntures do BNDESPar e da Vale, que já conta com uma participação acionária relevante da Previ.

TABELA 8
Previ – debêntures em carteira (2013)

Debêntures	R\$ milhões
BNDES Participações S/A BNDESPar	419,6
Vale S/A	308,1
Concessionário Auto Raposo Tavares S/A	178,0
CEMIG Geração Transmissão S/A	127,5
ALL América Latina Logística S/A	124,4
Andrade Gutierrez Participações S/A	106,5
Brasil Telecom S/A	98,8
MRV Engenharia Participações S/A	72,4
Transmissora Aliança Energia Elétrica S/A	70,1

Fonte: Previ (2013).
Elaboração do autor.

Em anos anteriores, foram verificadas debêntures com valores também relevantes (acima de R\$ 50 bilhões) da Braskem, Ambev, Invepar, Telemar, 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 dos próximos anos, é útil analisar as propostas e estratégias expressas nos relatórios anuais mais recentes da Previ e 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 antes, 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”. Indica-se que a queda na Bolsa de Valores, 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, portanto, 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 na área imobiliária. 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 aplicação no setor imobiliário é de 8% dos ativos, de forma que a Previ ainda conta com 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*, que investem em empresas com elevado potencial de crescimento e valorização. Em função da grande rentabilidade proporcionada por esses fundos do 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 desses 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.

3.2 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

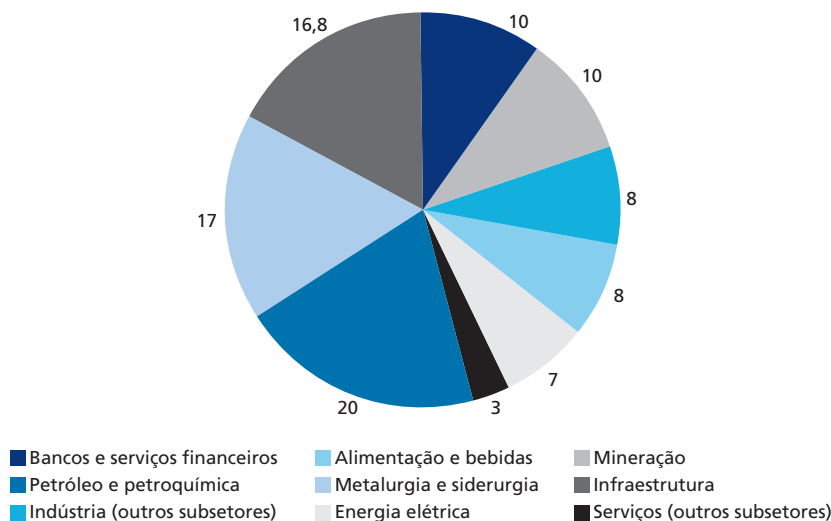
(não pertencentes, portanto, a fundos de investimento), foi possível, a partir dos relatórios anuais, alocar cada ação em um dos setores já definidos, quando da análise da carteira da Previ.

No ano de 2004, a carteira de ações da Petros era da ordem de R\$ 3,9 bilhões. Como mostra o gráfico 9, o setor preponderante era, à época, o de petróleo e petroquímica. Isso se explica pela atratividade das carteiras da Petrobras, mas também, indubitavelmente, pelo fato de essa empresa ser a patrocinadora do fundo em questão. No ano em questão, a entidade detinha R\$ 606,6 milhões em ações da Petrobras. Além disso, a 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), e 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 1990.¹¹ Além do setor de petróleo e petroquímica, que responde por 19,4% da carteira acionária, têm também destaque na carteira, portanto, 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%) (gráfico 9).

GRÁFICO 9

Petros – composição setorial da carteira de ações (2004)

(Em %)



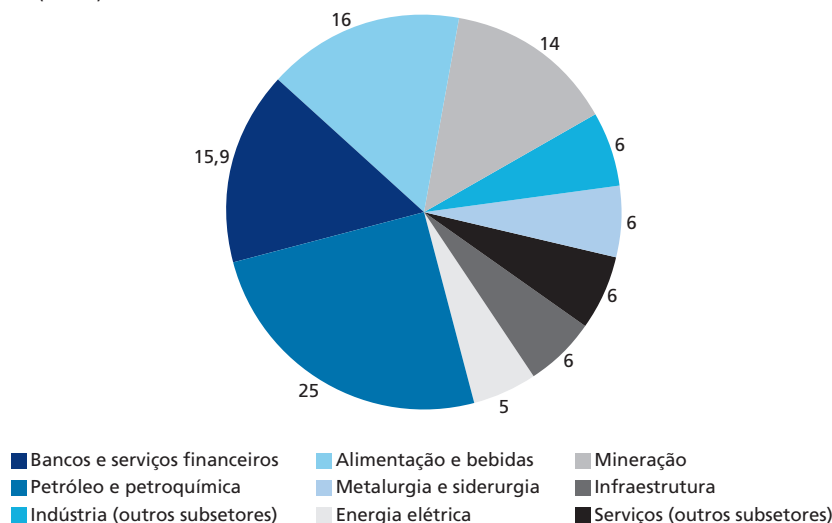
Fonte: Petros (2004).

Elaboração do autor.

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

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, esses 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 10). O setor de infraestrutura, por seu turno, não acompanha esse crescimento e perde mais de 10 p.p. em seu peso relativo – basicamente pela desvalorização e venda de ações do setor de telecomunicações.

GRÁFICO 10
Petros – composição setorial da carteira de ações (2007)
 (Em %)



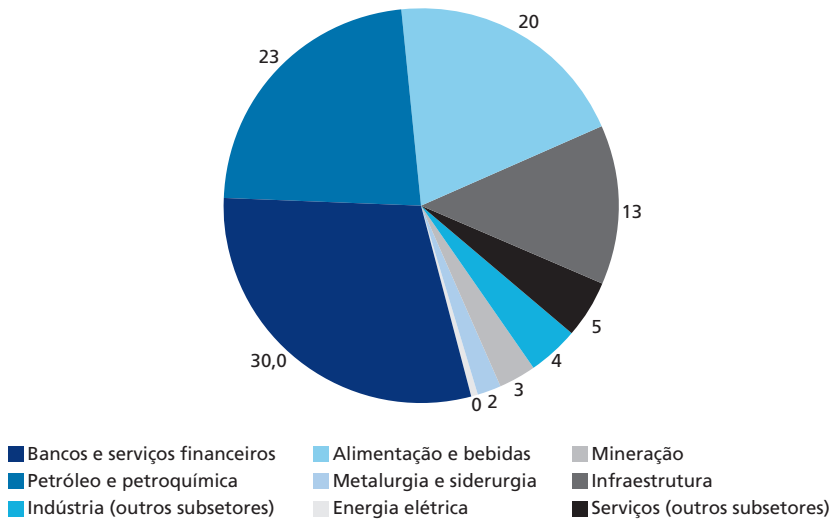
Fonte: Petros (2007).
 Elaboração do autor.

Na contramão do verificado com outras entidades de previdência, a Petros ampliou muito sua carteira acionária nos anos seguintes. Entre 2007 e 2010, essa carteira praticamente dobra de valor, chegando a R\$ 14,1 bilhões. Como aventado na seção 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 BR Foods, alocando recursos volumosos na empresa – em 2010, a Previ detinha R\$ 2,4 bilhões em ações da BR Foods.

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.

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 11). 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. Nesse último caso, a Petros – assim como a Funcef – comprou ações da Telemar – controladora da Oi – em leilão realizado em 2010 pela BNDESPar que lhe transferiu 10% do capital com direito a voto da *holding*.

GRÁFICO 11
Petros – composição setorial da carteira de ações (2010)
(Em %)

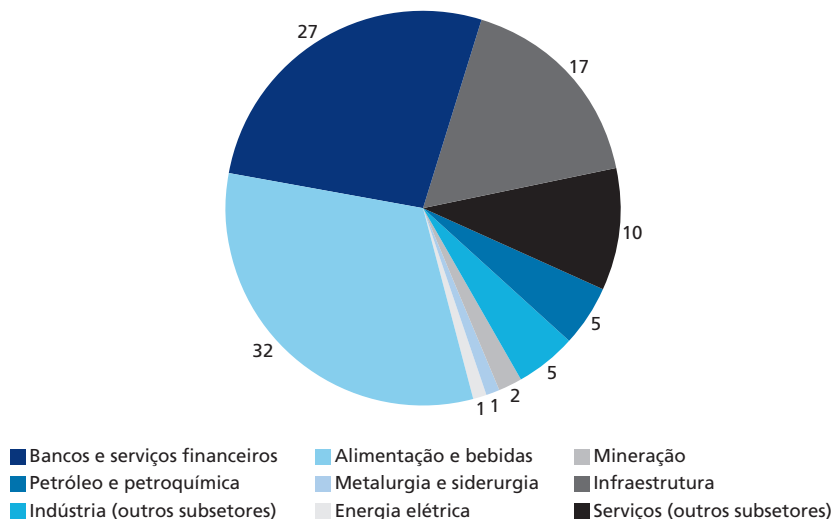


Fonte: Petros (2010).
Elaboração do autor.

Em 2013, a carteira acionária da Petros acumulava R\$ 18,7 bilhões. Como mostra o gráfico 12, o setor de alimentação e bebidas passou a ser o mais relevante (31,2% dos ativos em questão), em função, sobretudo, das ações da BR Foods, 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 dessa 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 S/A – 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 12
Petros – composição setorial da carteira de ações (2013)
 (Em %)



Fonte: Petros (2013).
 Elaboração do autor.

Ao longo do período estudado, nota-se, destarte, como aspectos centrais, a perda de importância dos setores de petróleo e petroquímica (19,4% da carteira acionária da Petros em 2004 e 5,2% em 2013) e de metalurgia e siderurgia (16,9% em 2004 e 1,4% em 2013); e o imenso aumento no peso do setor de bancos e serviços financeiros (10,4% em 2004 e 27,0% em 2013) e, principalmente, de alimentação e bebidas (7,2% em 2004 e 31,8% em 2013).

Como feito para a Previ, vale aqui a ressalva de que as ações analisadas anteriormente são meramente aquelas detidas diretamente na carteira da Petros.

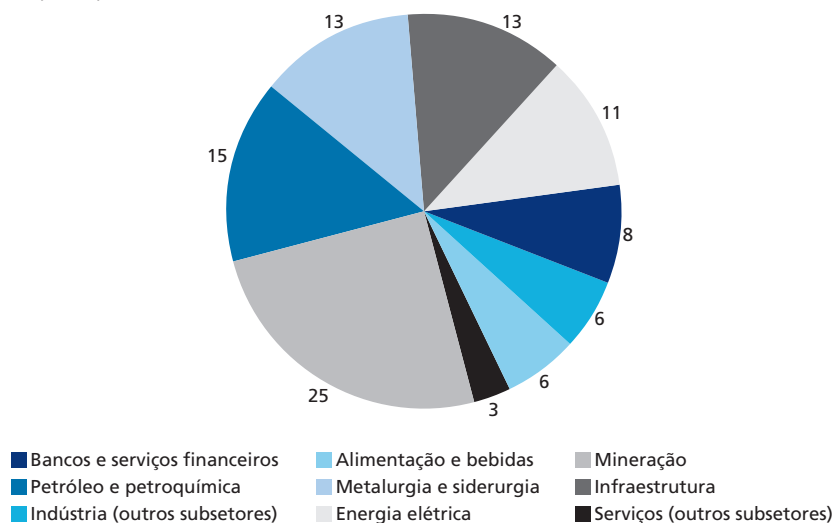
Além delas, é necessário avaliar também os fundos de investimento de renda variável que contêm ações para permitir conclusões mais rigorosas sobre a composição dos investimentos setoriais realizados pela entidade.

Em 2004, considerando também as ações detidas pela Petros por meio de fundos de investimento, chega-se a um montante de R\$ 5,0 bilhões.¹² Os fundos de investimento em renda variável relevantes para a análise em curso eram dois: Fundo Carteira Ativa II, com ações da Litel (Vale), no valor de R\$ 844,5 milhões; e Bonaire,¹³ com ações sobretudo da Companhia Paulista de Força e Luz (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 13).

GRÁFICO 13

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2004)

(Em %)



Fonte: Petros (2004).

Elaboração do autor.

12. Convém destacar que 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, isso não tem grande relevância, pois para os fundos mais importantes do ponto de vista do volume de recursos foi possível identificar os investimentos prioritários.

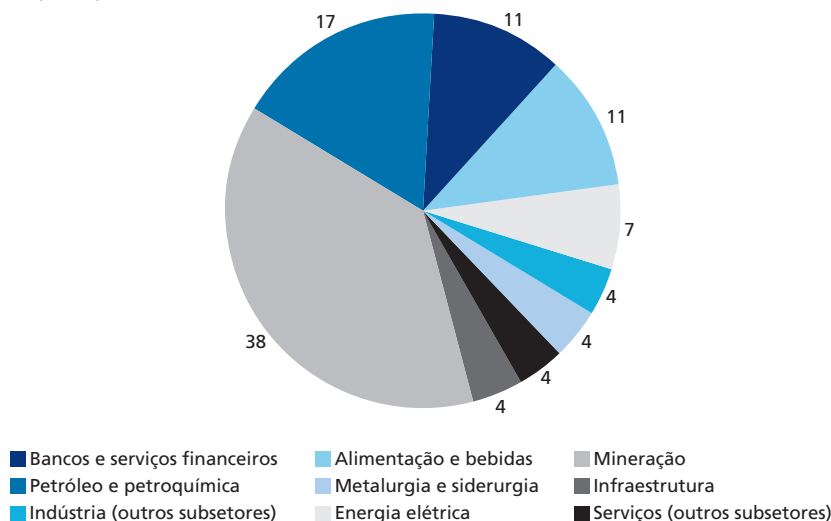
13. A Bonaire é uma empresa criada em 1997, quando da privatização de diversas empresas públicas do setor de energia elétrica, e conta com participação relevante como acionista da CPFL.

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. Associado aos movimentos ocorridos na carteira acionária propriamente dita, que foram analisados anteriormente, essa 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 14).

GRÁFICO 14

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2007)

(Em %)



Fonte: Petros (2007).

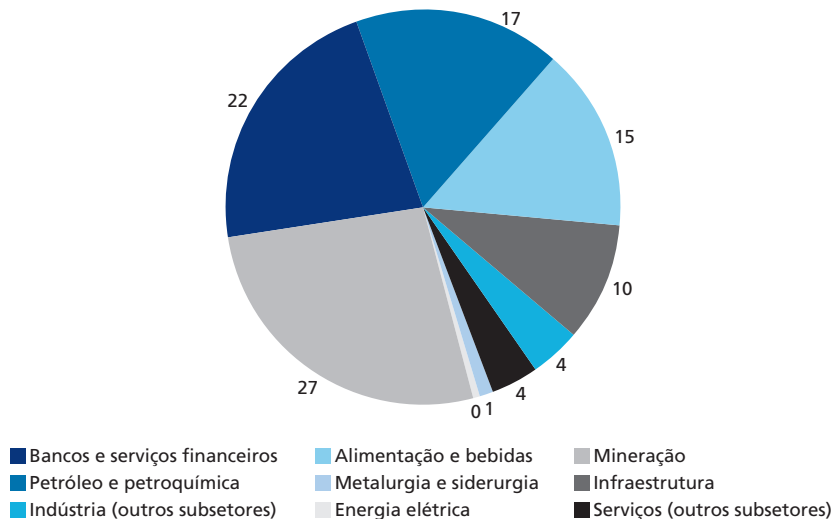
Elaboração do autor.

Em 2010, a carteira em questão somava R\$ 19,1 bilhões. O Fundo Carteira Ativa II continuou se valorizando, apesar do arrefecimento do ritmo, e chegou ao fim de 2010 com o valor de R\$ 4,1 bilhões. O Fundo Energia SP, com ações da CPFL, foi registrado sob a rubrica dos investimentos estruturados, a serem analisados abaixo e ficando fora, portanto, dos dados aqui apresentados. Dadas as aquisições e a valorização das ações do setor de bancos e serviços financeiros – discutidas antes –, ele ganha importância adicional, mas o setor preponderante segue sendo o de mineração (gráfico 15).

GRÁFICO 15

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2010)

(Em %)



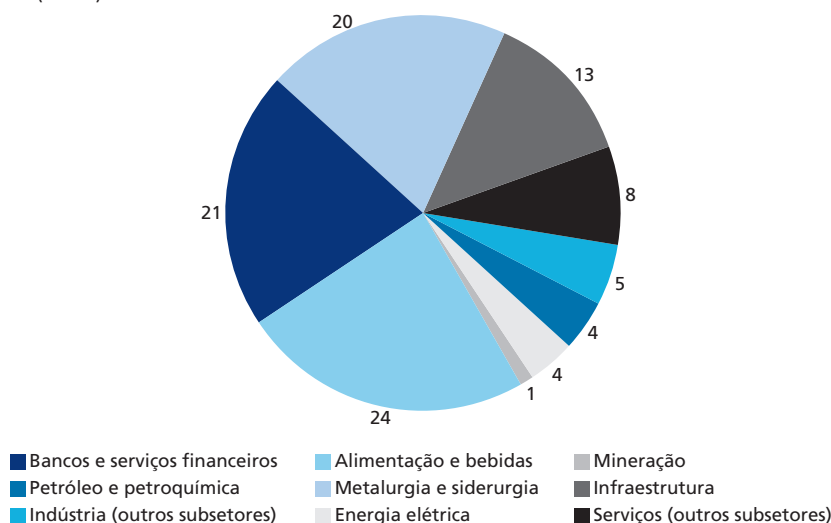
Fonte: Petros (2010).

Elaboração do autor.

GRÁFICO 16

Petros: ações detidas diretamente na carteira e em fundos de investimento de renda variável – composição setorial (2013)

(Em %)



Fonte: Petros (2013).

Elaboração do autor.

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 (Litel/Vale) 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 BR Foods e da Itaúsa – e discutidos antes, pela primeira vez o setor de mineração perde o posto de liderança, sendo 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%) – gráfico 16.

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 2013¹⁴ (tabela 9). Trata-se de um percentual bastante inferior àquele verificado para a Previ, mas ainda assim relevante, sobretudo se comparado ao padrão dos demais fundos de previdência complementar, que contam com participação muito menor dos investimentos em renda variável.

TABELA 9

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

Setor	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
Investimento setorial 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

Do ponto de vista da composição setorial, uma primeira percepção relevante é que não há na Petros uma concentração de recursos análoga àquela verificada na Previ, entidade na qual o setor de mineração respondia, em 2013, por 22,7%

14. Os percentuais em questão dizem respeito apenas aos investimentos setoriais categorizados como de renda variável, não contando, portanto, as debêntures e os investimentos estruturados, que serão analisados a seguir. Como se verá, porém, os volumes alocados nessas rubricas são menos relevantes, não alterando de forma significativa o quadro aqui apresentado.

de todos os investimentos. Na Petros, o setor líder conta com 9,1% do total da carteira, como mostra a tabela 9. O que chama atenção, no entanto, é que esse setor líder seja o de alimentação e bebidas, que em 2004 respondia por meros 1,2% da carteira, mas que apresentou crescimento extraordinário no período em tela – fruto notadamente da participação da entidade na constituição da BR Foods, mas também da detenção de um montante relevante de ações da JBS.

A tabela 9 mostra, ainda, que os setores de bancos e serviços financeiros e mineração respondem por parcelas importantes da carteira total (7,9% e 7,5%, respectivamente), e 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 junto à 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 antes às ações e aos fundos de investimentos 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 (convertíveis, não convertíveis e carimbadas), o montante devido pela Petros em 2013 era de R\$ 368,7 milhões) e os principais montantes estão destacados na tabela 10.

TABELA 10
Petros – debêntures em carteira (2013)

Debêntures	R\$ milhões
Raizen	71,7
BR Towers	71,7
Cia Vale do Rio Doce	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 CSN e da Invepar. Nota-se, no entanto, que apesar de não serem valores desprezíveis, a aquisição de debêntures é muito menos importante do que as outras formas de investimentos setoriais.

No tocante aos investimentos estruturados, a principal modalidade utilizada pela Petros são os Private Equity¹⁵ que, em 2013, somavam R\$ 3,7 bilhões, um montante, portanto, muito maior do 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 11.

TABELA 11
Petros – private equity (2013)

Private Equity	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, nota-se que a Petros teve participação importante no FIP Sondas, destinado à constituição da Sete Brasil, responsável pela construção de sondas de exploração 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 Banco Nacional do Desenvolvimento (BDNES). Os fundos Brasil Energia e Multiner estão ligados a investimentos no setor de energia. E o Fundo de Investimento em Participações AG Angra foi criado em 2006 pela AG Angra Investimentos, em conjunto com Petros, Funcef e BNDES, e 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 fundos de investimento em participação (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 isso estava sendo feito, ao menos até a eclosão da Operação Lava-Jato.

15. 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".

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 bancos e serviços financeiros, por meio de ações; *ii*) no setor de mineração, por meio do fundo carteira ativa II; *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.

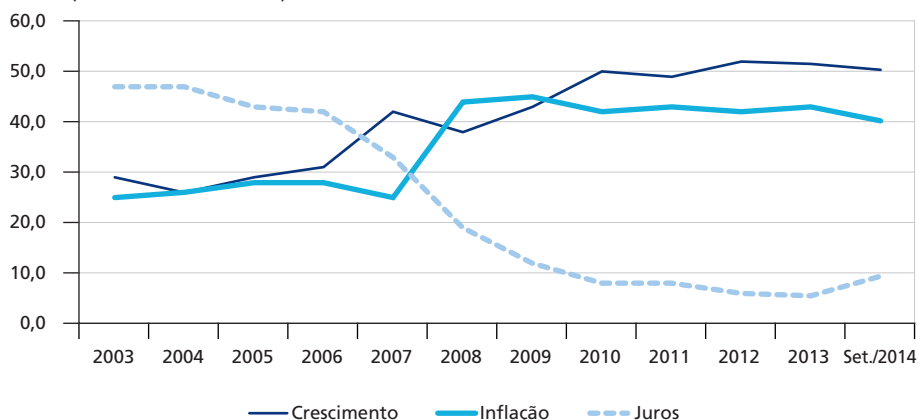
3.3 Funcef

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, associadas a outras apresentadas no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão (ocorrido na cidade de São Paulo/SP, em 2014), permitem algumas constatações interessantes.

A entidade realiza uma desagregação de seus investimentos que é bastante interessante, agrupando-os segundo os três principais determinantes da rentabilidade dos ativos: crescimento econômico, inflação e juros. No grupo dos ativos atrelados preponderantemente ao crescimento, encontram-se as ações de empresas, os investimentos imobiliários e os fundos de participação. No grupo “juros”, encontram-se ativos atrelados a CDB/Selic. Naquele da “inflação”, são inseridos os ativos remunerados por índices de preços. É evidente que essa separação não é exatamente precisa, mas permite percepções relevantes. No gráfico 17, é possível notar uma clara tendência de queda nos ativos ligados a juros. Se há pouco mais de dez anos eles representavam cerca de 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 a crescimento 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 a 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 17

Investimentos Funcef, segundo proxys dos determinantes de sua rentabilidade
(Em % da carteira total)



Fonte: Abrapp (2014).

Elaboração do autor.

Obs.: Crescimento: ações de empresas (RV), investimentos imobiliários e fundos de participação.

Juros: ativos atrelados ao CDI/Selic.

Inflação: ativos atrelados aos índices de preços.

Esse movimento reflete, em primeiro lugar, o grande aumento na participação da renda variável na carteira da Funcef no período de elevado dinamismo da economia e, em decorrência, do mercado acionário brasileiro (2004-2010), como já 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. E, 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 anteriormente 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 em ações da Vale, o que significa algo em torno de R\$ 7,7 bilhões. Isso está no fundo de investimento em ações carteira ativa II, composto de forma preponderante por ações da Litel Participações S/A, o canal de investimento da entidade na Valepar S/A, acionista da Vale S/A Segundo o Relatório Anual de 2013:

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 (Funcef, 2013).

Adicionalmente, a Funcef detinha, em 2013, R\$ 3,9 bilhões em ações em sua carteira, sendo R\$ 2,7 bilhões na Invepar e 0,5 bilhão na JBS. Nota-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 fundos de investimento em participações e R\$ 0,6 bilhão em fundos imobiliários. Nos FIPs, deve-se destacar que a Funcef aportou 1,1 bilhão ao 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, Previ e Petros, em linha com as necessidades e oportunidades geradas pela descoberta do pré-sal.

Além do fundo de ações carteira ativa II (Vale) e do Fundo de Participação Sondas, a Funcef detém cotas também de outros fundos constantes das carteiras de Previ e/ou 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 investidos em 2014, dezoito são ligados à infraestrutura, sendo os mais representativos indicados na tabela 12.

TABELA 12

Funcef – fundos de investimento em participação ligados à infraestrutura (2014)

FIP	R\$ milhões	Ano do investimento
Sondas	1.386	2011
Odebrecht – Foz do Brasil	300	2013
Brasil Energia	260	2005
Caixa Logística	220	2014
Infra Brasil	206	2006
Multiner	187	2008
Investidor institucional	157	1997
RG Estaleiros	141	2010

Fonte: Abrapp (2014).

Além dos fundos ligados à exploração de petróleo e gás, percebe-se, portanto, alguns ligados a 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 também em geral. Na apresentação realizada no XXXV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão – 2014, a própria Funcef destaca os setores eleitos em cada ano para os investimentos estruturados, como mostra o quadro 1.

QUADRO 1
Funcef – setores priorizados para os investimentos estruturados

Ano	Setores priorizados
2004	Energia, têxtil
2005	Energia
2006	Energia, logística, saneamento, serviços
2007	Serviços, TI
2008	Alimentos, energia, logística, construção civil, siderurgia
2009	Florestas, energia, educação, construção civil, varejo
2010	Serviços, florestas, energia, alimentos, construção civil
2011	Serviços, petróleo/gás, portos, TI, biotecnologia
2012	Serviços, petróleo/gás, logística, florestas
2013	Infraestrutura, inovação

Fonte: Abrapp (2014).
Elaboração do autor.

Como mudanças mais marcantes, nota-se o abandono da prioridade dada ao setor de energia, o aumento da importância dada ao setor de serviços e, a partir de 2010, ao setor de petróleo e gás. De toda forma, nota-se que, nos investimentos estruturados, é inegável a importância dada à infraestrutura. A própria Funcef destaca que dos quinze setores priorizados nos últimos dez anos, cinco são de infraestrutura.

De acordo com a apresentação supramencionada, realizada no Congresso da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), a Funcef já detinha, em setembro de 2014, um montante de R\$ 6 bilhões comprometidos com fundos de investimento em participação, sendo R\$ 3,7 bilhões em infraestrutura, o que corresponde a 74% do total.¹⁶

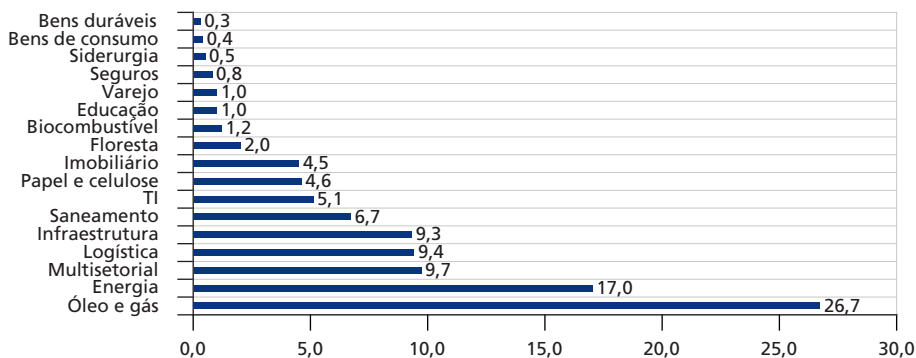
A desagregação da carteira da Funcef revela que, em valor, um quarto do capital comprometido em investimento estruturado está alocado em fundos ligados a óleo e gás (gráfico 18). Energia (17,0%), logística (9,4%), infraestrutura (9,3%) e saneamento (6,7%) também possuem participações relevantes (gráfico 18).

16. Em investimentos já integralizados, R\$ 4,9 bilhões, sendo R\$ 1,5 bilhão em infraestrutura, o que corresponde a 26% do total.

GRÁFICO 18

Investimento estruturado: capital comprometido, por setor (2014)

(Em %)



Fonte: Abrapp (2014).

Elaboração do autor.

Em linha com a apresentação supracitada, o Relatório Anual de 2013 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 a geração de energia, óleo e gás e concessionários de rodovias e aeroportos. Parte desses 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 a crescimento econômico e 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 a seguir – e de investimentos imobiliários. No tocante à renda fixa, declara-se também a intenção de aumentar o investimento em debêntures. E 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.¹⁷

17. "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).

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 seu turno, 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 em cerca de 15% da carteira. E a meta para os investimentos no exterior é de 0,7% da carteira ao final de 2019.

4 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 já discutido, 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 do 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 desses títulos públicos sofrem variações ao longo do tempo, justificando uma análise mais detalhada dessa 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 de investimento em renda fixa; e *ii*) se eles são mantidos até o vencimento (marcação na curva) ou se encontram-se disponíveis para negociação (marcação a mercado). No tocante à composição desses títulos, é importante investigar: *i*) indexadores; e *ii*) maturidade.

4.1 Previ

As entidades de previdência complementar têm crescentemente aumentado a participação dos recursos alocados em fundos de investimento. Isso ocorre com os investimentos de renda variável, como demonstrado na seção anterior, mas também com aqueles de renda fixa. Esse processo foi gradual ao longo dos últimos dez anos, mas foi acelerado no período mais recente e, 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 5, os títulos públicos representavam 8,1% da carteira total dos Planos PB1 e Previ Futuro em 2010 e, em 2013, equivalem 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 o percentual da rubrica fundos de investimento em renda fixa que é alocado em títulos de responsabilidade do governo federal e

esse percentual gira sempre em torno de 90%. No ano de 2013, com a alocação de mais um montante bastante volumoso de títulos públicos nesses fundos de investimento, esse percentual chegou, no PB 1, a 99,9%. Como anunciado antes, 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 nº 4/2002 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) permite que as entidades de previdência complementar optem pela forma de avaliação dos títulos públicos detidos. Esses títulos podem ser classificados na categoria *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, 2004). Em 2004, a Previ passou a fazer esse tipo de classificação, mantendo, inicialmente, um percentual maior de títulos “para negociação”. Em um processo gradual de inversão dessas participações, os títulos “marcados a mercado” e “marcados na curva” praticamente se equivalem no ano de 2007 (R\$ 18,8 bilhões e R\$ 18,5 bilhões, respectivamente); e 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 13).

TABELA 13
Previ – títulos públicos classificados segundo a forma de avaliação

Ano	Títulos para negociação (R\$ bilhões)	Títulos mantidos até o vencimento (R\$ bilhões)
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 (2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013).
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.

Essa estratégia é diferente para os distintos planos da entidade, visto que o plano Previ Futuro tem pouco participantes já 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. E a segunda é o aumento do prazo de vencimento desses títulos.

Como indicam documentos da própria 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 e o IPCA (Notas do Tesouro Nacional – NTNs, séries C e B, respectivamente) (Previ, 2010).

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. Destarte, 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 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 já desde a primeira metade da década de 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 para as 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 atingiam 33,3% dos ativos de renda fixa, com outros 11,7% ligados a IGP-M e 1,3 prefixados. Já em 2006, os ativos remunerados pelo IPCA se tornam preponderantes, representando 44,2% do total de renda fixa, enquanto aqueles atrelados à Selic respondiam a 40,1%, ao IGP-M 10,0% e prefixados 3,0%.

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

Pelos últimos dados disponíveis, relativos ao ano de 2013, houve um 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.¹⁸ De toda forma, as NTN-B são absolutamente preponderantes, tendo atingido o patamar de R\$ 37,6 bilhões.

Como último movimento associado às mudanças debatidas antes, 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 1 e 5 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 0 e 1 ano, R\$ 4,3 bilhões entre 1 e 5 anos e R\$ 3,3 bilhões (exclusivamente NTN-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.

4.2 Petros

A análise realizada para a Previ facilita bastante as discussões relativas a Petros e Funcef, embora as tendências observadas não sejam exatamente as mesmas. Ao contrário da 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 NTN com prazos mais longos já estava consolidada desde ao menos 2004. Nesse ano, a Petros detinha R\$ 12,3 bilhões em títulos mantidos até o vencimento,

18. 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)".

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 NTN-B alocados na categoria *até o vencimento* foram remarcados como *para negociação* e permutados com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) por títulos com outros vencimentos. Com isso, 90% desses títulos passaram a ter um vencimento superior a dez anos. De acordo com o Relatório de 2010, a permuta foi benéfica para a entidade pois resultou 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”. Com isso, os títulos mantidos até o vencimento reduziram-se ao valor de R\$ 1,3 bilhão.

No ano de 2013, esse perfil se mantém e são classificados na categoria *mantidos até o vencimento* apenas R\$ 1,6 bilhão, 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 seu turno, a tendência à preponderância das NTNs chegou ao limite, já que essas notas do tesouro compõem a totalidade da carteira de títulos.

4.3 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 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).

Isso explica o imenso crescimento dos fundos de investimento verificado no ano, já 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 NTN-B, e de alongamento dos prazos.

5 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 (como apresentado no capítulo 7 deste livro). 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 essas três entidades detêm, em conjunto, recursos que em 2013 ultrapassavam R\$ 290 bilhões, verificou-se a pertinência de estudos concentrados sobre as carteiras dessas três entidades. Este capítulo concentrou-se, portanto, nessas 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, essa 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%). Essa postura é facilmente compreensível pela segurança, liquidez e rentabilidade oferecida por esses títulos, que normalmente permite 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 NTN-B, atreladas ao IPCA. Isso se explica pelo desejo da STN de redução da exposição da dívida pública mobiliária federal aos movimentos da taxa Selic, mas também à pertinência dessa troca para os fundos de previdência. Por um lado, as EFPCs 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 seu turno, a meta atuarial é calculada com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), 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 esse 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/precificação. Enquanto a Petros foi gradualmente ampliando a parcela de títulos públicos “para negociação” (os chamados “marcados a mercado”), Previ e 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 ou 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. Previ e 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 seguintes.

- 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 os fundos); e na Petros ele já aparece como o setor líder, com peso de 31,8% nas ações detidas diretamente em carteira. Isso 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 BR Foods, mais recentemente – esse 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%). Essa participação teve tendência de aumento ao longo do período estudado e as ações mais importantes são aquelas de Banco do Brasil, 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 do 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. Esses fundos foram configurados no momento da privatização da companhia, mas ampliados nos anos 2000, e ainda hoje representam parcelas bastante significativas do total das carteiras dessas 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, fundos que contêm ações da Companhia Paulista de Força e Luz (detidos por Previ e Petros) – a origem desses 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, 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.

- 1) Fica indicada uma priorização de setores ligados a projetos de infraestrutura, com recursos destinados a Invepar, Norte Energia (Belo Monte), Brasil Energia, Infrabrazil 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 fundos de investimento em participação (FIPs) ou debêntures está associada a ações conjuntas entre elas e com o BNDES ou o BNDESPar, já que se tratam de operações de investimento bastante volumosas e 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 nessa modalidade (0,6% do Plano PB1).

Percebe-se, portanto, que as três entidades tiveram papel relevante, ao longo das últimas décadas.

- 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 aportaram recursos no processo de configuração da Ambev, da BR Foods e de outros grandes grupos nacionais.
- 3) Nos investimentos de infraestrutura: as entidades têm participação relevante na Invepar (que venceu as concessões do Metrô Rio, aeroporto de Guarulhos, Rodovia Raposo Tavares, entre outros); AG Angra Investimentos (infraestrutura); Neoenergia e Norte Energia (Belo Monte); e Fundo Sondas (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 dessas três entidades. As comparações com os montantes de recursos alocados em títulos da dívida pública, expressos antes, indicam como esses ativos ainda são muito demandados mesmo por essas três entidades, mostrando também um espaço para potencial crescimento adicional dos recursos direcionados a projetos de infraestrutura.

Nesse íterim, 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, esses ativos detidos no exterior poderiam se valorizar pela mera elevação da taxa de câmbio, constituindo-se como eficientes *hedges*. Trata-se, portanto, 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 *deficits* para diversos fundos de previdência –, é possível, portanto, que essas entidades reforcem o conservadorismo da gestão de seus portfólios.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico 2003**. São Paulo: Abrapp, 2003.

_____. **Consolidado Estatístico 2004**. São Paulo: Abrapp, 2004.

_____. **Consolidado Estatístico 2005**. São Paulo: Abrapp, 2005.

- _____. **Consolidado Estatístico 2006**. São Paulo: Abrapp, 2006.
- _____. **Consolidado Estatístico 2007**. São Paulo: Abrapp, 2007.
- _____. **Consolidado Estatístico 2008**. São Paulo: Abrapp, 2008.
- _____. **Consolidado Estatístico 2009**. São Paulo: Abrapp, 2009.
- _____. **Consolidado Estatístico 2010**. São Paulo: Abrapp, 2010.
- _____. **Consolidado Estatístico 2011**. São Paulo: Abrapp, 2011.
- _____. **Consolidado Estatístico 2012**. São Paulo: Abrapp, 2012.
- _____. **Consolidado Estatístico 2013**. São Paulo: Abrapp, 2013.
- _____. Visões de longo prazo: investimentos sustentáveis, em infraestrutura e private equity. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO, 35., São Paulo, 2014.
- _____. **Consolidado Estatístico 2014**. São Paulo: Abrapp, 2015.
- 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.
- BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. **Previdência Social**. Ano III, n. 5, jan./abr. Brasília: MPAS, 2013.
- 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, Campinas, 1995.
- COSTA, F. N. Financiamento interno de longo prazo. *In*: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Eds.). **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**. Rio de Janeiro: Ipea, 2016. (Texto para Discussão, n. 2175). No prelo.
- FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In*: CINTRA, M. A. M.; SILVA, E. B. (Orgs.). **Financiamento das corporações**. Brasília: Ipea, 2013.
- FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório anual de atividades 2004**. Brasília: Funcef, 2004.
- _____. **Relatório anual de atividades 2005**. Brasília: Funcef, 2005.

_____. **Relatório anual de atividades 2006**. Brasília: Funcef, 2006.

_____. **Relatório anual de atividades 2007**. Brasília: Funcef, 2007.

_____. **Relatório anual de atividades 2008**. Brasília: Funcef, 2008.

_____. **Relatório anual de atividades 2009**. Brasília: Funcef, 2009.

_____. **Relatório anual de atividades 2010**. Brasília: Funcef, 2010.

_____. **Relatório anual de atividades 2011**. Brasília: Funcef, 2011.

_____. **Relatório anual de atividades 2012**. Brasília: Funcef, 2012.

_____. **Relatório anual de atividades 2013**. Brasília: Funcef, 2013.

_____. **Relatório anual de atividades 2013**. Brasília: Funcef, 2014.

KERR, L. S. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os fundos de previdência complementar**. Campinas: Unicamp, 2014.

LOPES, G. N. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros**. 2011. Dissertação (Mestrado) – 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. (Eds.). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

PETROS – FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL. **Relatório anual Petros 2004**. Rio de Janeiro: PETROS, 2004.

_____. **Relatório anual Petros 2005**. Rio de Janeiro: Petros, 2005.

_____. **Relatório anual Petros 2006**. Rio de Janeiro: Petros, 2006.

_____. **Relatório anual Petros 2007**. Rio de Janeiro: Petros, 2007.

_____. **Relatório anual Petros 2008**. Rio de Janeiro: Petros, 2008.

_____. **Relatório anual Petros 2009**. Rio de Janeiro: Petros, 2009.

_____. **Relatório anual Petros 2010**. Rio de Janeiro: Petros, 2010.

_____. **Relatório anual Petros 2011**. Rio de Janeiro: Petros, 2011.

_____. **Relatório anual Petros 2012**. Rio de Janeiro: Petros, 2012.

_____. **Relatório anual Petros 2013**. Rio de Janeiro: Petros, 2013.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório anual Previ 2004**. Rio de Janeiro: Previ, 2004.

_____. **Relatório anual Previ 2005**. Rio de Janeiro: Previ, 2005.

_____. **Relatório anual Previ 2006**. Rio de Janeiro: Previ, 2006.

_____. **Relatório anual Previ 2007**. Rio de Janeiro: Previ, 2007.

_____. **Relatório anual Previ 2008**. Rio de Janeiro: Previ, 2008.

_____. **Relatório anual Previ 2009**. Rio de Janeiro: Previ, 2009.

_____. **Relatório anual Previ 2010**. Rio de Janeiro: Previ, 2010.

_____. **Relatório anual Previ 2011**. Rio de Janeiro: Previ, 2011.

_____. **Relatório anual Previ 2012**. Rio de Janeiro: Previ, 2012.

_____. **Relatório anual Previ 2013**. Rio de Janeiro: Previ, 2013.

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

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.

SARTI, M. M. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil: os fundos abertos de previdência complementar**. Campinas: Unicamp, 2014.

