CAPÍTULO 7

OS FUNDOS BRASILEIROS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: SEGMENTAÇÕES ANALÍTICAS E ESTUDOS PRELIMINARES SOBRE A ALOCAÇÃO DE SEUS RECURSOS

Bruno De Conti[1]

1 INTRODUÇÃO

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

Parte dos países do globo apresenta um sistema público de previdência que, por meio dos tributos arrecadados, remunera a população beneficiária. Esse modelo, chamado *sistema de repartição*, baseia-se, portanto, na solidariedade intergeracional, já que funciona a partir da captação de recursos da população ativa e imediata transferência à população inativa. Em outros países, vige o chamado *sistema de capitalização*, no qual as contribuições do trabalhador durante sua vida laboral são investidas – em grande parte no mercado financeiro – para posterior remuneração desse mesmo indivíduo, durante sua aposentadoria.

Em paralelo ao sistema *básico* de previdência social, pode existir, também, um sistema de previdência *complementar*. Como o nome indica, a ideia é criar mecanismos que permitam aos participantes a complementação de sua renda no momento em que se tornarem inativos. Para tanto, contribuem durante a vida laboral, com vistas ao usufruto de uma renda (adicional) futura. Nesse sistema, a contribuição dos participantes – e eventualmente também dos "patrocinadores" (empresas onde essas pessoas trabalham) – é alocada em um fundo, gerido por uma *entidade de previdência complementar*, cujo objetivo é a valorização desses recursos de forma a proporcionar um rendimento suficiente para o pagamento dessa renda futura a cada participante do fundo. Trata-se, portanto, de um sistema que concentra recursos de milhares de indivíduos e os aplica em ativos diversos,

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).

com vistas à sua valorização. As premissas básicas são as de que a concentração de recursos que de outra forma estariam pulverizados, aliada à cessão desses recursos a um gestor profissional permitirão uma maior valorização das carteiras.

No Brasil, coexistem um sistema básico de previdência social – no modelo de repartição – e um sistema complementar – no modelo de capitalização. Apesar de sua existência histórica, é no período mais recente que os fundos de previdência complementar ampliam enormemente sua importância. Em realidade, alterações regulatórias vêm crescentemente estimulando o sistema de previdência complementar, não apenas no Brasil, mas em todo o mundo.

O fenômeno em questão é parte integrante de um movimento muito mais amplo e profundo, chamado de "globalização financeira", cujo estudo transcende o escopo deste trabalho, mas que é importante de ser destacado em função de algumas das suas decorrências. O primeiro ponto importante, para os propósitos desta pesquisa, é a constatação de que no contexto atual a riqueza financeira é muito mais passível de sofrer realocações, em função da liberalização e desregulamentação financeira ocorrida em todo o mundo. O segundo ponto importante é que nesse novo contexto os investidores institucionais assumem um papel de protagonismo na economia mundial. Justamente por concentrarem volumosas (e crescentes) massas de recursos e pela quebra de muitas fronteiras na aplicação desses recursos, os fundos de investimento e os fundos de previdência se tornam atores-chave na compreensão da dinâmica financeira internacional.

Dados da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) indicam que nos Estados Unidos os ativos dos fundos de pensão correspondiam, em 2013, a 83% do produto interno bruto (PIB); no Reino Unido, no mesmo ano, essa proporção atingia os 100,7%. No Brasil, os valores ainda não chegaram a esses patamares verificados no centro, mas trata-se, igualmente, de um imenso volume de recursos. No país, ao final do primeiro semestre de 2014, o volume alcançado pelo conjunto das carteiras das entidades de previdência complementar era de R$ 1,071 trilhão, o que equivalia a mais de 20% do PIB brasileiro.

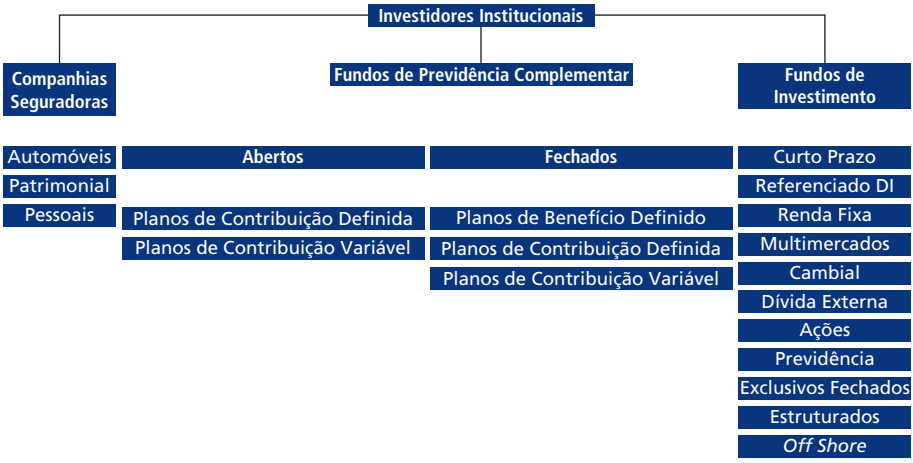
Esse volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debrucem sobre os fundos de previdência complementar e sobre a administração de suas carteiras. Dentro desse esforço, o presente trabalho tem como principal objetivo a análise das formas de alocação da riqueza gerida por esses fundos. Como objetivo associado, pretende-se avaliar as possibilidades de que essa enorme massa de recursos venha a se constituir como *funding* para o financiamento de longo prazo no Brasil. As pesquisas que dão origem a esse capítulo são parte integrante do projeto "Metodologias de acompanhamento dos principais mercados financeiros no Brasil", em seu subprojeto "Comportamento dos fundos de previdência (públicos e privados)", coordenado pela Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Além desta introdução, o texto seguirá a seguinte estrutura: *i*) breve discussão sobre os investidores institucionais, com algumas comparações internacionais; *ii*) apresentação do sistema brasileiro de previdência; *iii*) identificação dos distintos grupos de fundos de previdência complementar; *iv*) análise dos fundos fechados de previdência complementar (2004-2014); e *v*) considerações finais e encaminhamentos da pesquisa.

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, FUNDOS DE PREVIDÊNCIA E COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

Os investidores institucionais concentram e gerem poupanças individuais. Pelos ganhos de escala oriundos da concentração de recursos que estariam de outra forma pulverizados, mas também por contarem com uma estrutura profissional e *expertise*, supõe-se que esses investidores institucionais possam alocar a riqueza coletiva de forma não apenas a manter o patrimônio de seus detentores, mas também a gerar consideráveis ganhos de capital. No contexto de globalização financeira, os investidores institucionais assumem um papel de protagonismo na economia mundial, já que, concentrando volumosas (e crescentes) massas de recursos e diante da quebra de muitas fronteiras na aplicação dessa riqueza, tornam-se atores-chave na determinação da dinâmica financeira internacional. Esses investidores institucionais incluem basicamente as seguradoras, os fundos de previdência e os fundos de investimento, com subdivisões internas a cada um dos grupos (figura 1).

FIGURA 1
Principais investidores institucionais



Fonte: Bastos (2015), baseado em documentos da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), Superintendência de Seguros Privados (Susep) e Anbima.

A tabela 1 evidencia o acelerado crescimento dos ativos geridos pelos investidores institucionais desde o início do século. Os fundos de investimento são aqueles que mais aumentam as suas carteiras (até mesmo pela participação dos fundos de previdência nesses fundos de investimento, como se verá adiante), mas seguradoras e fundos de previdência também apresentam um ritmo bastante intenso de crescimento. Para os países da OCDE, o conjunto dos investidores institucionais atingiu, em 2013, o patamar de US$ 92,6 trilhões, o que corresponde a praticamente o dobro do PIB desses países.

TABELA 1
Investidores institucionais, ativos totais – países da OCDE (2001-2013)
(Em US$ trilhões)

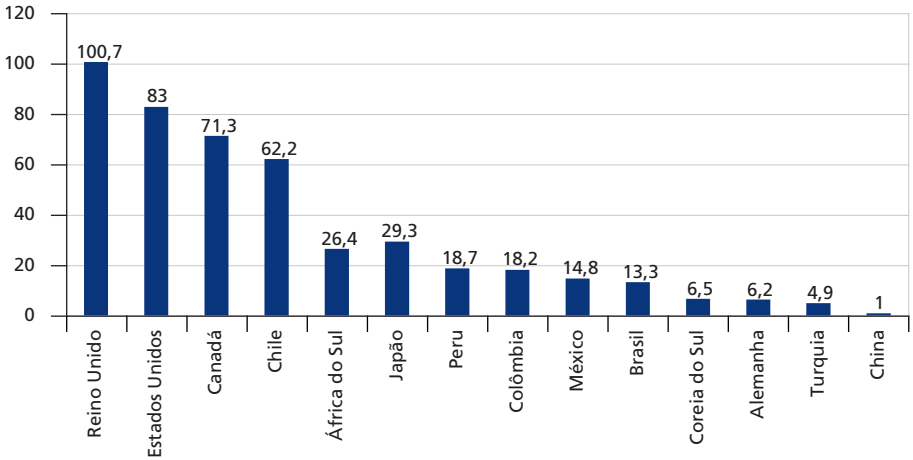
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fundos de previdência	11,0	10,8	13,3	14,7	15,9	17,9	19,6	15,8	18,0	20,0	20,6	22,3	24,7
Seguradoras	10,8	12,1	15,9	18,0	18,1	20,2	22,1	20,2	22,2	23,4	23,8	25,5	26,1
Fundos de investimento	12,0	12,3	15,2	17,4	19,0	22,6	26,4	21,4	26,9	28,9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

Fonte: OECD Global Pension Statistics. Disponível em: <http://bit.do/cDHAf>
Elaboração: Bastos (2015).
Obs.: *Outros veículos* incluem fundações, fundos de doações, parcerias de investimento privado e outras formas de investidores institucionais.

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

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

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



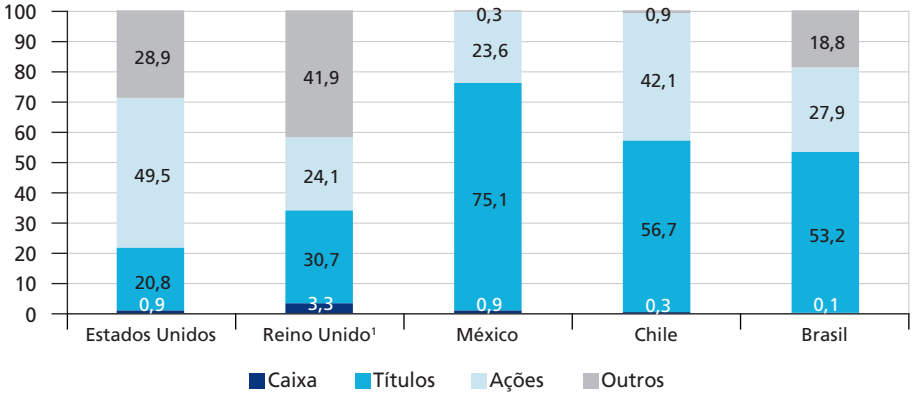
Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014).
Elaboração: Bastos (2015).

Para o Brasil, a estimativa da OCDE indicava uma relação de 13,3% do PIB em 2013, mas é importante frisar que esse valor corresponde meramente às entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs).2 De toda forma, ainda que seja um valor modesto se comparado àquele dos demais países da amostra, o crescimento vem sendo acelerado, como se discutirá na seção 4.

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

2. A explicação sobre as entidades fechadas e abertas de previdência complementar será feita a seguir, mas vale adiantar, desde já, que para o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar essa razão chegaria a praticamente 20% do PIB do país.

GRÁFICO 2
Fundos de previdência – alocação dos investimentos, países selecionados (2013)
(Em % dos investimentos totais)



Fonte: OECD Global Pension Statistics (2014).
Elaboração: Bastos (2015).
Nota: [1] Reino Unido, dados de 2012.
Obs.: Inclui alocação direta em títulos e indireta via fundos de investimento. A categoria *outros* inclui imóveis, operações com participantes, *hedge* e produtos estruturados.

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

3 O SISTEMA BRASILEIRO DE PREVIDÊNCIA

Como antecipado na introdução, coexistem, no Brasil, um sistema básico de previdência social – no modelo de repartição – e um sistema complementar – no modelo de capitalização. O sistema básico é público e consolidado no Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), autarquia do governo federal e vinculado ao Ministério da Previdência Social (MPAS). Para aqueles que desejam uma remuneração adicional,[3] a participação no sistema complementar é voluntária e as contribuições são geralmente realizadas em simultâneo àquelas destinadas ao sistema básico de previdência.[4]

É interessante perceber, porém, que o formato hoje chamado de "previdência complementar" surgiu no país antes mesmo da previdência social básica, ainda no século XIX. De acordo com documento do MPAS (Brasil, 2013), já em 1888 formaram-se no Brasil os primeiros fundos de pensão para funcionários da imprensa, do Ministério da Fazenda, dos Correios e da Marinha. O fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, que é hoje o maior fundo de previdência da América Latina, foi fundado

3. O limite máximo para as aposentadorias e os benefícios concedidos pelo INSS estava estipulado para atingir, em 2015, o valor de R$ 4.662.
4. Embora isso não seja uma regra, já que mesmo os inativos podem contribuir para o sistema de previdência complementar.

em 1904, sob o nome de *Caixa Montepio dos Funccionários do Banco da República do Brazil* (Lopes, 2011). O nascimento da previdência social, por sua vez, é associado à Lei Eloy Chaves, sancionada em 1923.[5]

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

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

QUADRO 1
Regimes de previdência – Brasil

	Regime geral	Regime próprio	Previdência complementar	
			Aberta	Fechada
Operação	INSS	Administração pública direta ou indireta	Sociedades anônimas com fins lucrativos	Fundações e sociedades civis sem fins lucrativos
Natureza	Pública	Pública	Privada	Privada
Instituição	Lei	Lei	Contratual	Contratual
Filiação	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Abrangência	Pessoas não contempladas pelos regimes próprios	Servidores da União, estados e municípios	Planos individuais e empresariais	Empresas e organizações coletivas
Fiscalização	MPAS	MPAS	Susep	SPC
Participantes – ativos e inativos (milhões)	54,7	7,1	37,0	3,2

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

Funcionando por um sistema de repartição, o regime geral não promove o acúmulo de riqueza, já que, como visto antes, as contribuições dos ativos são imediatamente transferidas aos inativos. Este estudo faz parte de uma pesquisa coletiva mais ampla, que investiga as formas de alocação da riqueza no Brasil. Com esse intuito, no que concerne à previdência, debruça-se sobre os *fundos complementares*, que, funcionando sob sistemas de capitalização, resultam em significativos montantes de riqueza acumulada.[6]

5. Para mais detalhes, ver Brasil (2013).

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

4 IDENTIFICAÇÃO DOS DISTINTOS GRUPOS DE FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

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

As pesquisas realizadas apontam para a necessidade de recorte dos fundos (e planos) de previdência complementar nos seguintes grupos:

- fechados *versus* abertos;
- grande porte *versus* pequeno porte;
- benefício definido (BD) *versus* contribuição definida (CD); e
- empresas públicas *versus* empresas privadas.

4.1 Fundos de previdência complementar: fechados *versus* abertos

Os fundos de previdência complementar fechados são também chamados de *fundos de pensão*. A diferença básica entre estes e os fundos abertos está nas possibilidades de adesão por parte do público e, em decorrência, no universo dos seus participantes. Os fundos fechados são exclusivos para funcionários de uma determinada empresa ou grupo de empresas; servidores da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios; e associações profissionais, classistas ou setoriais. Os fundos abertos, por sua vez, estão disponíveis para qualquer pessoa física que deseje aderir ou qualquer empresa que deseje oferecer o produto aos seus funcionários.

As entidades fechadas de previdência complementar, de acordo com a Lei Complementar nº 109/2001, devem organizar-se sob a forma de sociedade civil ou fundação sem fins lucrativos. Quando instituídos por alguma empresa, esses fundos devem ter uma gestão de recursos terceirizada, por intermédio da contratação de instituição autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) ou outro órgão competente. Na prática, as empresas de grande porte constituem as entidades fechadas que administrarão o fundo de previdência de seus funcionários. Essas empresas geralmente aportam recursos para complementar a contribuição individual de cada funcionário, com a proporção sendo variável, mas chegando, em muitos casos, a ser paritária (patrocinador e funcionário contribuem com o mesmo montante).

Dado que esses fundos estão vinculados às empresas, estas se tornam corresponsáveis, devendo prestar socorro na eventualidade de problemas financeiros do fundo.[7] Sob a ótica dos trabalhadores da empresa, trata-se de uma importante garantia com relação à preservação dos recursos que lhes remunerarão durante sua aposentadoria. Sob a ótica da gestão da empresa, o desempenho desses fundos acaba contaminando a percepção de risco sobre a empresa como um todo – sobretudo em empresas de capital aberto.

Em função disso – e também pela lógica de enxugamento de custos –, as empresas vêm crescentemente optando pelo não oferecimento – ou descontinuidade – desses fundos fechados aos seus funcionários. Oferecem, alternativamente, planos coletivos de entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), o que explica parte importante do exacerbado crescimento desses fundos abertos no período recente.

Nos últimos dez anos, os recursos dos fundos abertos mais que triplicaram em termos reais em razão da incorporação desses novos funcionários de empresas que outrora ofereciam fundos fechados, mas não só. O que ocorre, adicionalmente, é que esses fundos são geralmente geridos por bancos comerciais, sendo oferecidos aos seus correntistas na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer.[8] Como consequência, esses recursos não são necessariamente encarados segundo a lógica precípua dos fundos de previdência, qual seja, a de constituir uma poupança financeira que será utilizada apenas no momento da aposentadoria dos participantes. Alternativamente, são vistos como uma aplicação financeira que concorre com os demais produtos oferecidos pelo banco. Isso acaba sendo inclusive estimulado pelos privilégios tributários incidentes sobre alguns planos e, sobretudo, sobre a modalidade VGBL – Vida Gerador de Benefício Livre, que apresenta o benefício da tributação exclusiva sobre os rendimentos, enquanto em outras aplicações financeiras os tributos incidem na contribuição e no resgate.

Diante disso, os gestores desses planos abertos de previdência têm por hábito apresentá-los aos seus clientes como uma alternativa rentável de aplicação financeira, ainda que na ausência de propósitos propriamente previdenciários por parte do participante. A consequência inevitável é que esses fundos precisam apresentar um desempenho constantemente satisfatório em relação à média das outras aplicações financeiras, não apenas para atrair novos participantes, mas também para mantê-los. Se a rentabilidade desses fundos não for "competitiva" – mesmo que por um curto período –, os participantes migrarão para outras modalidades de investimento. Esse comportamento, bastante lógico do ponto de vista microeconômico, tem importantes implicações macro, sobretudo para os propósitos desta pesquisa, já que a possibilidade de que esses recursos dos fundos

7. De acordo com o artigo 21 da Lei Complementar nº 109/2001, "[o] resultado deficitário nos planos ou nas entidades fechadas será equacionado por patrocinadores, participantes e assistidos, na proporção existente entre as suas contribuições, sem prejuízo de ação regressiva contra dirigentes ou terceiros que deram causa a dano ou prejuízo à entidade de previdência complementar."

8. De acordo com o artigo 60 da Lei Complementar nº 109/2001, "[a] concessão de benefício pela previdência complementar não depende da concessão de benefício pelo regime geral de previdência social." Qualquer pessoa, portanto, pode participar desses planos, independentemente de sua condição laboral.

abertos de previdência constituam um *funding* de longo prazo fica problematizada. Isso, pois seus administradores se adaptam à necessidade de obtenção de resultados constantemente competitivos, praticando uma gestão de caráter preponderantemente "curtoprazista". Nos fundos fechados, por sua vez, os participantes preveem o uso desses recursos apenas no momento de sua aposentadoria, e esse horizonte temporal permite – ou, ao menos, deveria permitir – aos administradores uma gestão menos preocupada com os resultados de curto prazo.[9]

No que diz respeito ao arcabouço legal, há também diferenças. As entidades abertas de previdência complementar devem se constituir sob a forma de sociedades anônimas – ou por meio de seguradoras que operem apenas no ramo vida – e estão sujeitas à regulação do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e à fiscalização da Susep, órgãos ligados ao Ministério da Fazenda. As entidades fechadas, por sua vez, constituem-se sob a forma de fundações ou organizações civis sem fins lucrativos, sendo reguladas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) e fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), vinculados ao MPAS.[10]

A tabela 2 resume as principais diferenças entre as EFPCs e as EAPCs, apresentando também alguns dados relativos ao número de entidades e de participantes em cada um dos grupos.

TABELA 2
Entidades fechadas e abertas de previdência complementar

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

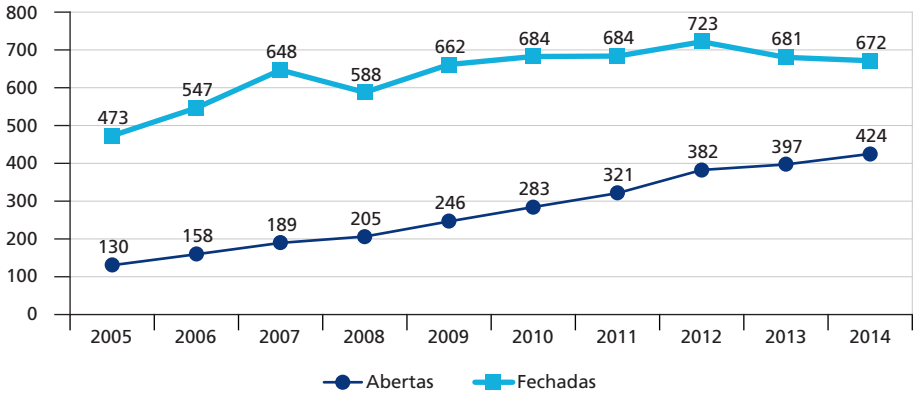
Fonte: Bastos (2015), Abrapp (2015) e FenaPrevi.
Notas: [1] Dados relativos a dez./2014 para EFPC e EAPC.
[2] Dados relativos a dez./2014 para EFPC e out./2014 para EAPC. Dado que um mesmo indivíduo pode ter mais de um plano de previdência, o número de participantes contém certamente dupla contagem. Para os planos individuais (que excluem, portanto, os empresariais) em EAPC, o número de CPFs registrados era, em out./2014, de 8.673.032.

Se as entidades abertas de previdência complementar são bastante majoritárias tanto no número de instituições, quanto no de participantes, do ponto de vista do

9. Essas questões, centrais para a pesquisa em curso, serão tratadas mais adiante detalhadamente.
10. Para mais detalhes, ver a Lei Complementar nº 109, de 29 de maio 2001; a Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009; e o Decreto nº 7.123, de 3 de março de 2010.

volume de recursos geridos, a situação se inverte, e, as entidades fechadas possuem uma carteira consolidada que é ainda bastante superior àquela das entidades abertas. O gráfico 3 mostra que, em dezembro de 2014, o conjunto das entidades fechadas dispunha de uma carteira de R$ 672 bilhões contra R$ 424 bilhões dos fundos abertos. No entanto, pelas razões discutidas aqui, os fundos abertos apresentam um crescimento muito mais acelerado. Entre 2005 e 2014, a taxa média de crescimento anual da carteira dos fundos fechados foi de aproximadamente 4% em termos reais, um valor que já é bastante elevado, mas aquela das entidades abertas foi mais do que o triplo (14% ao ano – a.a.). Destarte, algumas previsões já indicam que em pouco tempo o volume de recursos dos fundos abertos já será superior àquele das entidades fechadas.[11]

GRÁFICO 3
Carteiras consolidadas das entidades fechadas e abertas de previdência complementar (2005-2014)
(Em R$ bilhões, valores constantes de dezembro de 2014)



Fonte: Abrapp; Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (FenaPrevi).
Elaboração do autor.
Obs.: 1. Transformação em valores reais a partir do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE).

Para uma análise das tendências da alocação da riqueza financeira do conjunto dos fundos de previdência complementar, é necessário, portanto, acompanhar a evolução de ambos os grupos. Como principal diferença na gestão desses recursos, destaca-se a percepção, já indicada anteriormente, de que os recursos das entidades fechadas podem ter mais potencial para constituição de um *funding* de longo prazo, já que o horizonte temporal das aplicações é efetivamente longo – como seria de se esperar de um fundo de previdência. Os fundos abertos, por sua vez, gerem seus recursos segundo uma lógica mais curtoprazista, já que muitas vezes não cumprem o papel propriamente da previdência, mas são encarados apenas como uma – entre outras – alternativa de aplicação financeira.

11. Na contramão dessa tendência, é necessário destacar que a recém criada Funpresp, mencionada anteriormente, tende a crescer muito nos próximos anos, devendo tornar-se, em breve, o maior fundo de previdência complementar do Brasil.

4.2 Fundos de previdência complementar: grande porte *versus* pequeno porte

Como seria de se esperar, o conjunto dos fundos brasileiros de previdência complementar apresenta um espectro bastante amplo no que diz respeito ao seu porte. No que concerne aos fundos fechados, Lopes (2012) indica que aqueles com reservas inferiores a R$ 2 bilhões representam cerca de 84% do total, mas sua participação nas reservas totais não atinge 18%. A concentração desses recursos fica ainda mais patente quando se constata que os dez maiores fundos possuem mais de 60% dos recursos totais.

Essa segmentação é importante pois as pesquisas realizadas indicam um comportamento bastante distinto na gestão dos fundos, a depender de seu tamanho. Os fundos com volume reduzido de recursos costumam adotar uma postura mais conservadora (avessa ao risco), seja em função da menor margem para acomodar eventuais perdas, seja em função da ausência de uma estrutura profissional de gestão. Se o recurso à alocação de parte relevante da carteira em investimentos de renda fixa já é amplamente utilizado por todas entidades de previdência complementar, naquelas de menor porte a participação dessa modalidade de investimento é ainda mais importante, chegando comumente a 80% ou mesmo a 90% do portfólio. Entidades com estoques maiores de recursos têm mais condições de diversificar seus portfólios em direção a investimentos "alternativos."

Para as entidades fechadas de previdência complementar, essa diferença na estratégia dos fundos de grande e pequeno porte é muito nítida e, como mostra a tabela 3, o percentual alocado fora da renda fixa cresce em linha com o patrimônio da entidade.

TABELA 3
EFPC – Alocação média por faixa de patrimônio (2014)
(Em %)[1]

Patrimônio	Renda fixa	Outros
Até R$ 100 milhões	90,2	9,8
Entre R$ 100 milhões e R$ 500 milhões	85,4	14,6
Entre R$ 500 milhões e R$ 2 bilhões	84,1	15,9
Entre R$ 2 bilhões e R$ 10 bilhões	82,8	17,2
Acima de R$ 10 bilhões	69,2	30,8

Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.
Nota: [1] Os valores referem-se à média não ponderada de cada faixa de patrimônio. Como será mostrado no capítulo 8, contudo, os três maiores fundos do Brasil – Previ, Petros e Funcef – possuem carteiras com uma participação em renda fixa que é muito menor do que as médias apresentadas na tabela 3, puxando para baixo a participação desse tipo de aplicação na carteira consolidada total das EFPCs.

Fundos de pequeno porte, portanto, raramente adotam estratégias divergentes daquelas de seus pares. Ao contrário, tendem a gerir suas carteiras absolutamente de acordo com as convenções do mercado, seja pelo mimetismo, seja porque, não contando com uma estrutura profissional de gestão de portfólio, contratam consultorias que acabam

sendo as verdadeiras responsáveis pela gestão do conjunto das carteiras desses pequenos fundos. Dessa forma, percebe-se que: *i*) mesmo em conjunto, os fundos de pequeno porte representam uma parcela pequena do volume total de recursos; e *ii*) o comportamento desses fundos é bastante previsível e conservador. Diante disso, percebe-se que, para os propósitos desse trabalho, a análise desses fundos de pequeno porte é bem menos relevante do que aquela dos grandes fundos.

4.3 Planos de previdência complementar: benefício definido *versus* contribuição definida

Os planos de previdência com "benefício definido" são aqueles nos quais os participantes já sabem de antemão qual será o valor recebido no momento da aposentadoria e as contribuições são calculadas em função desse rendimento futuro. Em geral, o benefício representará um percentual pré-acordado do salário que se recebe na ativa. Tende a ser, portanto, um fundo mais seguro para o participante, em função da previsibilidade de seu benefício futuro.

Nos planos com "contribuição definida" , por sua vez, a lógica é inversa: são os pagamentos realizados pelo participante durante a vida ativa que têm seu valor previamente estabelecido e a renda futura dependerá da valorização dessa aplicação financeira. Cada participante tem a sua conta individual, de forma que os riscos associados ao desempenho dessas aplicações recaem sobre os participantes e não sobre a entidade. Uma terceira modalidade é aquela de "contribuição variável" (CV), que configura planos com algumas características de BD – normalmente a cobertura de riscos – e outras de CD, mas que, do ponto de vista da gestão das carteiras, assemelha-se preponderantemente aos planos CD.

No caso dos planos BD, os valores a serem pagos já estão pré-definidos e independentemente dos resultados das aplicações financeiras realizadas, a entidade de previdência tem o compromisso de arcar com o passivo assumido. Para além da possibilidade de uma rentabilidade da carteira inferior à necessária para cobrir com os gastos pré-assumidos, as alterações demográficas e o aumento da longevidade também podem gerar prejuízos a essas entidades. Havendo descasamentos atuariais ou financeiros, deve haver uma repactuação e, no caso de fundos fechados, a empresa patrocinadora geralmente assumirá o ônus – embora os participantes também possam ser chamados a contribuir para essa repactuação.[12]

Diante disso, a tendência inequívoca das entidades de previdência complementar, já há alguns anos – não só no Brasil, mas em todo o mundo –, tem sido de interrupção na oferta desses planos com benefício definido, em prol dos planos com contribuição definida (ou variável, que seguem uma lógica semelhante). No caso das entidades abertas, isso já é mais consolidado e elas sequer oferecem

12. Para mais detalhes, consultar a Lei Complementar nº 109/2001.

planos BD – já que eventuais descasamentos teriam de ser cobertos pela instituição financeira gestora; mas mesmo as entidades fechadas (em sua maioria) descontinuam seus planos BD, oferecendo aos novos funcionários planos CD ou CV.

No Brasil, esse movimento é nítido, com a participação dos planos BD tendo passado de, aproximadamente, dois terços, em 1994, para menos de 30%, em 2014. Em contrapartida, os planos CD e CV já representam mais de 70% do total.

Essas regras distintas determinam maneiras igualmente distintas de gerir esses planos. Os planos BD possuem um passivo que pode ser considerado mais "rígido", já que suas obrigações (presentes e futuras) não oscilam conforme os movimentos do mercado. Dessa forma, suas metas de rentabilidade acabam tendo de ser, em alguns momentos, mais ousadas do que aquelas dos planos CD. Para os propósitos desta pesquisa, isso é particularmente relevante, pois em contextos de queda nas taxas de juros reais básicas, essas entidades gestoras de planos BD devem buscar formas alternativas de investimento para continuar perseguindo uma rentabilidade que lhe permita fazer face aos passivos assumidos. Historicamente, portanto, essas entidades têm uma carteira com maior participação de investimentos em renda variável ou outras formas alternativas (como será visto adiante).

Os fundos CD, por sua vez, possuem um passivo variável, já que o pagamento a ser feito aos aposentados dependerá da rentabilidade das aplicações. Não tendo obrigações "fixas", a acomodação a eventuais momentos de queda nas taxas de juros reais é automática, já que passivos e ativos movem-se juntos. Como consequência, esses fundos têm menos estímulos para a busca de investimentos fora das aplicações em renda fixa, mais seguras e líquidas.

O resultado é que a rentabilidade das carteiras dos fundos BD tende a ser mais volátil do que aquele das carteiras de fundos CD. A análise das carteiras das entidades fechadas de previdência complementar segundo o tipo de plano (BD, CD ou CV) será realizada na seção 5 e corroborará as hipóteses aqui anunciadas.

4.4 Fundos de previdência complementar: públicos *versus* privados

Entre as entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs), há ainda uma importante segmentação a ser feita, qual seja, sobre a natureza da empresa patrocinadora. De acordo com o último Consolidado Estatístico da Abrapp, das 321 EFPCs hoje existentes no Brasil, 85 possuem um patrocinador público, 216 um patrocinador privado e as outras vinte são multipatrocinadas. No entanto, a despeito de serem menos numerosas, as entidades ligadas a empresas públicas concentram 63,9% dos investimentos totais das EFPCs, contra 35,7% daquelas que têm um patrocínio privado.[13]

13. Dados da Abrapp para junho de 2014.

Essa segmentação é relevante, pois a gestão das carteiras de entidades ligadas a patrocinadores públicos ou privados também pode ser bastante distinta. Isso ocorre, notadamente, em função da composição dos conselhos dessas entidades, já que, em grande parte das EFPCs, a empresa patrocinadora tem representantes no conselho responsável por determinar as diretrizes da entidade, o que inclui suas aplicações financeiras.[14] Isso é particularmente importante de ser destacado para as empresas públicas, pois seus representantes nos conselhos supracitados têm a possibilidade de interferir nas estratégias de alocação dos recursos dos fundos em questão, no sentido de adequá-las a eventuais determinações ou prioridades governamentais. Essas entidades ligadas a empresas públicas podem ser importantes instrumentos, portanto, para prover o financiamento necessário a investimentos ou operações que estejam em linha com as políticas públicas vigentes.[15]

Como se nota, destarte, essa subdivisão dos fundos de previdência complementar em alguns grandes grupos é importante para as análises relativas à gestão de suas carteiras. A presente pesquisa deve, portanto, contemplar essas especificidades e a seção seguinte concentra-se na análise dos fundos fechados de previdência complementar.

5 ANÁLISE DOS FUNDOS FECHADOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2014)

Como visto anteriormente, as entidades fechadas de previdência complementar – também chamadas de fundos de pensão – detêm cerca de dois terços do total dos ativos relativos aos fundos de previdência complementar do país. A despeito de as entidades abertas apresentarem no período recente um crescimento mais acelerado, o aumento dos ativos dos fundos fechados foi também bastante elevado nos últimos dez anos, apesar de algumas oscilações.

Antes de prosseguir, uma observação é necessária: o gráfico 3 apresentou dados sobre a carteira consolidada das entidades fechadas e abertas de previdência complementar em valores reais. O intuito foi demonstrar que mesmo com preços constantes, o crescimento dessas carteiras foi bastante elevado. No entanto, tendo em vista que a presente pesquisa concentra-se sobre as formas de alocação da riqueza financeira, percebe-se como mais importantes as análises sobre a *participação* das distintas formas de aplicação financeira nas carteiras dos fundos. As análises sobre os montantes, em termos absolutos, são ilustrativas mas secundárias, levando à opção por sua apresentação em valores correntes.[16]

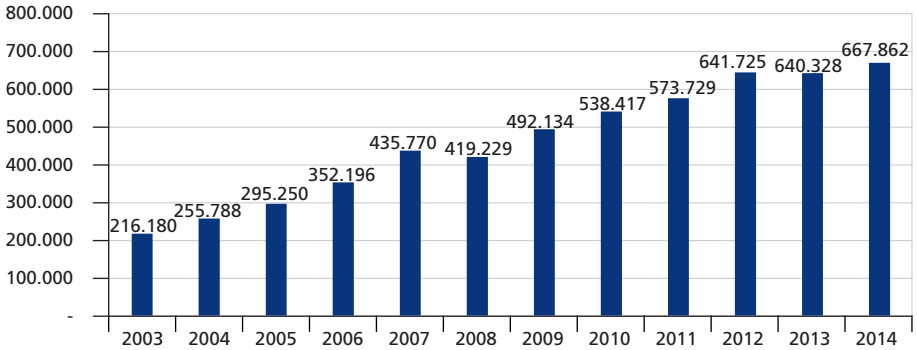
14. De acordo com o art. 16 §1º da Resolução nº 3.792/2009 do Conselho Monetário Nacional: "[a] política de investimento de cada plano deve ser elaborada pela Diretoria Executiva e aprovada pelo Conselho Deliberativo da EFPC antes do início do exercício a que se referir".

15. Rocha (2013) mostra o papel dos fundos de previdência complementar ligados a empresas públicas na constituição dos grandes grupos econômicos brasileiros ao longo dos anos 1990 e 2000.

16. O deflacionamento por um índice único não alteraria os dados sobre a composição percentual das carteiras.

No gráfico 4 são apresentados apenas os dados para a carteira consolidada de investimentos das EFPCs. O gráfico 4 deixa claro que entre dezembro de 2003 e dezembro de 2007 a carteira consolidada das EFPCs teve um crescimento impressionante, dobrando de tamanho, em termos nominais, em apenas quatro anos. Em 2008, os efeitos da crise internacional sobre a economia e, sobretudo, sobre o mercado financeiro brasileiro promovem uma queda abrupta no valor dos ativos que compõem as carteiras dessas entidades. De toda forma, já em 2009, com a recuperação da economia brasileira e do preço dos ativos em questão, reinicia-se uma fase de elevado crescimento que vai até 2012. A trajetória é novamente interrompida em 2013, outro ano atípico, notadamente no que diz respeito aos mercados financeiros. No cenário internacional, Ben Bernanke – presidente do Federal Reserve (Fed), o Banco Central dos Estados Unidos – anuncia, em maio, o chamado *tapering*, que consiste na redução do ritmo do *quantitative easing*, a política monetária expansionista praticada pelo Fed para combater os efeitos da crise dos *subprimes*; em função das dúvidas com relação ao momento preciso e à intensidade desse relaxamento, mas também às atividades especulativas que se seguiram, inicia-se um período de acentuada volatilidade nos mercados financeiros internacionais. No cenário doméstico, o relativamente baixo dinamismo da economia brasileira associado às chamadas "manifestações de junho" contribuíram para a configuração de um contexto de incertezas e de volatilidade também no mercado financeiro nacional. Como decorrência, a carteira de investimentos das EFPCs apresenta uma modesta perda de valor em 2013, com ligeira recuperação já no primeiro semestre do ano seguinte (gráfico 4).

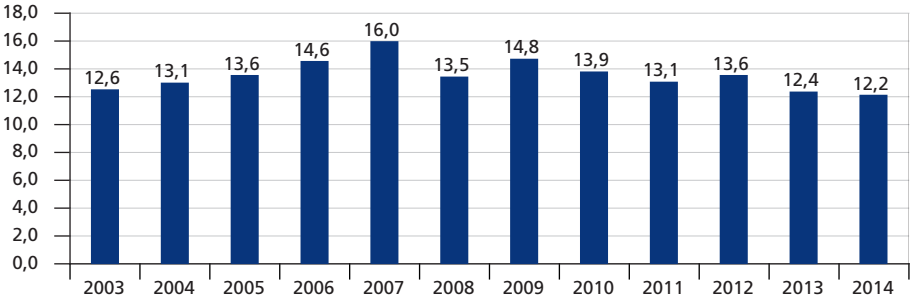
GRÁFICO 4
Carteira consolidada das entidades fechadas de previdência complementar
(Em R$ milhões, valores correntes)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

A análise da carteira total das EFPCs em relação ao PIB mostra um quadro um pouco distinto. Como mostra o gráfico 5, é apenas no pré-crise que a trajetória de crescimento desses ativos, como porcentagem do PIB, é contínua. Nos anos seguintes, a trajetória é oscilante e, em junho de 2014, essa relação é inferior até mesmo a 2008, auge da crise internacional.

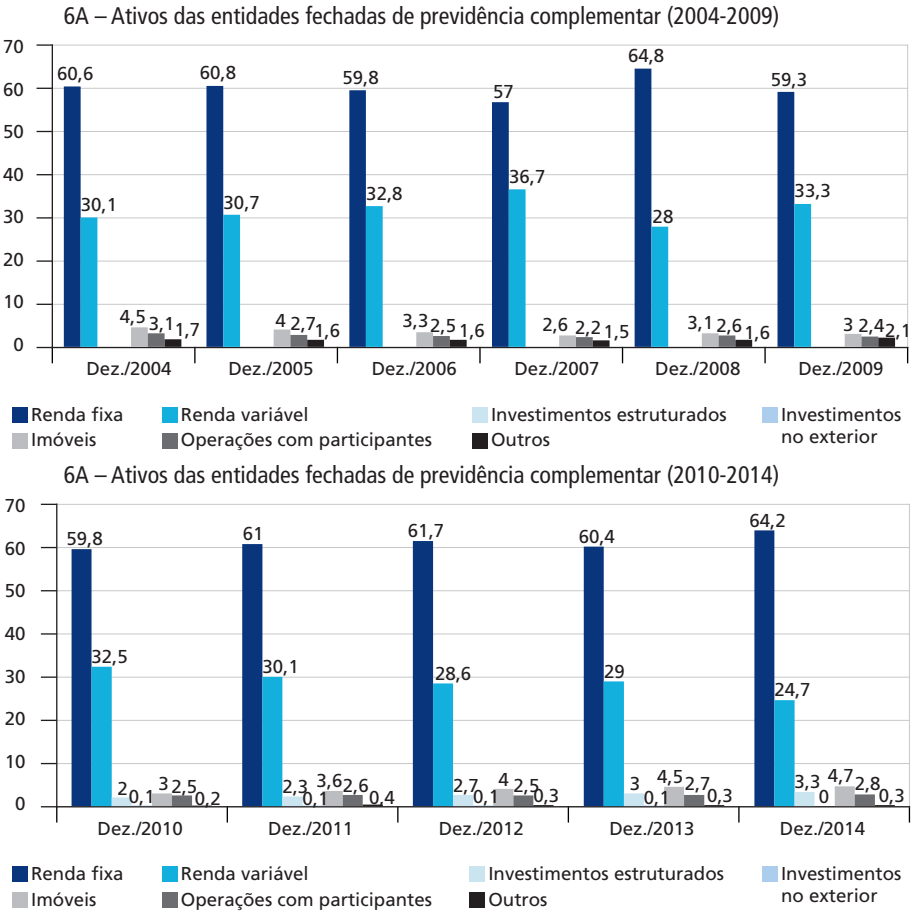
GRÁFICO 5
Carteira consolidada das EFPCs (2003-2014)
(Em % do PIB)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.
Obs: O dado de 2014 refere-se à carteira consolidada em junho e ao PIB acumulado nos quatro trimestres encerrados nesse mês.

Uma vez tendo verificado o montante total desses recursos (em termos absolutos e em relação ao PIB) e sua evolução ao longo dos últimos anos, é importante avaliar a forma como as carteiras dessas entidades vêm sendo alocadas. Nessa análise, uma fotografia da participação das distintas formas de investimento nas carteiras dessas entidades em 2004 e 2013 não revelaria grandes alterações, já que os investimentos em renda fixa mantêm-se no patamar de 60%, e aqueles em renda variável na faixa dos 30%, como mostra o gráfico 6. No entanto, essa comparação meramente entre o início e o fim da série esconde movimentos importantes e, sobretudo, o efeito da crise financeira internacional sobre essas carteiras.

GRÁFICO 6
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2004-2014)
(Carteira consolidada, por tipo de aplicação em % do total)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

Como se nota pelo gráfico 6, a participação dos investimentos em renda variável na carteira das EFPCs ampliou-se bastante entre 2004 e 2007. Isso é fruto da valorização desses ativos (aumento passivo na participação da renda variável), mas também de uma estratégia ativa dos gestores de aquisição de novos ativos do gênero. Afinal, o dinamismo da economia brasileira no período refletia-se em elevada rentabilidade nos mercados financeiros em geral, de forma que os fundos de pensão se aproveitaram desse momento para aumentar sua exposição em ativos de renda variável. No entanto, com a crise iniciada em 2007 no mercado estadunidense de hipotecas, o cenário se transforma, com significativas perdas no

mercado financeiro brasileiro. Isso se revela pela queda no valor total das carteiras, como visto no gráfico 5, mas particularmente pela participação dos ativos de renda variável no conjunto das carteiras das EFPCs, que cai mais de 7 pontos percentuais (p.p.) de dezembro de 2007 a dezembro de 2008 (gráfico 6) – já que os ativos de renda variável foram aqueles com valor mais afetado pela crise. A despeito de uma considerável recuperação já no ano seguinte – em função da revalorização dos próprios ativos em carteira –, a tendência, no período posterior, foi de redução da exposição a investimentos com renda variável, que caem para um patamar inclusive inferior àquele de 2004. A participação dos ativos de renda fixa, por outro lado, recupera o patamar que marcava o início da série, qual seja, em torno dos 60%.

Outra alteração que merece destaque diz respeito à aparição, a partir de 2010, de um percentual não desprezível de aplicações em "investimentos estruturados" (2% da carteira em 2010, passando a 3,1% em 2014). O surgimento dessa rubrica, no entanto, diz respeito meramente a uma exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto à forma de registro dos investimentos realizados pelas EFPCs.[17] De acordo com o art. 20 da Resolução nº 3.792 do CMN, de 24 de setembro de 2009, são classificados no segmento investimentos estruturados: *i*) as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações; *ii*) as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes; *iii*) as cotas de fundos de investimento imobiliário; e *iv*) as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aplicando-se os limites, os requisitos e as condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

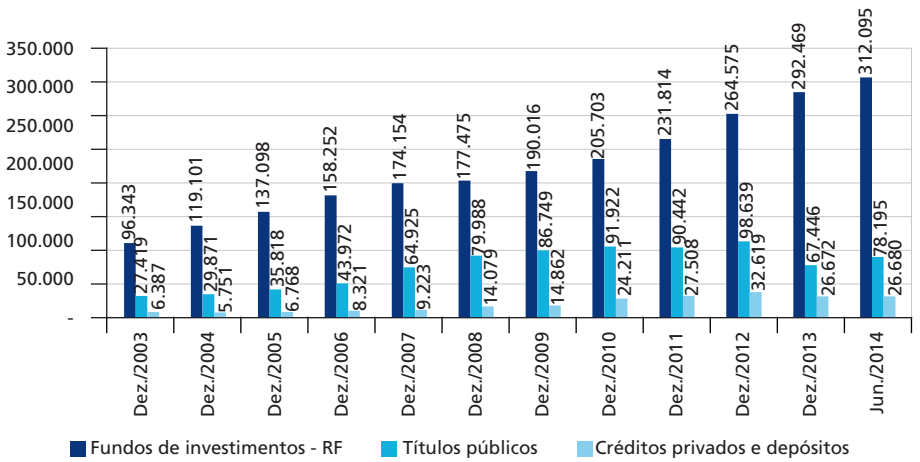
Feitas essas primeiras observações, passa-se, agora, a uma investigação mais aprofundada, que exige a abertura das rubricas supracitadas em subgrupos mais específicos. Ademais, optou-se, nos gráficos subsequentes, por apresentar as participações de cada grupo de ativos no total das carteiras, mas também os valores absolutos das aplicações (em R$ milhões), para verificar se eventuais quedas na participação são decorrentes de reduções absolutas ou apenas de um crescimento menor em relação às outras aplicações.

Começando pelos ativos de renda fixa, optou-se por apresentar, no gráfico 7, os montantes absolutos aplicados em Fundos de Investimento – Renda Fixa, que incluem as modalidades Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado,

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

Cambial e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC); em Títulos Públicos; e em Créditos Privados e Depósitos.[18] Iniciando-se a análise pelos títulos públicos, percebem-se dois momentos distintos: entre 2003 e 2010, o valor alocado nesses títulos aumenta enormemente, passando de R$ 27,4 bilhões no início da série para R$ 91,9 bilhões em 2010 (crescimento de 235%). Em 2011, houve ligeira redução no montante alocado em títulos públicos, provavelmente em função do início da trajetória de queda da taxa Selic, que a levou de 12,5% a.a. a 7,25% a.a. E, de 2012 para 2013, houve uma substancial redução no valor aplicado em títulos públicos (R$ 98,6 bilhões para R$ 67,4 bilhões); essa queda se deve à perda do valor de mercado dos títulos prefixados, em função do início de uma longa sequência de elevações na taxa Selic,[19] mas também a uma simples "remarcação" dos ativos; já algumas EFPCs (destaque para Petros e Funcef) colocaram esses títulos em fundos exclusivos de renda fixa, inflando o valor desses fundos e reduzindo o valor registrado em títulos públicos – esse ponto será retomado posteriormente.[20]

GRÁFICO 7
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2003-2014)
(Ativos de renda fixa – em R$ milhões)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

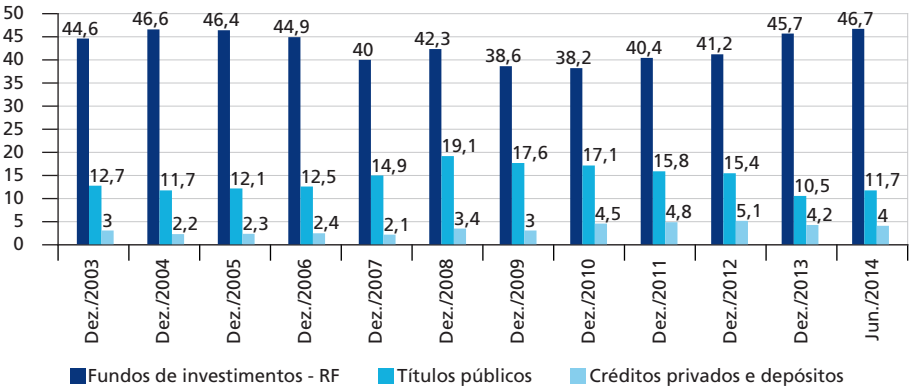
18. Por sua inexpressividade, a rubrica Sociedades de Propósito Específico (SPE) foi deixada de fora da análise.

19. Essa é uma das razões alegadas pelas entidades de previdência complementar para justificar a baixa rentabilidade obtida em 2013.

20. O relatório anual de 2013 da Funcef indica que: "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".

O montante alocado em fundos de investimento de renda fixa, por sua vez, apresenta crescimento acelerado e ininterrupto durante todo o período analisado. O único momento de relativa estagnação é em 2008, em função da crise internacional. De toda forma, ainda que o crescimento desse tipo de aplicação tenha sido modesto em 2008, o simples fato de não ter havido perda de valor nesse segmento já significou um crescimento relativamente grande em sua participação no total das carteiras, uma vez que os ativos de renda variável sofreram perdas nominais, como se verá mais adiante. Assim, a participação dos fundos de investimento em renda fixa na carteira consolidada das EFPCs, que sofria queda desde 2004, passa por uma elevação, saltando de 40% em 2007 para 42,3% em 2008, como mostra o gráfico 8.

GRÁFICO 8
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar (2003-2014)
(Ativos de renda fixa – em % do total da carteira)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.
Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RF" inclui Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado, Cambial e FIDC. Deixaram-se de fora as SPEs por sua inexpressividade.

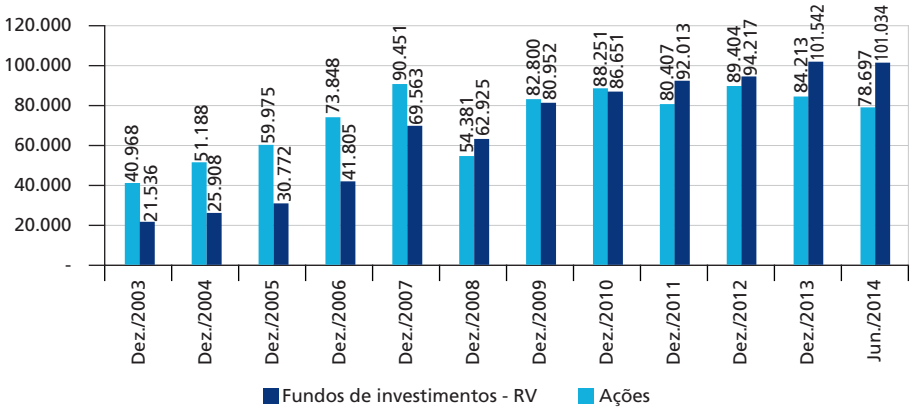
No que diz respeito à participação dos títulos públicos na carteira consolidada das EFPCs, o gráfico 8 mostra um claro ponto de inflexão. Do início da análise até o ano de 2008, os títulos públicos aumentaram mais de 6 p.p. em sua participação na carteira.[21] A partir desse ano, a queda foi também expressiva – pelos motivos elencados –, levando a participação dos títulos públicos à marca de 10,5% em 2013, com ligeira recuperação no primeiro trimestre do corrente ano.

Passando para a análise dos ativos de renda variável, a crise de 2008 também é o marco divisor das tendências, como mostra o gráfico 9. Como discutido anteriormente, o dinamismo da economia brasileira no período 2003-2007 refletiu-se

21. Em realidade, essa trajetória de elevação da participação dos títulos públicos na carteira consolidada das EFPCs inicia-se em 1994 – quando esses ativos representavam apenas 3,8% do total – e, à exceção de uma ligeira oscilação nos anos de 2003-2004, só é interrompida em 2008, quando representava 19,1% do total.

em aquecimento do mercado acionário e consequente elevação da propensão das EFPCs à realização de investimentos não apenas em ações, mas também em fundos de investimento vinculados a ações. Pelo movimento de aquisição desses ativos, associado à elevação de seus preços, o somatório do montante alocado em ações e fundos de investimento com renda variável passou de R$ 62,5 bilhões para R$ 160 bilhões, com a maior variação tendo ocorrido entre os anos de 2006 e 2007. No ano seguinte, ápice da crise internacional, a desvalorização desses ativos foi bastante grande, sobretudo no que diz respeito às ações. Já em 2009, nota-se uma revalorização desses ativos, mas não um retorno à trajetória pretérita. O montante alocado em ações fica oscilando em torno dos R$ 80 bilhões, patamar ainda inferior àquele que atingira no pré-crise. Os fundos de investimento em renda variável, por sua vez, retomam uma trajetória de crescimento, mas em ritmo bastante modesto.

GRÁFICO 9
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar
(Ativos de renda variável – em R$ milhões)

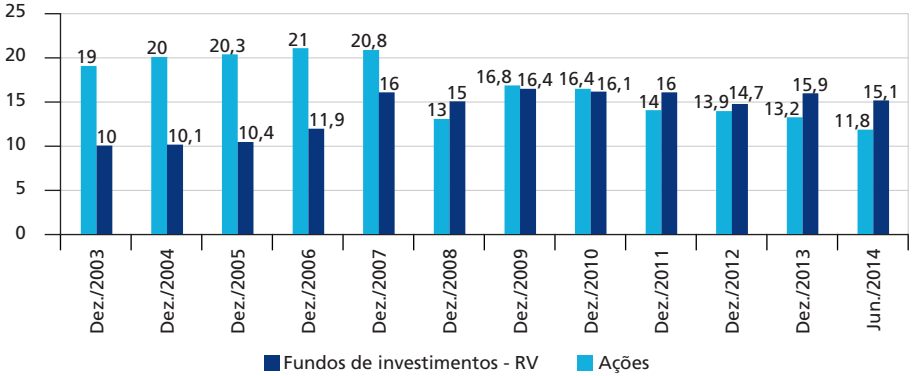


Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.
Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RV" inclui ações e índice de mercado.

Do ponto de vista da participação relativa, o gráfico 10 mostra que depois de um período de elevação, as ações sofrem queda de 7,8 p.p. no ano de 2008 e, apesar da recuperação de 2009 – em função da revalorização dos preços, como visto –, retoma trajetória declinante até o presente momento.[22] Depois das perdas de 2008 e no contexto da prolongada crise internacional, as EFPCs mostram-se bem menos dispostas a essa exposição ao mercado acionário e ao conjunto dos ativos de renda variável.

22. Olhando para um período mais longo, identifica-se que essa participação das ações na carteira consolidada das EFPCs já foi de 39,1% em dezembro de 1994.

GRÁFICO 10
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar
(Ativos de renda variável – em % da carteira consolidada)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.
Obs.: A rubrica "Fundos de investimento - RV" inclui ações e índice de mercado.

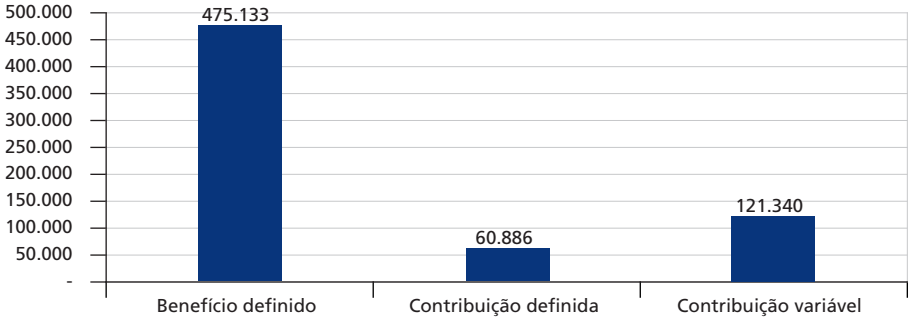
Antes de prosseguir com a segmentação da análise entre os planos de benefício definido e de contribuição definida, um comentário faz-se necessário: somadas as participações dos fundos de investimento em renda fixa e em renda variável, elas já atingem, em junho de 2014, 61,8% do total da carteira consolidada das EFPCs. A observação dos dados deixa nítida uma tendência de elevação dessa participação, sobretudo daquela dos fundos de investimento em renda fixa. As razões por trás desse fenômeno devem ser múltiplas e exigem investigações adicionais, mas pode-se desde já indicar um provável motivo, indicado por um dos diretores de um grande fundo de pensão brasileiro: colocando os ativos sob o "guarda-chuva" de fundos de investimento, contornam-se, de certa maneira, alguns pontos da regulação da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), já que os fundos de investimento são regulamentados diretamente pelo CMN.

5.1 Entidades fechadas de previdência complementar: planos BD e CD

Como já destacado, para o aprofundamento das pesquisas, é necessário segmentar a análise de acordo com a modalidade do plano de previdência, já que a gestão dos fundos com benefício definido é bastante distinta daquela dos fundos com contribuição definida ou contribuição variável. Passa-se, portanto, a uma desagregação dos dados mostrados aqui, de forma a investigar essas especificidades. Tendo em vista que as entidades abertas de previdência complementar não oferecem planos BD, os dados apresentados no gráfico 11 referem-se, exclusivamente, às EFPCs.

O volume de recursos dos planos BD supera largamente aquele dos demais planos. De acordo com os últimos dados disponíveis, de junho de 2014, os planos BD somavam uma carteira de R$ 475,1 bilhões, enquanto os planos CD e CV juntos chegavam a R$ 182,2 bilhões (gráfico 11).

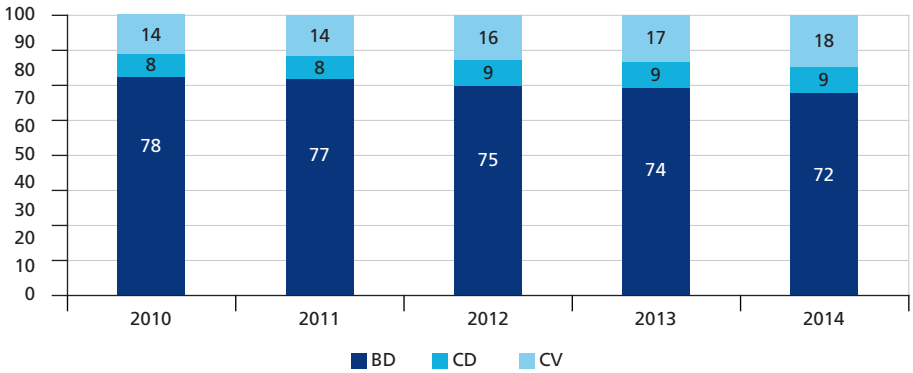
GRÁFICO 11
EFPC – Volume de recursos, por tipo de plano (BD, CD, CV)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

De toda forma, como já se destacou, a tendência recente tem sido de aumento expressivo do número de planos CD e CV, em detrimento dos planos BD. Do ponto de vista do volume de recursos, a trajetória é a mesma, e sobretudo os planos CV têm ganhado crescente participação no total, como se nota pelo gráfico 12.[23]

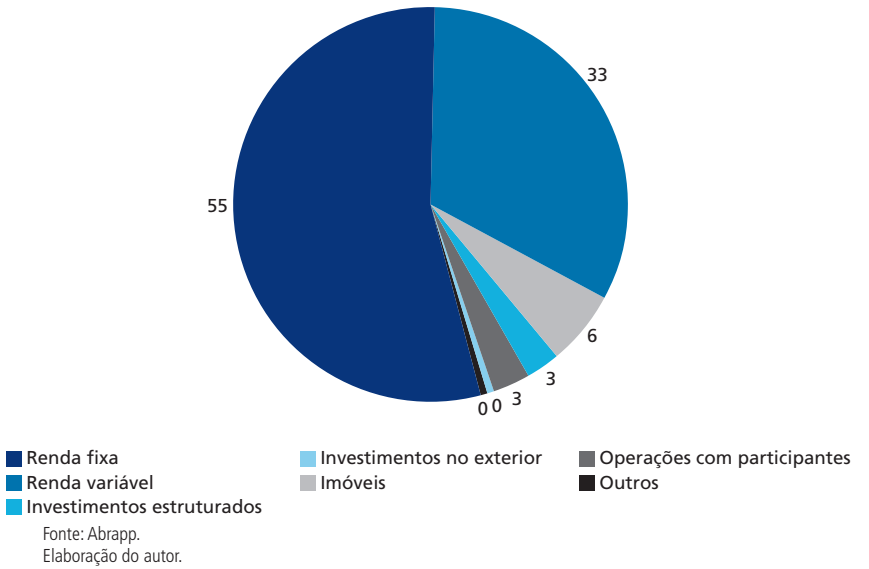
GRÁFICO 12
EFPC – Volume de recursos – Participação percentual, segundo a modalidade do plano (BD, CD e CV)
(Em %)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

23. Infelizmente, para essa segmentação não há dados consolidados para o período anterior a 2010, mas não há dúvidas de que a trajetória destacada ficaria ainda mais evidente.

GRÁFICO 13
Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano
(Em %)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

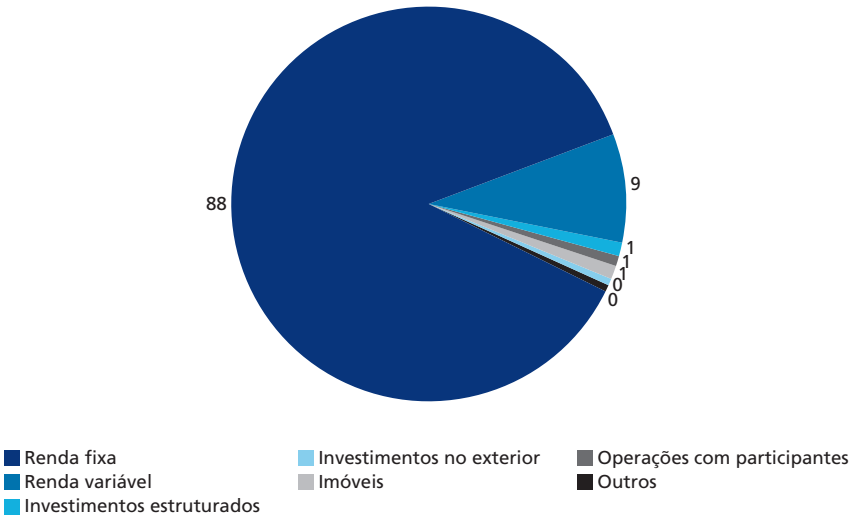
Assim, para permitir um panorama atual, mas também contemplar as perspectivas para o futuro, é importante analisar a composição das carteiras dos três tipos de plano. Começando pelo conjunto dos planos com benefício definido, nota-se que, em junho de 2014, pouco mais da metade da carteira estava alocada em ativos de renda fixa (54,5%); um terço em ativos de renda variável (33,3%); e o restante dividido entre os demais grupos de ativos (gráfico 13).

Quando se analisam as carteiras dos planos CD e CV, no entanto, a situação é completamente distinta. O gráfico 14 revela que nos planos CD quase 90% das carteiras estavam alocadas em ativos de renda fixa em junho de 2014. Para os planos CV, a parcela é um pouco menor (78,1%), mas, ainda assim, é muito superior àquela verificada para os planos BD. Fica claro, portanto, que a gestão das carteiras de planos CD e CV é, em geral, muito mais conservadora do que aquela dos planos BD.

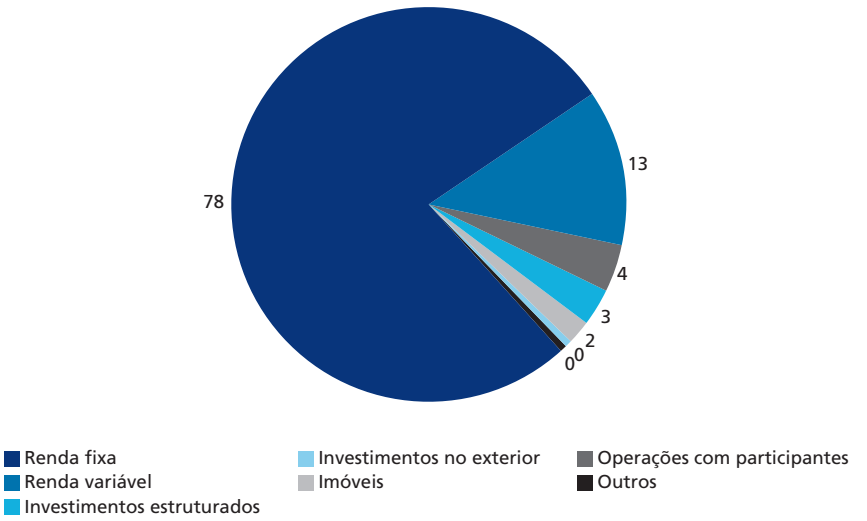
Como visto na seção 4, os gestores dos planos BD têm o compromisso de honrar com os passivos pré-assumidos; dada a "rigidez" desses passivos, precisam montar suas carteiras com aderência a esse perfil do passivo. Os planos CD e CV, por sua vez, costumam oferecer perfis de investimento aos participantes (conservador, moderado, arrojado etc.) e a maioria opta pelo perfil conservador,

já que os eventuais prejuízos recaem sobre a própria carteira, comprometendo a renda a ser recebida no futuro – diferentemente do que ocorre nos planos BD.

GRÁFICO 14
Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano
14A – Contribuição definida
(Em %)



14B – Contribuição variável
(Em %)



Fonte: Abrapp.
Elaboração do autor.

A análise das carteiras consolidadas das entidades fechadas de previdência complementar no período 2003-2014 mostrou, portanto, que essas participações sofreram variações ao longo do tempo – notadamente em função da crise internacional eclodida em 2008 –, mas sempre com uma preponderância dos ativos de renda fixa. Adicionalmente, nota-se um crescimento bastante acelerado nas aplicações em fundos de investimento (de renda fixa e variável).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E ENCAMINHAMENTOS DA PESQUISA

O estágio em que se encontram as pesquisas permite a proposição de algumas conclusões parciais e de alguns encaminhamentos necessários para o trabalho.

Como uma das principais conclusões parciais, destaca-se a necessidade de observação dos fundos de previdência complementar com algum grau de desagregação. Como visto, a gestão desses fundos pode variar enormemente, em função das suas características. A seção 4 indicou que:

- Os fundos fechados de previdência complementar são aqueles que efetivamente possuem passivos de longo prazo. Os fundos abertos, por sua vez, são oferecidos pelas instituições financeiras na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer. Assim, existe uma maior intolerância com eventuais *performances* insatisfatórias dessas carteiras, fazendo que a gestão desses investimentos adquira um caráter curtoprazista – ao contrário do que seria de se supor para um fundo previdenciário. Com os fundos fechados de previdência complementar, aí sim existe uma maior tolerância com eventuais períodos de baixa rentabilidade, já que os participantes não migrarão para outros tipos de aplicação financeira; diante disso, aumenta a possibilidade de uma gestão da carteira com um horizonte mais de médio/longo prazo.
- Os fundos de previdência complementar de pequeno porte tendem a adotar posturas bastante conservadoras na gestão de seus portfólios. Seja por uma menor margem financeira para acomodar possíveis perdas, seja pela ausência de uma estrutura profissionalizada, tendem a evitar exposição ao risco. Muitos desses fundos contratam consultorias para aconselhamentos sobre as decisões de investimento, o que tende a unificar ainda mais a conduta desses inúmeros pequenos fundos. Os fundos de grande porte, por sua vez, são aqueles com maiores condições de alocação de recursos em investimentos alternativos.
- Os planos de previdência complementar com benefício definido são aqueles com maior necessidade de adaptação das suas carteiras a eventuais alterações no mercado, já que possuem um passivo rígido e devem gerir seus ativos em busca de uma rentabilidade que lhes permita arcar com

esse passivo. Os planos com contribuição definida ou variável, por sua vez, não têm compromissos rígidos, sofrendo um estímulo menor para a busca de ativos alternativos nos momentos de transformações no mercado. Pode-se dizer que o parâmetro que norteia a busca de rentabilidade por parte dos fundos com contribuição definida ou variável é o próprio mercado (ou a média do mercado), enquanto aquele dos fundos com benefício definido é a meta atuarial pré-definida. Dessa forma, os fundos BD tendem a assumir maiores riscos, alocando percentuais maiores de suas carteiras em renda variável. É preciso ressaltar, no entanto, que os planos BD são normalmente os mais antigos, dificultando a separação analítica da importância do perfil do plano daquela de sua maturidade na explicação do fenômeno constatado.

- Entidades de previdência complementar ligadas a empresas públicas podem contemplar, em suas estratégias de investimento, o atendimento às prioridades definidas pelo poder público, já que o conselho dos fundos conta com membros da direção da própria empresa pública. Ainda que a composição dos conselhos seja paritária, o "voto de minerva" fica a cargo do representante da empresa patrocinadora

A constatação dessas especificidades dos distintos grupos de fundos de previdência complementar revela-se estratégica para o trabalho em curso. Se o propósito de fundo é entender as possibilidades de uso do estoque de riqueza gerido por essas entidades para a constituição de um *funding* de longo prazo no Brasil, as observações realizadas são cruciais. A percepção desta pesquisa é que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente atenderiam a esse propósito. De toda forma, uma parte dessas entidades pode 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.

Adicionalmente, é importante perceber que mesmo nessas entidades (fechadas, grandes e com patrocinador público), uma outra desagregação é necessária. Como destacado, os fundos com BD são aqueles com maior propensão à diversificação de seus portfólios em direção a ativos alternativos. Ademais, são aqueles que apresentam maiores dificuldades nos momentos de baixa rentabilidade. Como visto na seção 4, os fundos BD ainda são largamente majoritários, mas apresentam já há alguns anos participação declinante no total de recursos – tendência que deve prosseguir, já que os novos fundos são quase que exclusivamente CD ou CV.

Uma das perguntas que deram origem a essa pesquisa diz respeito aos efeitos da queda no patamar da taxa básica de juros no país. Entre agosto de 2011 e outubro de 2012, a taxa Selic baixou de 12,5% para 7,25% a.a. A expectativa era que os gestores dos fundos de previdência, diante da queda na remuneração dos títulos

públicos, se vissem forçados a buscar ativos mais rentáveis, favorecendo o uso dos recursos desses fundos para investimentos produtivos ou em infraestrutura. Esse movimento, porém, não foi verificado – ao menos em uma escala relevante. A conclusão preliminar, portanto é que essa indução à busca por ativos alternativos por intermédio da Selic só seria efetiva em um contexto de maior dinamismo da economia e dos mercados financeiros. Na conjuntura específica em que a queda da Selic ocorreu, os ativos alternativos não apresentavam a atratividade do período pré-crise e a demanda por eles manteve-se baixa, a despeito da menor rentabilidade dos títulos públicos. Ademais, os dados sobre o perfil da dívida pública mostram que ao final de 2011 eleva-se expressivamente a parcela de títulos públicos prefixados ou indexados a índices de preço,[24] revelando que já havia no mercado uma expectativa de queda na Selic e que eles já estavam se preparando para isso. De toda forma, é necessário destacar que o período em que a taxa Selic manteve-se em queda ou no patamar de 7,25% a.a. foi relativamente curto, já que em abril de 2013 reiniciou-se um processo de elevação da taxa que a reconduziu ao patamar atual, superior a 11% a. a. Para verificar os efeitos de uma taxa básica mais baixa sobre a alocação dos portfólios dos fundos de previdência, teria sido necessário mantê-la em um baixo patamar por um período mais prolongado.

Dada a percepção de que o grupo com maior potencial para provimento de *funding* de longo prazo é aquele composto pelas entidades fechadas de previdência complementar, de grande porte e, preferencialmente, ligadas a empresas públicas, optou-se, nesta pesquisa, por aprofundar as análises pela observação individual das três maiores entidades de previdência do país e que contemplam o perfil identificado. Com esse intuito, o próximo capítulo realiza uma análise mais aprofundada dos balanços anuais de Previ, Petros e Funcef, para uma apresentação detalhada de suas carteiras e das alterações verificadas no período em tela.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. **Consolidado estatístico**. 2003.

_____. **Consolidado estatístico**. 2004.

_____. **Consolidado estatístico**. 2005.

_____. **Consolidado estatístico**. 2006.

_____. **Consolidado estatístico**. 2007.

24. Dado que as metas atuariais são calculadas com base na inflação, essa remuneração vinculada a índices de preços é bastante conveniente aos fundos de previdência, sendo provável que eles tenham elevado seus investimentos em títulos com essa indexação. Essa hipótese será analisada ao longo do segundo semestre de pesquisas.

_____. **Consolidado estatístico**. 2008.

_____. **Consolidado estatístico**. 2009.

_____. **Consolidado estatístico**. 2010.

_____. **Consolidado estatístico**. 2011.

_____. **Consolidado estatístico**. 2012.

_____. **Consolidado estatístico**. 2013.

_____. **Consolidado estatístico**. 2014.

CHESNAIS, F. **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) – Universidade de Campinas, Campinas, 1995.

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório anual de Atividades**. 2004.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2005.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2006.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2007.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2008.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2009.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2010.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2011.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2012.

_____. **Relatório anual de atividades**. 2013.

KERR, L. S. **Relatório de Iniciação Científica relativa ao projeto Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil:** os fundos de previdência complementar. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp. 2014.

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

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. **Previdência Social**. Brasília, ano III, n. 5, jan.-abr. 2013.

PETROS. **Relatório anual Petros**. 2004.

_____. **Relatório anual Petros**. 2005.

_____. **Relatório anual Petros**. 2006.

_____. **Relatório anual Petros**. 2007.

_____. **Relatório anual Petros**. 2008.

_____. **Relatório anual Petros**. 2009.

_____. **Relatório anual Petros**. 2010.

_____. **Relatório anual Petros**. 2011.

_____. **Relatório anual Petros**. 2012.

_____. **Relatório anual Petros**. 2013.

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

_____. **Relatório anual Previ**. 2005.

_____. **Relatório anual Previ**. 2006.

_____. **Relatório anual Previ**. 2007.

_____. **Relatório anual Previ**. 2008.

_____. **Relatório anual Previ**. 2009.

_____. **Relatório anual Previ**. 2010.

_____. **Relatório anual Previ**. 2011.

_____. **Relatório anual Previ**. 2012.

_____. **Relatório anual 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) – Universidade de Campinas, Campinas. 2002.

ROCHA, M. A. M. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro**: uma história recente do grande capital brasileiro. 2013. Tese (Doutorado) – Universidade de Campinas, Campinas. 2013.

SARTI, M. M. **Relatório de Iniciação Científica relativa ao projeto "Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil**: os Fundos abertos de Previdência Complementar". Campinas: Instituto de Economia/Unicamp. 2014.

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

SIMÃO, E.; FOLEGO, T. Fundação pode ter tributação alternativa. **Valor Econômico**, 2014.