

De Conti, Bruno

**Working Paper**

## Os fundos brasileiros de previdência complementar: Segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos

Texto para Discussão, No. 2175

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* De Conti, Bruno (2016) : Os fundos brasileiros de previdência complementar: Segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos, Texto para Discussão, No. 2175, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/129897>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2175

TEXTO PARA DISCUSSÃO

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

Bruno De Conti





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

Bruno De Conti<sup>1</sup>

---

1. Professor do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e bolsista do Ipea em seu Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional – PNPD. O autor agradece os comentários e sugestões de Cláudio Hamilton Dos Santos, Marcos Antonio Macedo Cintra e Lucas Ferraz Vasconcellos, da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea, e de Antonio Carlos Macedo e Silva, Adriana Ferreira Nunes, Giuliano Contento de Oliveira e Daniela Magalhães Prates, do IE/Unicamp, isentando-os, contudo, dos eventuais equívocos remanescentes.

**Governo Federal**

**Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão**  
**Ministro** Valdir Moysés Simão

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

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

**Presidente**

Jessé José Freire de Souza

**Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Alexandre dos Santos Cunha

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado,  
das Instituições e da Democracia**

Roberto Dutra Torres Junior

**Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,  
Urbanas e Ambientais**

Marco Aurélio Costa

**Diretora de Estudos e Políticas Setoriais  
de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

**Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

André Bojikian Calixtre

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas  
e Políticas Internacionais**

José Eduardo Elias Romão

**Chefe de Gabinete**

Fabio de Sá e Silva

**Assessor-chefe de Imprensa  
e Comunicação**

Paulo Kliass

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

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

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

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

ISSN 1415-4765

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

CDD 330.908

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

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

JEL: G11; G23.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....	7
2 IDENTIFICAÇÃO DOS DISTINTOS GRUPOS DE FUNDOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR.....	10
3 ANÁLISE DOS FUNDOS FECHADOS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (2003-2014) .....	18
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS E ENCAMINHAMENTOS DA PESQUISA .....	31
REFERÊNCIAS .....	35
ANEXO .....	37



## SINOPSE

Os fundos brasileiros de previdência complementar detêm, em conjunto, uma carteira consolidada de investimentos que já supera R\$ 1 trilhão. Esse volume de recursos justifica, portanto, pesquisas que se debruçam sobre os referidos fundos e sobre a administração de suas carteiras. Dentro desse esforço, este trabalho tem como principal objetivo a análise das formas de alocação do estoque de riqueza gerido 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. Para tanto, sugere-se uma segmentação analítica dos distintos fundos de previdência complementar, que revela que aqueles com maior potencial para provimento desse *funding* são os fundos fechados, de grande porte e patrocinados por empresas públicas.

**Palavras-chave:** fundos de previdência complementar; financiamento; escolha de portfólio.

## ABSTRACT

Brazilian pension funds hold together a portfolio that exceeds R\$ 1 trillion. This volume of resources justifies researches that try to understand the management of these portfolios. This paper aims therefore to analyze the allocation of the wealth managed by these funds. As an associated goal, the paper aims to evaluate the possibilities of this huge mass of resources to eventually constitute a funding for the long-term financing in Brazil. With these purposes, the paper suggests an analytical segmentation of the different kinds of pension funds, which shows that those with the greatest potential to provide this funding are the closed, large and public companies funds.

**Keywords:** pension funds; financing; portfolio choice.





## 1 INTRODUÇÃO

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

Parte dos países do globo apresenta um sistema público de previdência, que, por meio dos tributos arrecadados, remunera a população beneficiária. Esse modelo, chamado de *sistema de repartição*, se baseia, 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.<sup>1</sup> Trata-se, portanto, de um sistema que concentra recursos de milhares de indivíduos e os aplica em ativos diversos, 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, permitirá uma maior valorização das carteiras.

---

1. Esse saldo acumulado pode ser resgatado pelo beneficiário mensalmente, à semelhança de uma aposentadoria convencional, ou de forma integral.

No Brasil, coexistem um sistema básico de previdência social – no modelo de repartição – e um sistema complementar – no modelo de capitalização. O sistema básico é público e consolidado no Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), autarquia do governo federal e vinculado ao Ministério da Previdência e Assistência Social (MPS). Para aqueles que desejam uma remuneração adicional,<sup>2</sup> a participação no sistema complementar é voluntária, e as contribuições são geralmente realizadas em simultâneo àquelas destinadas ao sistema básico de previdência.<sup>3</sup>

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 de 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 em 1904, sob o nome de “Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil” (Lopes, 2011). O nascimento da previdência social, por sua vez, é associado à Lei Eloy Chaves, sancionada em 1923.<sup>4</sup>

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. É importante destacar, porém, que não se trata de um fenômeno exclusivamente brasileiro, já que este ocorre em diversos países do globo.

O fenômeno em questão é parte integrante de um movimento muito mais amplo e profundo, chamado de *globalização financeira*,<sup>5</sup> cujo estudo transcende o escopo deste trabalho, mas que é importante de ser destacado em função de algumas das decorrências. O primeiro ponto importante, para os propósitos desta pesquisa, é a constata-

---

2. O limite máximo para as aposentadorias e os benefícios concedidos pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) está estipulado para atingir, em 2015, o valor de R\$ 4.662,00.

3. Embora isso não seja uma regra, já que mesmo os inativos podem contribuir para o sistema de previdência complementar.

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

5. Para mais detalhes, ver Chesnais (2005).

ção 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.<sup>6</sup>

Dados da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) indicam que nos Estados Unidos os ativos dos fundos de pensão correspondiam, em 2012,<sup>7</sup> a 74,5% do produto interno bruto (PIB); no Reino Unido, nesse ano, essa proporção atinge os 104%. No Brasil, os valores ainda não chegam 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 equivale 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, este 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 constituir-se como *funding* para o financiamento de longo prazo no Brasil.<sup>8</sup> As pesquisas que dão origem a esse texto 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 Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).<sup>9</sup>

6. Os investidores institucionais incluem basicamente as seguradoras, os fundos de previdência e os fundos de investimento. Para detalhes sobre seu protagonismo na dinâmica econômica e financeira contemporânea, ver Sauviat (2005).

7. Últimos dados disponíveis. Para detalhes: <<http://goo.gl/CNzb9n>>.

8. Interessantes análises sobre as possibilidades e os desafios do financiamento de longo prazo no Brasil estão em Freitas (2013) e Costa (2014).

9. A pesquisa será realizada em doze meses e este texto é fruto do primeiro semestre de trabalho. O autor agradece aos alunos do Instituto de Economia da Unicamp que, de alguma forma, colaboraram com este trabalho: Lucas Kerr (2014), Marcelo Mendonça Sarti, Henrique Bastos, Guilherme Lopes, Matheus Correia e Lorrana Contijo. Um agradecimento especial a Lucas Kerr e a Marcelo Sarti pelos trabalhos de iniciação científica que contribuíram de forma inestimável para a pesquisa.

Além desta introdução, o texto seguirá a seguinte estrutura: *i*) identificação dos distintos grupos de fundos de previdência complementar; *ii*) análise dos fundos fechados de previdência complementar (2004-2014); *iii*) conclusões preliminares e encaminhamentos da pesquisa.

## 2 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 importantes entre os distintos fundos. Como consequência, a gestão das carteiras desses fundos – objeto deste trabalho – pode ser também bastante distinta, sendo necessário segmentar a análise para não incorrer em generalizações indevidas. Na impossibilidade de estudo detalhado 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 de 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.

### 2.1 Fundos de previdência complementar: fechados *versus* abertos

Os fundos de previdência complementar fechados são também chamados de *fundos de pensão*. A diferença básica entre eles 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 a estes ou qualquer empresa que deseje oferecer o produto aos seus funcionários.

As entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs), 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 ou por 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, elas se tornam corresponsáveis, devendo prestar socorro na eventualidade de problemas financeiros do fundo.<sup>10</sup> 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, 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, pela incorporação desses novos funcionários de empresas que outrora ofereciam fundos fechados, mas não apenas por isso. O que ocorre, adicionalmente, é que esses fundos são geralmente administrados por bancos comerciais, sendo oferecidos aos seus correntistas na forma de uma aplicação financeira como outra qualquer.<sup>11</sup> Como consequência, esses recursos não são necessariamente encarados segundo a lógica precípua dos fundos de previdência;

---

10. De acordo com o art. 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” (Brasil, 2001, art. 21).

11. De acordo com o art. 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” (Brasil, 2001, art. 60). Qualquer pessoa, portanto, pode participar desses planos, independentemente de sua condição laboral.

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 vida gerador de benefício livre (VGBL), 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 abertos de previdência constituam um *funding* de longo prazo fica problematizada. Isso ocorre porque 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.<sup>12</sup>

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 Superintendência de Seguros Privados (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 (CNPCC) e fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), vinculados ao Ministério da Previdência Social.<sup>13</sup>

---

12. Essas questões, centrais para a pesquisa em curso, serão tratadas em mais detalhes adiante.

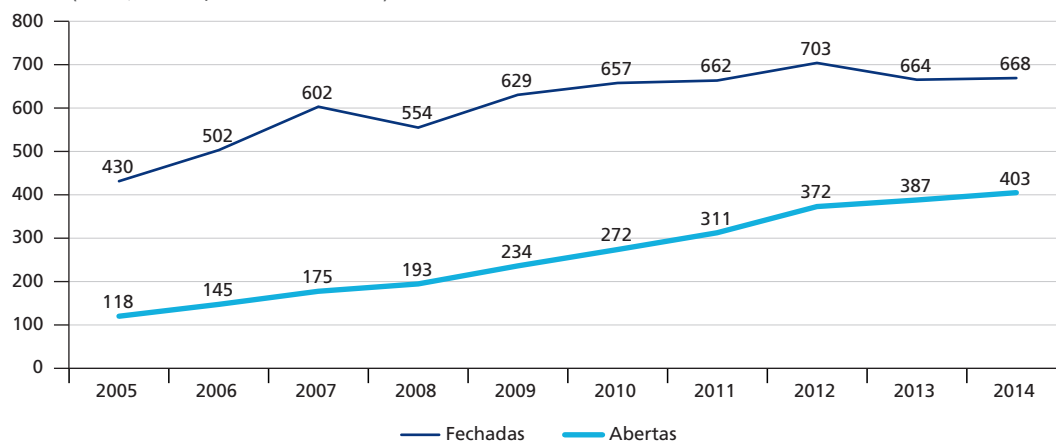
13. Para mais detalhes, ver a Lei Complementar nº 109, de 29 de maio 2001; a Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009; e o Decreto nº 7.123, de 3 de março de 2010.

Do ponto de vista do volume de recursos, os fundos fechados possuem uma carteira consolidada que é ainda bastante superior àquela das entidades abertas. O gráfico 1 mostra que em junho de 2014 o conjunto das entidades fechadas dispunha de uma carteira de R\$ 668 bilhões, contra R\$ 403 bilhões dos fundos abertos. No entanto, pelas razões discutidas anteriormente, 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 5,3% em termos reais, um valor que já é bastante elevado, mas aquela das entidades abertas foi praticamente o triplo – 15,5% 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.<sup>14</sup>

GRÁFICO 1

**Carteiras consolidadas das entidades fechadas e abertas de previdência complementar (2005-2014)**

(Em R\$ bilhões, valores constantes)



Fonte: Consolidado estatístico da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) e relatórios anuais da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi).

Elaboração do autor.

Obs.: Transformação em valores reais a partir do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os dados de 2014 são relativos a junho.

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

14. Na contramão dessa tendência, é necessário destacar que a recém-criada Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp) tende a crescer muito nos próximos anos, devendo tornar-se, em breve, o maior fundo de previdência complementar do Brasil.



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, geram 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.

## 2.2 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 (2011) 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 as entidades de previdência complementar, naquelas de menor porte a participação dessa modalidade de investimento é ainda mais importante, chegando comumente a 80% ou mesmo 90% do portfólio. Entidades com estoques maiores de recursos têm maiores condições de diversificar seus portfólios em direção a investimentos “alternativos”.

Para as EFPCs, essa diferença na estratégia dos fundos de grande e pequeno porte é muito nítida e, como mostra a tabela 1, a porcentagem alocada fora da renda fixa cresce em linha com o patrimônio da entidade.

TABELA 1  
**EFPC – Alocação média por faixa de patrimônio (jun. 2014)**  
(Em %)

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: Consolidado estatístico da Abrapp, 2014)

Obs.: Os valores referem-se à média não ponderada de cada faixa de patrimônio. Como será mostrado na seção 4, contudo, os três maiores fundos do Brasil (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ; Fundação Petrobras de Seguridade Social – Petros e Fundação dos Economistas Federais – Funcef) possuem carteiras com uma participação em renda fixa que é muito menor do que as médias apresentadas nesta tabela, 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; *ii*) o comportamento desses fundos é bastante previsível e conservador. Diante disso, nota-se, para os propósitos deste trabalho, a análise desses fundos de pequeno porte é bem menos relevante que aquela dos grandes fundos.

### 2.3 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 uma porcentagem pré-acordada do salário que recebe na ativa. Tende a ser, portanto, um fundo mais seguro para o participante, em função da previsibilidade de seu benefício futuro.

Nos planos com *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, se assemelha preponderantemente aos planos CD.

No caso dos planos BD, os valores a serem pagos já estão predefinidos 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.<sup>15</sup>

Diante disso, a tendência inequívoca das entidades de previdência complementar, já há alguns anos – não só no Brasil, mas também 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 planos BD – já que eventuais descasamentos teriam de ser cobertos pela instituição financeira gestora; mas mesmo as entidades fechadas – em sua maioria – descontinuem seus planos BD, oferecendo aos novos funcionários planos CD ou CV.

No Brasil, esse movimento é nítido, e os dados da Previc mostram que a participação dos planos BD, que era de quase 70% em 1994, caiu ininterruptamente ao longo dos últimos vinte anos, representando hoje menos de 30% do total. Em contrapartida, a participação dos planos CV passou, nesse mesmo período, de um quinto para cerca de um terço do total; e os planos CD, que não chegavam a 15% do total em 1994, são hoje preponderantes, representando cerca de 35% do total dos planos ativos de previdência complementar.<sup>16</sup>

Essas diferenças nas regras de cada modalidade determinam maneiras igualmente distintas na gestão desses 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 que aquelas dos planos CD. Para os propósitos desta

---

15. Para mais detalhes, ver a Lei Complementar nº 109/2001.

16. Dados retirados das Estatísticas Trimestrais da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

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, uma vez que passivos e ativos se movem juntos. Como consequência, esses fundos têm menos estímulos para a busca de investimentos fora das aplicações em renda fixa, mais seguras e líquidas.

É preciso ressaltar 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. De toda forma, as diferenças na gestão desses dois tipos de plano são inquestionáveis, como se verá adiante.

O resultado é que a rentabilidade das carteiras dos fundos BD tende a ser mais volátil que aquela 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 3 e corroborará as hipóteses aqui anunciadas.

## 2.4 Fundos de previdência complementar: públicos *versus* privados

Entre as entidades fechadas de previdência complementar, há ainda uma importante segmentação a ser feita; qual seja, sobre a natureza da empresa patrocinadora. De acordo com o último consolidado estatístico da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (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.<sup>17</sup>

17. 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.<sup>18</sup> 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.<sup>19</sup>

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. Esta pesquisa deve, portanto, contemplar essas especificidades. A seção seguinte concentra-se no estudo das entidades fechadas de previdência complementar, que, pelo exposto anteriormente, apresentam um potencial maior que os fundos abertos no provimento de *funding* de longo prazo.

### **3 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 1 mostrou dados sobre a carteira consolidada das entidades fechadas e abertas de previdência

---

18. De acordo com o art. 16 § 1ª da Resolução nº 3.792/2009, do Conselho Monetário Nacional (CMN): “[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” (CMN, 2009).

19. 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.

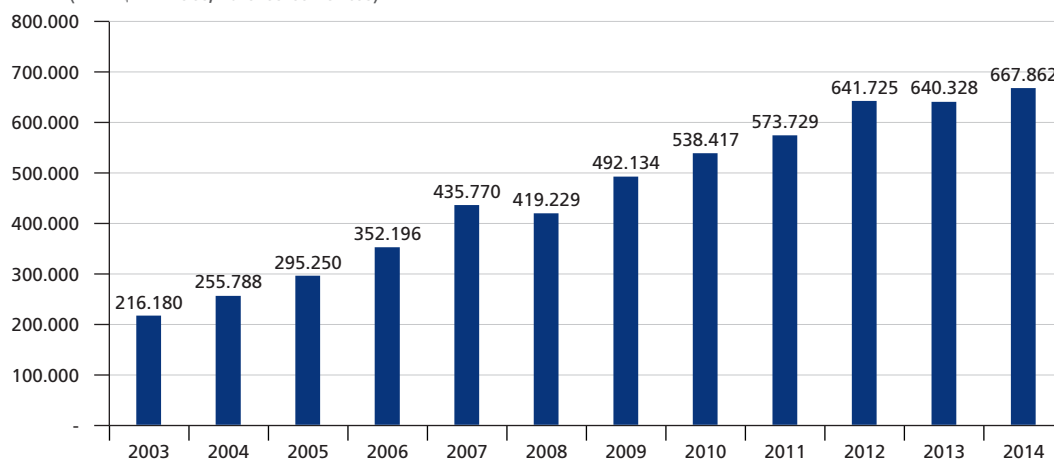
complementar em valores reais. O intuito foi demonstrar que, mesmo com preços constantes, o crescimento dessas carteiras foi bastante elevado. No entanto, tendo em vista que esta pesquisa se concentra sobre as formas de alocação da riqueza financeira, percebe-se como mais importantes as análises sobre a *participação* das distintas formas de aplicação financeira nas carteiras dos fundos. Os estudos sobre os montantes em termos absolutos são ilustrativos, mas secundários, levando à opção pela sua apresentação em valores correntes.<sup>20</sup>

No gráfico 2 são apresentados apenas os dados para a carteira consolidada de investimentos das EFPCs. O gráfico 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 não das dúvidas com relação ao momento preciso e à intensidade desse relaxamento, bem como 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 2).

---

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

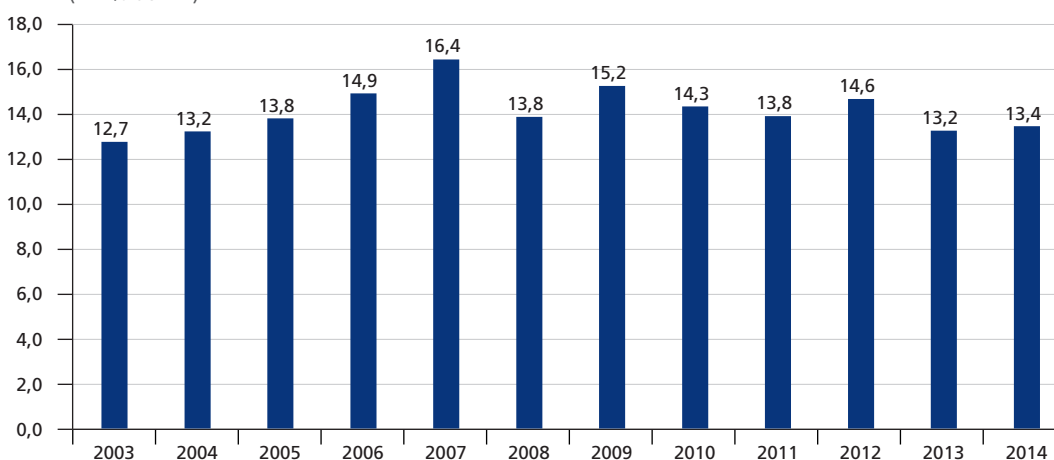
**GRÁFICO 2**  
**Carteira consolidada das entidades fechadas de previdência complementar (2003-2014)**  
 (Em R\$ milhões, valores correntes)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
 Elaboração do autor.

A análise da carteira total das EFPCs em relação ao PIB mostra um quadro um pouco distinto. Como mostra o gráfico 3, 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 3**  
**Carteira consolidada das EFPCs (2003-2014)**  
 (Em % do PIB)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
 Elaboração do autor.

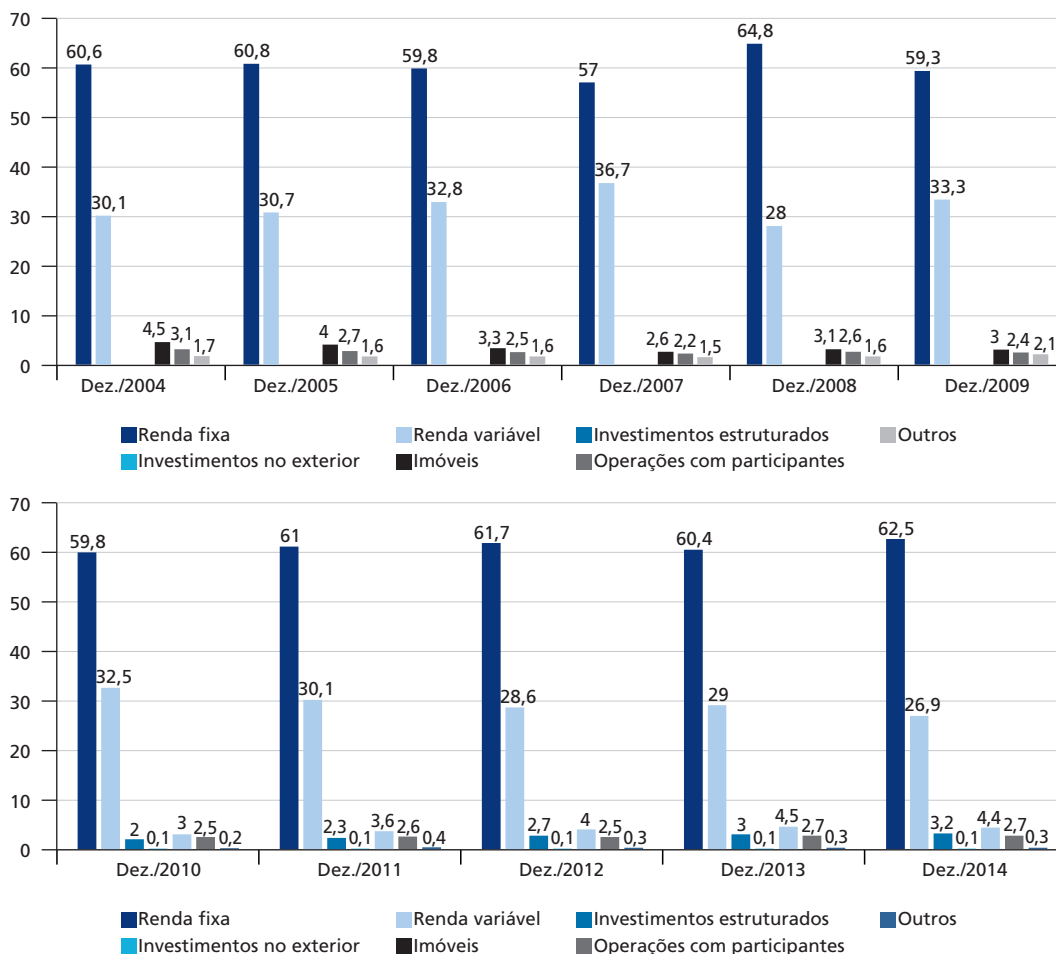
Obs: O dado de 2014 refere-se à carteira consolidada em junho e ao PIB acumulado nos quatro trimestres encerrados nesse mês.

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 se mantêm no patamar de 60% e aqueles em renda variável, na faixa dos 30%, como mostra o gráfico 4. 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 4

**Ativos das entidades fechadas de previdência complementar – carteira consolidada, por tipo de aplicação (2004-2014)**

(Em % do total)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
Elaboração do autor.



Como se nota pelo gráfico 4, a participação dos investimentos em renda variável na carteira das EFPCs ampliou-se bastante entre 2004 e 2007. Isso é fruto não apenas 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 não somente pela queda no valor total das carteiras, como visto no gráfico 3, 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 4) – 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 uma porcentagem não desprezível de aplicações em *investimentos estruturados* (2,0% 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.<sup>21</sup> 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

---

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

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 já referidas em subgrupos mais específicos. Ademais, optou-se, nos gráficos a seguir, por apresentar não apenas as participações de cada grupo de ativos no total da carteiras, mas também os valores absolutos das aplicações – em milhões de reais –, para verificar se eventuais quedas na participação são decorrentes de reduções absolutas ou apenas de um crescimento menor em relação às outras aplicações.

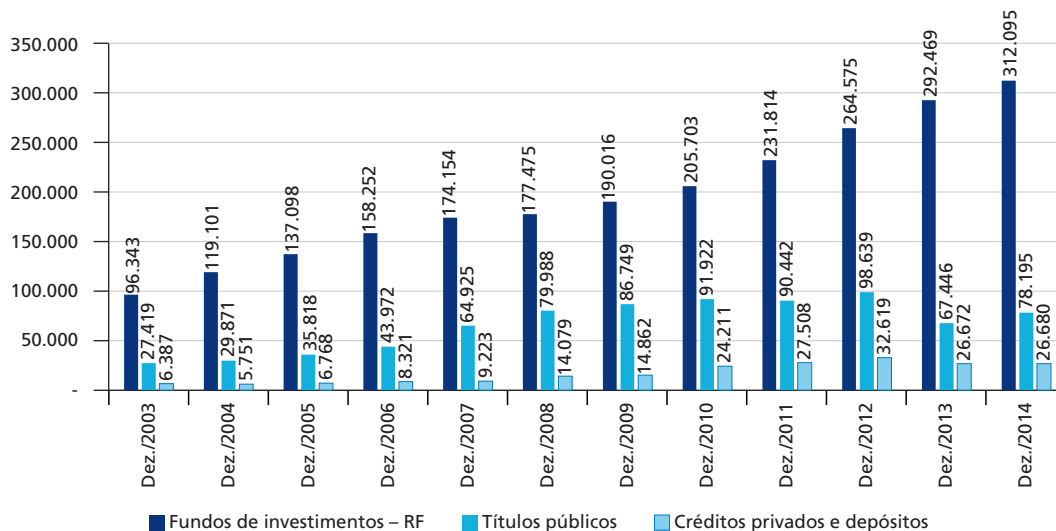
Começando pelos ativos de renda fixa, optou-se por apresentar, no gráfico 5, os montantes absolutos aplicados em fundos de investimento de renda fixa, que incluem as modalidades curto prazo, referenciado, renda fixa, multimercado, cambial e fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC); em títulos públicos; e em créditos privados e depósitos.<sup>22</sup> 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. para 7,25% a.a. E de 2012 a 2013, há 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 não apenas do início de uma longa sequência de elevações na taxa Selic,<sup>23</sup> mas também de uma simples “remarcação” dos ativos. Já algumas EFPCs – destaque para a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e a Fundação dos Economistas Federais (Funcef) – colocaram esses títulos em fundos exclusivos de

22. Por sua inexpressividade, a rubrica sociedades de propósito específico (SPE) foi deixada de fora da análise.

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

renda fixa, inflando o valor desses fundos e reduzindo o valor registrado em títulos públicos – esse ponto será retomado a seguir.<sup>24</sup>

GRÁFICO 5  
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar – ativos de renda fixa (2003-2014)  
(Em R\$ milhões)



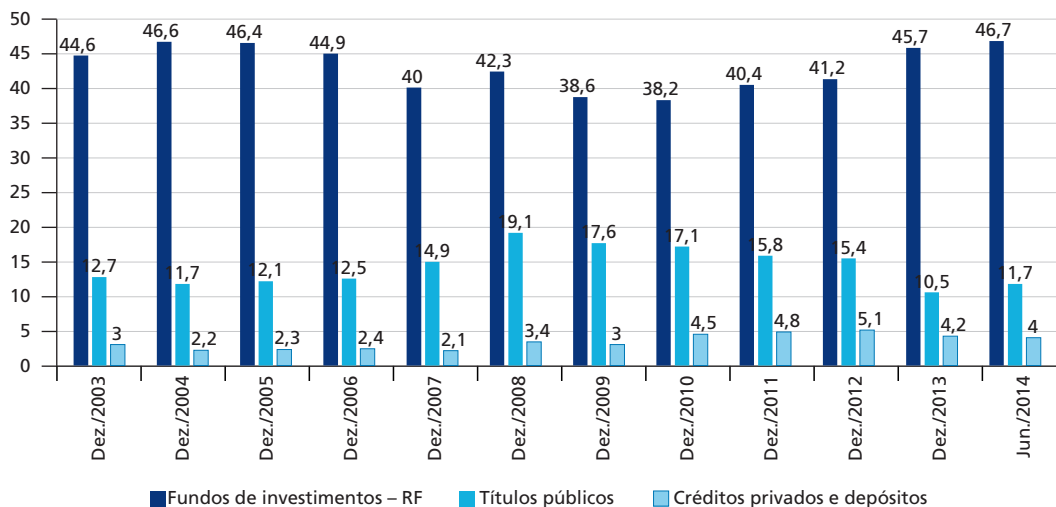
Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
Elaboração do autor.

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 a seguir. 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 6.

24. O relatório anual de 2013 da Fundação dos Economiários Federais (Funcfe) 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 Funcfe e a administração é da Caixa" (Funcfe, vários anos).

GRÁFICO 6

**Ativos das entidades fechadas de previdência complementar – ativos de renda fixa (2003-2014)**  
(Em % do total da carteira)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
Elaboração do autor.

Obs.: A rubrica *Fundos de investimento – RF* inclui curto prazo, referenciado, renda fixa, multimercado, cambial e FIDC. Deixou-se de fora as sociedades de propósito específico (SPE) por sua inexpressividade.

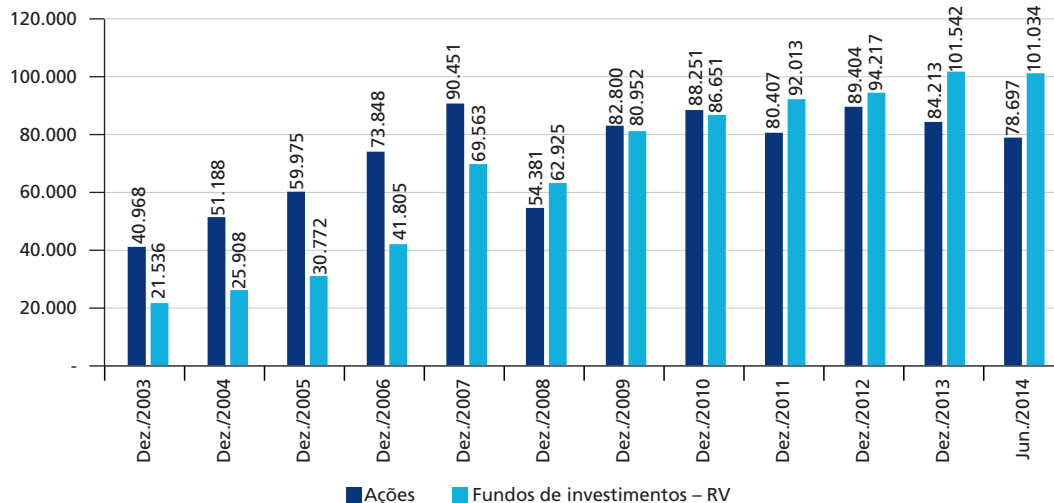
No que diz respeito à participação dos títulos públicos na carteira consolidada das EFPCs, o gráfico 6 mostra um claro ponto de inflexão. Do início da análise até 2008, os títulos públicos aumentaram em mais de 6 p.p. sua participação na carteira.<sup>25</sup> A partir desse ano, a queda foi também expressiva – pelos motivos elencados anteriormente –, 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 7. Como discutido anteriormente, o dinamismo da economia brasileira no período 2003-2007 refletiu-se 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,

25. Em realidade, essa trajetória de elevação da participação dos títulos públicos na carteira consolidada das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) se inicia em 1994 – quando esses ativos representavam apenas 3,8% do total – e, à exceção de uma ligeira oscilação no período 2003-2004, só se interrompe em 2008, quando representava 19,1% do total.

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 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 7  
Ativos das entidades fechadas de previdência complementar – ativos de renda variável (2003-2014)  
(Em R\$ milhões)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
Elaboração do autor.  
Obs.: A rubrica *Fundos de investimento – RV* inclui ações e índice de mercado.

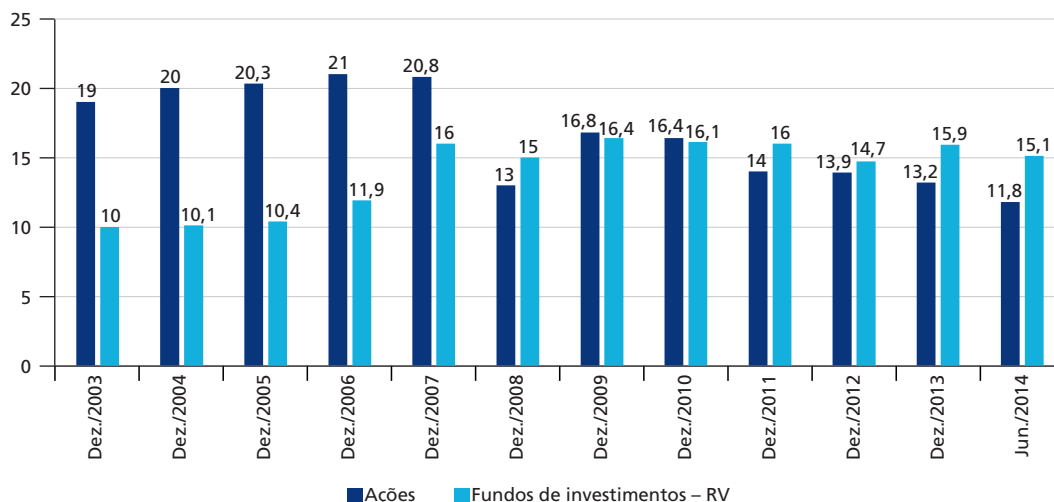
Do ponto de vista da participação relativa, o gráfico 8 mostra que, depois de um período de elevação, as ações sofrem queda de 7,8 p.p. em 2008 e, apesar da recuperação de 2009 – em função da revalorização dos preços, como visto anteriormente –, retoma trajetória declinante até o momento.<sup>26</sup> 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.

26. 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 8

**Ativos das entidades fechadas de previdência complementar – ativos de renda variável (2003-2014)**

(Em % da carteira consolidada)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).

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 determinar 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, contorna-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.

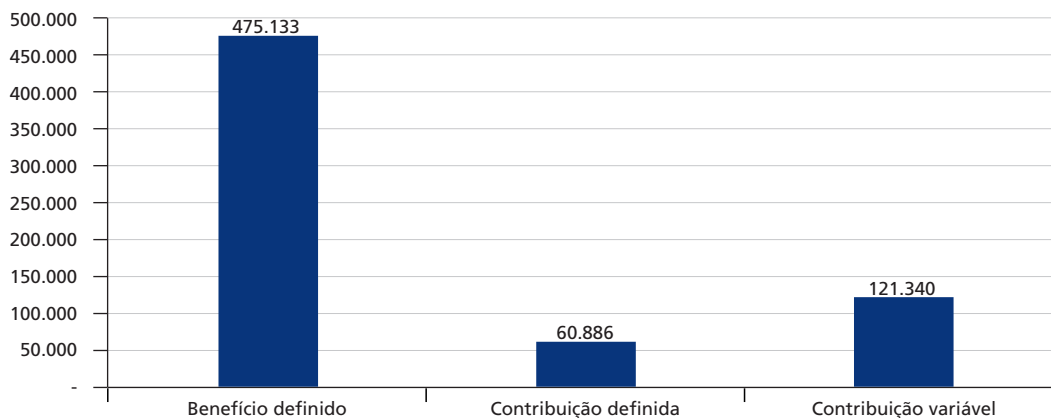
### 3.1 Entidades fechadas de previdência complementar: planos BD e CD

Como destacado na seção 2, 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 anteriormente, de forma a investigar essas especificidades. Tendo em vista que as entidades abertas de previdência complementar não oferecem planos BD, os dados a seguir se referem 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 9).

GRÁFICO 9  
EFPC – volume de recursos, por tipo de plano (BD, CD, CV)  
(Em R\$ milhões)

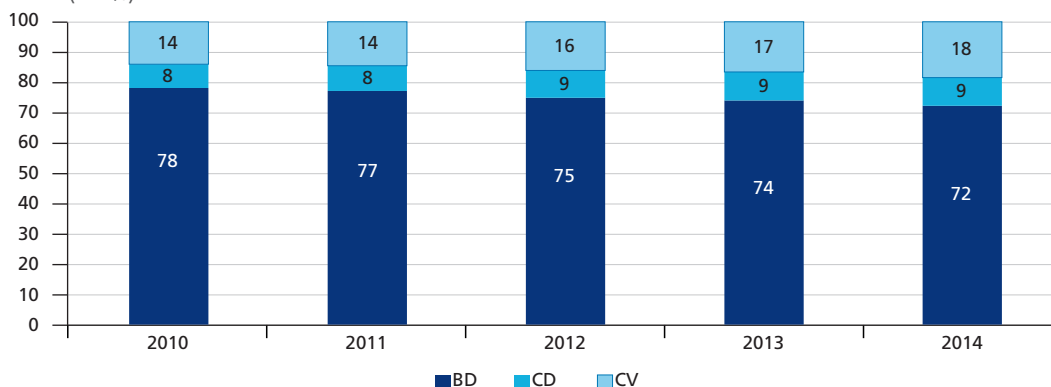


Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (2014).  
Elaboração do autor.

De toda forma, a seção 2 destacou que 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 10.<sup>27</sup>

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

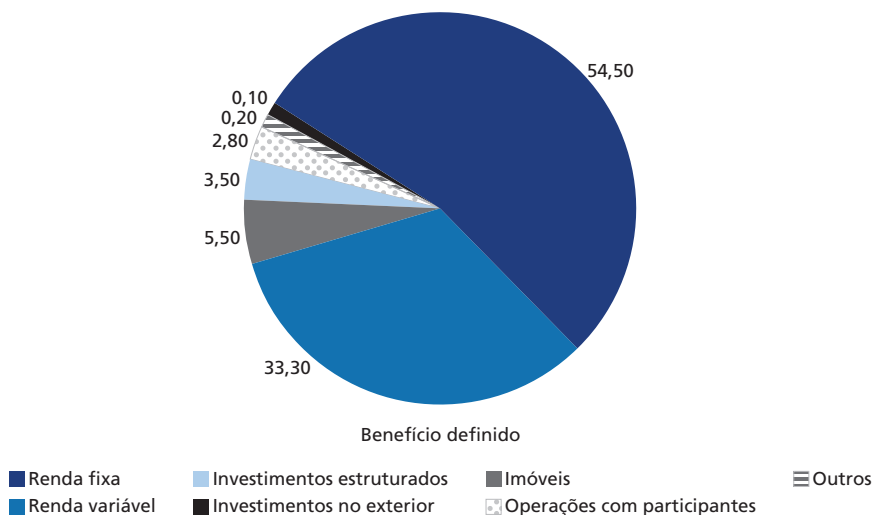
**GRÁFICO 10**  
**EFPC – volume de recursos – participação, segundo a modalidade do plano (BD, CD e CV)**  
(Em %)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (vários anos).  
Elaboração do autor.

Assim, para permitir um panorama atual, mas 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 11).

**GRÁFICO 11**  
**Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano**  
(Em %)



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (2014).  
Elaboração do autor.

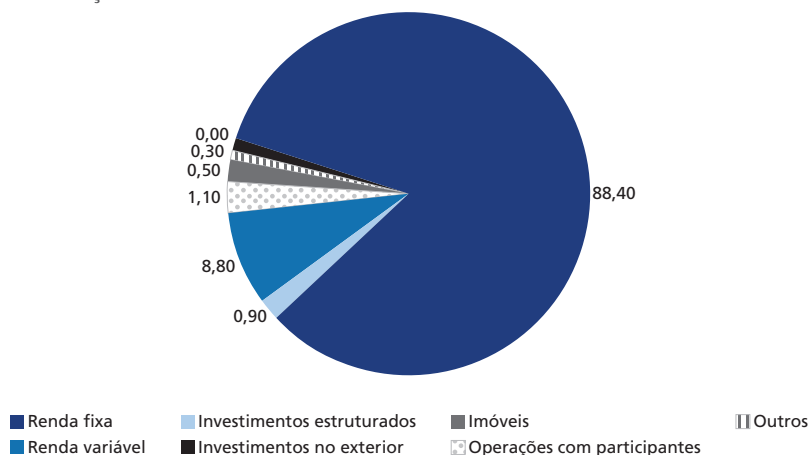


Quando se analisam as carteiras dos planos CD e CV, no entanto, a situação é completamente distinta. O gráfico 12 revela que, nos planos CD, quase 90% das carteiras estavam alocadas em ativos de renda fixa em junho de 2014. Para os planos CV, a parcela é um pouco menor (78,1%), mas, ainda assim, é muito 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 que aquela dos planos BD.

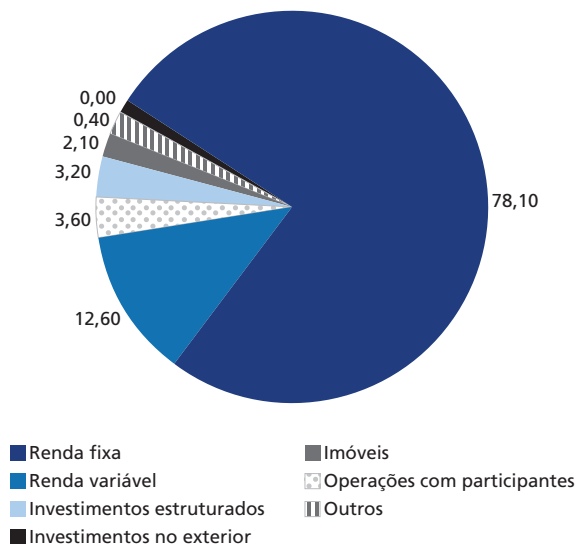
Como visto na seção 2, os gestores dos planos BD têm o compromisso de honrar com os passivos pré-assumidos; dada a “rigidez” desses passivos, precisam montar suas carteiras com aderência a esse perfil do passivo. Os planos CD e CV, por sua vez, costumam oferecer perfis de investimento aos participantes (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 12  
**Entidades fechadas de previdência complementar – alocação da carteira consolidada por tipo de plano**  
 (Em %)

12A – Contribuição definida



12B – Contribuição variável



Fonte: Consolidado estatístico da Abrapp (2014).  
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.

## 4 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 anteriormente, a gestão desses fundos pode variar enormemente, em função das suas características. A seção 2 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 predefinida. Dessa forma, os fundos BD tendem a assumir maiores riscos, alocando porcentagens 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.

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 anteriormente 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*. Percepção que é particularmente inquietante quando se nota que a tendência dos últimos anos tem sido de um crescimento muito mais acelerado dos fundos abertos e dos planos de contribuição definida, menos inclinados ao provimento do referido *funding*.

Adicionalmente, é importante perceber que mesmo nessas entidades (fechadas, grandes e com patrocinador público), uma outra desagregação é necessária. Como destacado anteriormente, os fundos com benefício definido 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 3, 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 12,55% a.a. 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 pesquisa precisará ser aprofundada com uma análise mais pormenorizada dos relatórios anuais dos distintos fundos de previdência e das estratégias de gestão apresentadas, mas a percepção é que o único movimento gerado foi de uma busca maior por fundos de investimento de renda fixa. 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, se eleva expressivamente a parcela de títulos públicos prefixados ou indexados a índices de preço,<sup>28</sup> 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 se manteve em queda ou no patamar de 7,25% a.a. foi relativamente curto, já que em abril de 2013 se reiniciou 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.

Como se vê, algumas questões começam a ser esclarecidas, mas outras emergem ao longo das investigações e exigem o aprofundamento das análises. Para a continuidade das pesquisas, os principais encaminhamentos previstos são:

- análise das carteiras dos fundos abertos de previdência complementar;
- análise pormenorizada dos balanços anuais da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ, vários anos), da Petros (vários anos) e da Funcef (vários anos), para detalhamento adicional de suas carteiras. O objetivo principal será o de perceber os setores para os quais se direcionam os recursos relativos aos investimentos realizados por essas entidades; e
- busca adicional pela legislação relevante para a compreensão do objeto de análise e de eventuais mudanças regulatórias e tributárias relativas aos fundos de previdência complementar.

---

28. 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.

## REFERÊNCIAS

BRASIL. Lei complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional, 2001.

———. Ministério da Previdência e Assistência Social. **Previdência Social**, n. 5, Brasília, MPAS, jan./abril 2013. n. 5.

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

CMN – CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Brasília: CMN, 2009.

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

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

FUNCEF – FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório Anual de Atividades**. Brasília: Funcef, vários anos.

KERR, L. S. **Tendências recentes da alocação da riqueza financeira no Brasil**: os fundos de previdência complementar. 2014. Relatório (Iniciação Científica) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

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

PETROS – FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL. **Relatório Anual Petros**. Rio de Janeiro: Petros, vários anos.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório Anual Previ**. Rio de Janeiro: Previ, vários anos.

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

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

### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

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

LOPREATO, F. L. C. **Dívida pública**: o limiar de mudanças?

CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA M. A. M. **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2014.

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

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

SIMÃO, E.; FOLEGO, T. Fundação pode ter tributação alternativa. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 jan. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/VBcZS0>>.

## ANEXO

### LEGISLAÇÃO

A análise das carteiras das entidades de previdência complementar e de suas transformações recentes exige inevitavelmente o acompanhamento da legislação vigente sobre o setor. Não raras vezes, aquilo que pela mera análise dos dados pode parecer uma mudança na estratégia de gestão dos ativos, nada mais é que o resultado de uma mudança regulatória – ou tributária. Destarte, faz-se necessário um esforço para a compreensão da legislação que rege os fundos de previdência complementar e de suas alterações ao longo do período estudado. Para auxiliar eventuais novas pesquisas que se debruçam sobre o tema, são elencados, a seguir, as leis, os decretos e as resoluções identificadas nessa pesquisa como as mais importantes. Em alguns casos, julgou-se importante deixar registrados, também, os trechos mais relevantes para a questão específica da alocação das carteiras dos fundos de previdência.

*Lei Complementar nº 109, de 29 de maio 2001.<sup>29</sup>*

Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências

#### CAPÍTULO I INTRODUÇÃO

Art. 1º O regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, é facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício, nos termos do *caput* do art. 202 da Constituição Federal, observado o disposto nesta Lei Complementar.

Art. 2º O regime de previdência complementar é operado por entidades de previdência complementar que têm por objetivo principal instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário, na forma desta Lei Complementar.

Art. 3º A ação do Estado será exercida com o objetivo de:

---

29. Disponível em: <<http://goo.gl/d0RZTM>>.



I - formular a política de previdência complementar;

II - disciplinar, coordenar e supervisionar as atividades reguladas por esta Lei Complementar, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro;

III - determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade de previdência complementar, no conjunto de suas atividades;

IV - assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios;

V - fiscalizar as entidades de previdência complementar, suas operações e aplicar penalidades; e

VI - proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios.

Art. 4º As entidades de previdência complementar são classificadas em fechadas e abertas, conforme definido nesta Lei Complementar.

Art. 5º A normatização, coordenação, supervisão, fiscalização e controle das atividades das entidades de previdência complementar serão realizados por órgão ou órgãos regulador e fiscalizador, conforme disposto em lei, observado o disposto no inciso VI do art. 84 da Constituição Federal.

## CAPÍTULO II

Art. 9º As entidades de previdência complementar constituirão reservas técnicas, provisões e fundos, de conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador.

§ 1º A aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos de que trata o *caput* será feita conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 2º É vedado o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação.

*Decreto nº 7123, de 03 de março de 2010<sup>30</sup>*

Dispõe sobre o Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC e sobre a Câmara de Recursos da Previdência Complementar – CRPC, e dá outras providências.

*Resolução CMN nº 3.792, de 24/9/2009<sup>31</sup>*

Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar

Capítulo VI  
DOS INVESTIMENTOS

Seção I

Dos Segmentos de Aplicação

Art. 17. 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.

Seção II

Dos Ativos

Art. 18. São classificados no segmento de renda fixa:

- I - os títulos da dívida pública mobiliária federal;
- II - os títulos das dívidas públicas mobiliárias estaduais e municipais;

---

30. Disponível em: <<http://goo.gl/o00AXG>>.

31. Disponível em: <<http://goo.gl/G70S09>>.

III - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen;

IV - os depósitos em poupança em instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen;

V - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias abertas, incluídas as Notas de Crédito à Exportação (NCE) e Cédulas de Crédito à Exportação (CCE);

VI - as obrigações de organismos multilaterais emitidas no País;

VII - os certificados de recebíveis de emissão de companhias securitizadoras; e

VIII - as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

§ 1º Os títulos ou valores mobiliários de emissores não relacionados nos incisos deste artigo somente podem ser adquiridos se observadas as seguintes condições:

I - com coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen;

II - com cobertura de seguro que não exclua cobertura de eventos relacionados a casos fortuitos ou de força maior e que garanta o pagamento de indenização no prazo máximo de 15 (quinze) dias após o vencimento do título ou valor mobiliário;

III - com coobrigação de instituição financeira, no caso de cédula de crédito imobiliário (CCI); ou (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.)

IV - com emissão de armazém certificado, no caso de *warrant* agropecuário (WA).

§ 2º Os títulos e valores mobiliários recebidos como lastro em operações compromissadas são classificados no segmento de renda fixa e devem ser considerados no cômputo dos limites estabelecidos nesta Resolução.

Art. 19. São classificados no segmento de renda variável:

I - as ações de emissão de companhias abertas e os correspondentes bônus de subscrição, recibos de subscrição e certificados de depósito;

II - as cotas de fundos de índice, referenciado em cesta de ações de companhias abertas, admitidas à negociação em bolsa de valores;

III - os títulos e valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE), com ou sem registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.)

IV - as debêntures com participação nos lucros;

V - os certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), de que trata o Art. 34 da Lei nº 10.257, de 10 de julho de 2001;

VI - os certificados de Reduções Certificadas de Emissão (RCE) ou de créditos de carbono do mercado voluntário, admitidos à negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado, ou registrados em sistema de registro, custódia ou liquidação financeira devidamente autorizado pelo Bacen ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência; e

VII - os certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em bolsa de mercadorias e de futuros.

Parágrafo único. A SPE, mencionada no inciso III deste artigo, deve:

I - ser constituída para financiamento de novos projetos, incluindo aqueles decorrentes de concessões e permissões de serviços públicos; (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.)

II - ter prazo de duração determinado e fixado na data de sua constituição; e

III - ter suas atividades restritas àquelas previstas no objeto social definido na data de sua constituição.

Art. 20. São classificados no segmento investimentos estruturados:

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

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

III - as cotas de fundos de investimento imobiliário; e

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

Art. 21. São classificados no segmento investimentos no exterior:

I - os ativos emitidos no exterior pertencentes às carteiras dos fundos constituídos no Brasil, observada a regulamentação estabelecida pela CVM;

II - as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como dívida externa;

III - as cotas de fundos de índice do exterior admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil;

IV - os certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior – *Brazilian Depository Receipts* (BDR) –, conforme regulamentação estabelecida pela CVM; e

V - as ações de emissão de companhias estrangeiras sediadas no Mercado Comum do Sul (Mercosul).

Art. 22. São classificados no segmento de imóveis:

I - os empreendimentos imobiliários, entendidos como aqueles imóveis que estejam em fase de construção, sem conclusão por habite-se, auto de conclusão ou documento equivalente concedido pelo órgão administrativo competente. (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.)

II - os imóveis para aluguel e renda; e

III - outros imóveis.

Art. 23. São classificados no segmento de operações com participantes:

I - os empréstimos feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos; e

II - os financiamentos imobiliários feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos.

§ 1º Os contratos das operações com participantes e assistidos devem conter cláusula de consignação da reserva de poupança.

§ 2º Os contratos de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos devem conter cláusulas de:

I - alienação fiduciária do imóvel objeto do financiamento; e

II - contratação de seguro com cobertura de Morte, Invalidez Permanente (MIP) e Danos Físicos ao Imóvel (DFI).

§ 3º Incluem-se neste segmento os valores mobiliários lastreados em recebíveis oriundos, direta ou indiretamente, dessas operações.

## Capítulo VII DOS LIMITES

### Seção I

#### Dos Limites de Alocação

Art. 35. Os investimentos classificados no segmento de renda fixa devem observar, em relação aos recursos de cada plano, os seguintes limites:

I - até cem por cento em títulos da dívida pública mobiliária federal;

II - até oitenta por cento no conjunto dos ativos classificados no segmento de renda fixa, excluídos os títulos da dívida pública mobiliária federal, observados adicionalmente os limites estabelecidos no inciso III; e

III - até vinte por cento em cada uma das seguintes modalidades:

a) cédulas de crédito bancário (CCB), certificados de cédulas de crédito bancário (CCCB) e notas promissórias;

b) notas de crédito à exportação (NCE) e cédulas de crédito à exportação (CCE);

c) cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC);

d) certificados de recebíveis imobiliários (CRI);

e) cédulas de crédito imobiliário (CCI);

f) cédulas de produto rural (CPR), certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e *warrant* agropecuário (WA); ou

g) conjunto dos demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas, excetuando-se as debêntures, ou de companhias securitizadoras.

Art. 36. Os investimentos classificados no segmento de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até setenta por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

I - até setenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa;

II - até sessenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 2 da BM&FBovespa;

III - até cinquenta por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Bovespa Mais da BM&FBovespa;

IV - até quarenta e cinco por cento em ações de emissão de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 1 da BM&FBovespa;

V - até trinta e cinco por cento em ações de emissão de companhias abertas não mencionadas nos itens I a IV, bem como em cotas de fundos de índice referenciados em ações admitidas à negociação em bolsa de valores;

VI - até vinte por cento em títulos e valores mobiliários de emissão de SPE; e

VII - até três por cento nos demais investimentos classificados no segmento de renda variável.

Parágrafo único. Devem ser computados, no limite estabelecido no inciso VI, os valores prestados em garantia pela EFPC em obrigações contraídas por SPE na qual tenha participação. (Incluído pela Resolução nº 3.846, de 25/3/2010).

Art. 37. Os investimentos classificados no segmento de investimentos estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até vinte por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

I - até dez por cento em cotas de fundos de investimento imobiliário; e

II - até dez por cento em cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado.

Art. 38. Os investimentos classificados no segmento de investimentos no exterior devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até dez por cento.

Art. 39. Os investimentos classificados no segmento de imóveis devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até oito por cento.

Art. 40. Os investimentos no segmento de operações com participantes devem observar, em relação aos recursos garantidores de cada plano de benefícios, o limite de até quinze por cento.

## Seção II

### Dos Limites de Alocação por Emissor

Art. 41. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

I - até cem por cento se o emissor for o Tesouro Nacional;

II - até vinte por cento se o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen;

III - até dez por cento se o emissor for:

a) tesouro estadual ou municipal;

b) companhia aberta com registro na CVM ou assemelhada;

c) organismo multilateral;

d) companhia securitizadora;

e) patrocinador do plano de benefícios;

f) fundo de investimento em direitos creditórios ou fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em direitos creditórios;

g) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;

h) SPE; ou

i) fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;

j) fundo de investimento ou fundo de investimento em cota de fundo de investimento classificado como dívida externa no segmento investimentos no exterior; (Incluída pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013).

IV - até cinco por cento se o emissor não estiver incluído nos incisos II e III.

§ 1º Considera-se como um único emissor, para efeito deste artigo, os integrantes de um mesmo conglomerado econômico ou financeiro, bem como as companhias controladas pelos tesouros estaduais ou municipais.

§ 2º Os depósitos em poupança e as coobrigações de responsabilidade da instituição financeira devem ser computados no limite estabelecido no inciso II.



§ 3º Para fins de verificação do limite estabelecido na alínea “d” do inciso III, nos casos de emissões de certificados de recebíveis com a instituição de regime fiduciário, considera-se como emissor cada patrimônio separado constituído com a adoção do referido regime.

§ 4º Os emissores dos ativos recebidos como lastro de operações compromissadas devem ser computados nos limites estabelecidos neste artigo.

§ 5º Para fins de verificação dos limites estabelecidos neste artigo, devem ser observados os investimentos finais do plano de benefícios, desconsideradas as participações em empresas constituídas exclusivamente com o objetivo de participar, direta ou indiretamente, do capital de companhias abertas.

§ 6º Devem ser computados, no limite estabelecido no inciso III alínea “h”, os valores prestados em garantia pela EFPC em obrigações contraídas por SPE na qual tenha participação (incluído pela Resolução nº 3.846, de 25/3/2010).

§ 7º O somatório dos valores prestados em garantia pela EFPC, em relação às obrigações contraídas pela SPE, é limitado à participação direta ou indireta da EFPC no capital total da SPE (incluído pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013).

§ 8º O Plano de Gestão Administrativa (PGA) pode manter até 100% dos seus recursos garantidores em depósitos à vista ou investidos em títulos e valores mobiliários de uma mesma instituição financeira, desde que tais recursos estejam integralmente cobertos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC) (incluído pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013).

### Seção III

#### Dos Limites de Concentração por Emissor

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

I - do capital total de uma mesma companhia aberta ou de uma mesma SPE;

II - do capital votante de uma mesma companhia aberta;

III - do patrimônio líquido de uma mesma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen; e

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

- a) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;
- b) fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;
- c) fundo de investimento constituído no Brasil que tenha em sua carteira ativos classificados no segmento de investimentos no exterior; ou
- d) fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil;
- e) fundo de investimento ou fundo de investimento em cota de fundo de investimento classificado como dívida externa no segmento investimentos no exterior; (incluída pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013).

V - do patrimônio separado constituído nas emissões de certificado de recebíveis com a adoção de regime fiduciário.

§ 1º Para fins de verificação dos limites estabelecidos nos incisos I e II devem ser considerados adicionalmente os bônus de subscrição, os recibos de subscrição e as debêntures conversíveis em ações de uma mesma companhia.

§ 2º Para fins de verificação dos limites estabelecidos neste artigo, devem ser observados os investimentos finais da EFPC, desconsideradas as participações em empresas constituídas exclusivamente com o objetivo de participar, direta ou indiretamente, do capital de companhias abertas.

§ 3º O limite estabelecido na alínea “b” do inciso IV não se aplica a fundos de investimento em cotas de fundo de investimento desde que suas aplicações observem tais limites.

§ 4º O limite estabelecido na alínea “b” do inciso IV não se aplica a fundos de investimento imobiliário que possuam em sua carteira exclusivamente imóveis concluídos e com certidão de habite-se.

§ 5º A EFPC tem até 60 (sessenta) dias a partir da data de cada integralização para enquadrar-se aos limites previstos no inciso IV do *caput*.

§ 6º O limite estabelecido no *caput* deste artigo pode ser elevado para trinta por cento do capital de uma mesma SPE, desde que constituída exclusivamente para atuar como concessionária, permissionária, arrendatária ou autorizatória (incluído pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013).

#### Seção IV

##### Dos Limites de Concentração por Investimento

Art. 43. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de vinte e cinco por cento de:

I - uma mesma série de títulos ou valores mobiliários;

II - uma mesma classe ou série de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios; ou

III - um mesmo empreendimento imobiliário.

Parágrafo único. Excetuam-se do inciso I deste artigo ações, bônus de subscrição de ações, recibos de subscrição de ações, certificados de recebíveis emitidos com adoção de regime fiduciário e debêntures de emissão de SPE.

#### Capítulo X

##### DO DESENQUADRAMENTO PASSIVO

Art. 52. Não são considerados como infringência aos limites estabelecidos nesta Resolução os desenquadramentos passivos decorrentes de:

I - valorização de ativos;

II - recebimento de ações em bonificação;

III - conversão de bônus ou recibos de subscrição;

IV - exercício do direito de preferência;

V - reestruturação societária na qual a EFPC não efetue novos aportes;

VI - recebimento de ativos provenientes de operações de empréstimos realizados nos termos do Art. 24; e

VII - reavaliação de imóveis.

§ 1º Os excessos referidos neste artigo, sempre que verificados, devem ser eliminados no prazo de setecentos e vinte dias.

§ 2º A contagem do prazo de que trata o § 1º será suspensa enquanto o montante financeiro do desenquadramento for inferior ao resultado superavitário acumulado do respectivo plano de benefícios, observada a regulamentação estabelecida pelo CGPC.

§ 3º A EFPC fica impedida, até o respectivo enquadramento, de efetuar investimentos que agravem os excessos verificados.

## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### Revisão

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Laryssa Vitória Santana (estagiária)

Paulo Ubiratan Araujo Sobrinho (estagiário)

Pedro Henrique Ximendes Aragão (estagiário)

Thayles Moura dos Santos (estagiária)

### Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Raul Vinicius Fernandes Gonçalves (estagiário)

### Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

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

### Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)









### **Missão do Ipea**

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

