

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**TATIANA ARRUDA LOPES**

**ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS A  
PARTIR DO APARATO LEGAL E A CONJUNTURA ECONÔMICA NO PERÍODO  
1991 A 2008**

**FLORIANÓPOLIS  
2009**

**TATIANA ARRUDA LOPES**

**ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS A  
PARTIR DO APARATO LEGAL E A CONJUNTURA ECONÔMICA NO PERÍODO  
1991 A 2008**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como um dos pré-requisitos para a obtenção do grau de bacharel em Economia.

Orientador: Professor Dr. Roberto Meurer

Área de pesquisa: Financeira  
Palavras-Chaves: 1. Fundos de Pensão  
2. Resoluções  
3. Conjuntura econômica

**FLORIANÓPOLIS  
2009**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC**  
**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios e Monografia do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, em 27/11/2009.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Roberto Meurer  
Orientador:

---

Professor Dr. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva  
Membro 1:

---

Professor Dr. Newton Carneiro A. da Costa Júnior  
Membro 2:

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus que me concedeu a felicidade de estar passando por mais essa vitória, e pelas conquistas que ainda virão.

Ao meu noivo, Nelson, pelo incentivo, paciência nos momentos de ausência e por vezes não me deixar desistir.

Em especial ao professor amigo e orientador, Dr. Roberto Meurer, pela sua orientação, constante disponibilidade, paciência e conhecimentos transmitidos.

À Universidade Federal de Santa Catarina e todos os contribuintes brasileiros que permitiram que eu estudasse em uma universidade pública, gratuita e de qualidade.

A todos os professores por contribuírem para a minha formação como Economista.

A minha amiga, Maria, e a todos os meus amigos que sempre estiveram presentes com estímulo, carinho e incentivo para minha formação.

A todos que de alguma forma contribuíram para mais esta vitória.

Por fim aos meus pais, Antonio e Dirce, e em especial minha avó, Hermenegilda, que dedicaram tanto carinho em minha formação pessoal.

LOPES, Tatiana Arruda. **Análise dos investimentos dos fundos e pensão brasileiros a partir do aparato legal e a conjuntura econômica no período 1991 a 2008.** 87 p. Monografia (Ciências Econômicas)- Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2009.

## RESUMO

No presente trabalho é analisada a carteira de investimentos dos fundos de pensão brasileiros, procurando discutir como as resoluções, que são responsáveis pelos limites de aplicações dos recursos dessas entidades, e acontecimentos na conjuntura econômica são capazes de direcionar as aplicações dos fundos de pensão. Utilizou-se do método de pesquisa descritiva que incluirá técnicas como a pesquisa bibliográfica e documental. Verificaram-se através do levantamento de dados das aplicações em renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos que os fundos de pensão brasileiros buscam por vezes o segmento que mais proporciona retornos. O trabalho analisa a inserção da previdência complementar no sistema financeiro nacional em especial os fundos de pensão e como instituições regulatórias desse sistema podem intervir nas aplicações das entidades fechadas de previdência complementar. Em seguida apresenta alguns tipos de riscos e como esses podem interferir nos objetivos dos fundos de pensão. Faz-se a seguir um breve histórico sobre as regulamentações que orientam os investimentos dessas entidades. Apresenta a análise feita com base nos dados da Associação Brasileira de Entidades de Previdência Complementar (ABRAPP), para cada segmento de aplicação juntamente com os acontecimentos na conjuntura econômica e as resoluções vigentes em cada período. Concluiu-se que tanto as resoluções como a conjuntura podem direcionar as aplicações dos fundos de pensão, pois nos anos onde as resoluções eram caracterizadas como limites mínimos de aplicação em grande parte dos segmentos esses limites foram alcançados, e com relação à conjuntura em períodos de crise que afetaram significativamente as aplicações principalmente no segmento de renda variável esses investimentos foram realocados em renda fixa, e em períodos que a taxa básica que remunera as aplicações em renda fixa estava em alta os agentes dos fundos de pensão aplicavam nesse segmento buscando maiores retornos.

**Palavras chaves:** Fundos de Pensão. Resoluções. Conjuntura econômica.

Não teme nem desanima quem se convence  
que é mantido pelo poder divino, podendo ter a  
certeza que Deus o auxiliará em todas as suas  
necessidades. Quem ama Deus nada lhe falta.

(Santa Tereza de Jesus)

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Risco da carteira de investimento .....	35
Quadro 1 - Combinação de ativos negativamente correlacionados para diversificar o risco:..	36
Gráfico 2 - Distribuição contínua de probabilidades dos retornos de ativos.....	39
Gráfico 3 - Diferentes graus de aversão ao risco.....	42
Figura 1 - Estrutura da Previdência Complementar .....	45
Gráfico 4 - Evolução das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil.....	49
Gráfico 5 - Investimentos dos Fundos de Pensão, distribuídos em segmentos de alocação. ...	50
Quadro 2 - Estrutura das Aplicações dos Fundos de Pensão (Res. 460).....	51
Quadro 3 - Limites máximos de aplicações dos Fundos de Pensão Resolução 2.114 e 2.324.	52
Quadro 4 - Limites de aplicação por segmento, resolução CMN nº 2.829/01 .....	54
Figura 2 - Limites estabelecidos na Resolução 3.121/03 .....	55
Quadro 5 - Resumo da legislação de investimentos dos fundos de pensão, no período 1989 a 2007. ....	58
Gráfico 6 - Evolução dos ativos por tipo de Investimento .....	60
Gráfico 7 - Aplicação dos fundos de pensão em Renda Fixa.....	64
Gráfico 8- Aplicação dos fundos de pensão em Renda Variável .....	73
Gráfico 9 - Aplicação dos fundos de pensão em Imóveis .....	75
Gráfico 10 - Aplicação dos fundos de pensão em Empréstimos .....	78

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Valores reais dos Ativos dos fundos de pensão .....	59
Tabela 2 - Valores das aplicações em renda fixa incluindo o rendimento o Selic .....	61
Tabela 3 - Valores das aplicações em renda variável incluindo o rendimento do Ibovespa ....	66
Tabela 4 - Valores das aplicações em Imóveis incluindo o rendimento da Selic.....	74
Tabela 5 - Valores das aplicações em Empréstimos incluindo o rendimento da Selic .....	77

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ABRAPP - Associação Brasileira de Entidades de Previdência Complementar

BACEN - Banco Central do Brasil

BD - Benefício Definido

BM&BOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Sócio Econômico

BNH - Banco Nacional da Habitação

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CD - Contribuição Definida

CDB - Certificado de Depósito Bancário

CGPC - Conselho de Gestão da Previdência Complementar

CMN - Conselho Monetário Nacional

CNSP - Conselho Nacional de Seguros Privados

COREME - Comitê de Regulamentação e Fiscalização dos Mercados Financeiros, de Capitais de Previdência e Capitalização

CV - Contribuição Variável

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EAPP - Entidades Abertas de Previdência Privada

EFPC - Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ELETROS - Fundação Eletrobrás de Seguridade Social

EUA - Estados Unidos da América

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBOVESPA - Índice Bovespa

IGP-M - Índice Geral de Preços do Mercado

INCC - Índice Nacional do Custo da Construção

INSS - Instituto Nacional do Seguro Social

IPA - Índice de Preços no Atacado

IPC-M - Índice de Preços ao Consumidor

LTN - Letras do Tesouro Nacional

MPAS - Ministério da Previdência e Assistência Social

MPS - Ministério da Previdência Social

OFND - Obrigação do Fundo Nacional de Desenvolvimento

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PIB - Produto Interno Bruto

PREVI/BB - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

PSDB- Partido da Social Democracia Brasileira

PT - Partido dos Trabalhadores

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFN- Sistema Financeiro Nacional

SIDERBRAS -Siderurgia Brasileira S.A.

SISLEX - Sistema de Legislação, Jurisprudência e Pareceres

SPC- Secretaria de Previdência Complementar

SRF- Secretaria da Receita Federal

SUSEP - Superintendência dos Seguros Privados

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1 OBJETIVOS .....	13
<b>1.1.1 Objetivo Geral .....</b>	<b>13</b>
<b>1.1.2 Objetivos Específicos .....</b>	<b>13</b>
1.2 METODOLOGIA .....	14
<b>2 O SISTEMA FINANCEIRO E SUAS INSTITUIÇÕES .....</b>	<b>16</b>
2.1 O SISTEMA FINANCEIRO.....	16
2.2 FORMA DE PARTICIPAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS .....	18
2.3 BANCOS ESPECIALIZADOS E UNIVERSAIS .....	19
2.4 INOVAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO.....	20
2.5 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	21
<b>2.5.1 Estrutura Atual do Sistema Financeiro Brasileiro.....</b>	<b>22</b>
2.5.1.1 Órgãos Normativos .....	22
2.5.1.2 Conselho Monetário Nacional (CMN) .....	23
2.5.1.3 Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).....	23
2.5.1.4 Conselho de Gestão da Previdência Complementa (CGPC).....	24
<b>2.5.2 Entidades supervisoras .....</b>	<b>24</b>
2.5.2.1 Banco Central do Brasil (BACEN).....	24
2.5.2.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) .....	25
2.5.2.3 Superintendência dos Seguros Privados (SUSEP).....	26
2.5.2.4 Secretaria de Previdência Complementar (SPC).....	26
<b>2.5.3 Órgãos Operadores.....</b>	<b>27</b>
2.5.3.1 Operadores ou Instituições Auxiliares .....	27
2.5.3.2 Bolsas de mercadorias e futuros .....	28
2.5.3.3 Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP) .....	29
2.5.3.4 Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).....	29
2.6 TEORIAS DA DECISÃO SOBRE O CONSUMO.....	31
2.7 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO .....	32
<b>3 GESTÃO DE RISCOS .....</b>	<b>33</b>
3.1 ARTIGO 61 DA RESOLUÇÃO CMN Nº 3.456, DE 1º DE JUNHO DE 2007 .....	33
<b>3.1.1 Tipos de riscos.....</b>	<b>33</b>

<b>3.1.2 Risco de Mercado</b> .....	<b>34</b>
<i>3.1.2.1 Risco sistemático e não sistemático</i> .....	34
<b>3.1.3 Risco de Crédito</b> .....	<b>36</b>
<b>3.1.4 Risco de Liquidez</b> .....	<b>37</b>
<b>3.1.5 Risco Operacional</b> .....	<b>38</b>
<b>3.1.6 Risco Legal</b> .....	<b>38</b>
<b>3.2 CÁLCULO DO RISCO</b> .....	<b>38</b>
<b>3.3 RETORNO</b> .....	<b>40</b>
<b>3.4 A RELAÇÃO RISCO, RETORNO E INVESTIDOR</b> .....	<b>41</b>
<b>3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO</b> .....	<b>43</b>
<b>4 A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR</b> .....	<b>44</b>
<b>4.1 CLASSIFICAÇÕES DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA PRIVADA</b> .....	<b>44</b>
<b>4.1.1 Planos de benefícios</b> .....	<b>46</b>
<b>4.2 BREVE HISTÓRIA DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR FECHADA NO BRASIL</b>	<b>47</b>
<b>4.3 O CENÁRIO ATUAL DOS FUNDOS DE PENSÃO NO PAÍS</b> .....	<b>48</b>
<b>4.4 BREVE HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR</b> .....	<b>50</b>
<b>4.4.1 Marcos legais da previdência complementar até os anos 2000</b> .....	<b>50</b>
<b>4.4.2 Marcos legais da previdência complementar a partir dos anos 2000</b> .....	<b>53</b>
<b>4.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO</b> .....	<b>56</b>
<b>5 ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DE ACORDO COM AS REGULAMENTAÇÕES E A CONJUNTURA ECONÔMICA</b> .....	<b>57</b>
<b>5.1 RESUMO DAS RESOLUÇÕES</b> .....	<b>57</b>
<b>5.2 COMPORTAMENTO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO POR SEGMENTO DE APLICAÇÃO</b> .....	<b>58</b>
<b>5.2.1 Renda Fixa</b> .....	<b>61</b>
<b>5.2.2 Renda variável</b> .....	<b>65</b>
<b>5.2.3 Imóveis</b> .....	<b>74</b>
<b>5.2.4 Empréstimos</b> .....	<b>76</b>
<b>5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO</b> .....	<b>79</b>
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>80</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>81</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Mediante as dificuldades enfrentadas no sistema Previdenciário Social Brasileiro um número significativo de pessoas está encontrando na previdência complementar uma forma de segurança para conservar suas rendas no decorrer da vida. No entanto, foi principalmente a partir da regulamentação que esse setor ganhou maior importância na economia brasileira. Na última década o sistema previdenciário do país foi reformado com a Emenda Constitucional 20 e, como consequência dessa reforma, a previdência complementar ganhou novas leis visando atender a nova realidade do país.

O governo apóia o crescimento da previdência complementar por sua importância sócio econômica, por serem investidores institucionais e gerarem poupança no decorrer do tempo. Tendo em vista esta importância foram criadas leis que norteiam a previdência complementar e ajudam a garantir a transparência de seus investimentos.

O sistema de previdência complementar evoluiu muito nas últimas três décadas, passando por imposições de alguns limites mínimos de aplicação (resolução CMN 460, de 23/02/1978), por períodos de inflação crônica, juros elevados e processo de privatizações, vivendo um cenário diferente da previdência social, acumulando superávits enquanto que aquela é deficitária.

Os fundos de pensão são entidades fechadas de previdência exclusivamente para funcionários de uma determinada empresa ou pertencentes a um mesmo grupo, trabalham com o objetivo maior que é o pagamento dos benefícios a aposentados e assistidos. Portanto é de grande importância que os seus recursos sejam norteados com padrões mínimos de segurança financeira de maneira a preservar a solvência e liquidez dos planos. Por meio disso o governo vem intervindo cada vez mais nos fundos de pensão para garantir a sua segurança, buscando promover maior controle dos seus ativos.

No entanto não só a interferência do governo, ou órgão regulador, pode proporcionar os retornos apresentados pelos seus investimentos, existe também o cenário econômico que apresenta a cada dia um novo desafio a ser ultrapassado.

A legislação no Brasil trata de modo diferenciado as quatro categorias de investimentos dos fundos de pensão, que são: segmento de renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos e financiamentos. Para cada categoria há limites máximos de aplicações de recursos os quais são inversamente proporcionais ao risco associado.

Para tanto se visa com este estudo contribuir para lançar luz sobre o importante tema que é a previdência complementar fechada brasileira, seus investimentos que tanto são importantes para gerar poupança para o país e contribuem para o desenvolvimento do mercado financeiro, e como este se relaciona com as resoluções criadas para aplicação em cada segmento e a conjuntura econômica.

Do ponto de vista acadêmico este estudo pode proporcionar uma melhor visão sobre o impacto que acontecimentos exógenos ao aparato legal dos fundos de pensão tem sobre a composição de seus investimentos.

Neste contexto o objetivo do presente trabalho é fazer uma análise dos investimentos dos fundos de pensão do país e analisar se seus investimentos têm maior relação com as resoluções ou são mais relacionados com a conjuntura econômica, visto que esses devem trazer crescimento dos ativos para honrar com seus compromissos de aposentadoria dos seus associados.

Em suma buscar-se a responder as seguintes questões: De que maneira o aparato legal tem relação com os investimentos dos ditos fundos de pensão? Ou ainda: A conjuntura econômica é a que direciona os investimentos dos fundos de pensão?

## 1. 1 OBJETIVOS

### 1.1.1 Objetivo Geral

Analisar os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no período de 1991 a 2008, relacionando com as resoluções específicas criadas para sua normatização e a conjuntura econômica.

### 1.1.2 Objetivos Específicos

- Descrever o sistema de previdência complementar desde a sua origem no Brasil;

- Analisar a influência que as resoluções que regem as aplicações da previdência complementar têm sobre o direcionamento dos investimentos; e
- Analisar a conjuntura econômica no período 1991-2008 para verificar se acontecimentos na economia direcionam significativamente os investimentos dos fundos de pensão.

## 1.2 METODOLOGIA

Como denota Gil (2002) pode-se definir pesquisa como o processo que tem por finalidade descobrir respostas para os problemas por meio da utilização de procedimentos científicos.

Nesse sentido, no presente trabalho serão utilizados alguns dados de pesquisa bibliográfica e documental, seguido de levantamento de dados dos investimentos, dos fundos de pensão brasileiros, para em seguida fazer uma análise e tentar verificar relação destes com os acontecimentos na conjuntura econômica brasileira.

Segundo Gil (2002), a pesquisa bibliográfica é definida como a pesquisa desenvolvida a partir de material já elaborada, constituída principalmente de livros e artigos. A pesquisa bibliográfica permitirá a compilação dos dados secundários, ou seja, das informações disponíveis sobre o tema por já terem sido alvo de estudos anteriores através de um referencial teórico acerca dos fundos de pensão brasileiros, suas regulamentações e acontecimentos na conjuntura.

De acordo com Lakatos e Marconi (2007, p. 71) “a pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre certo assunto, mas propicia o exame de um tema sob novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras”. Diante disso, pretende-se analisar os pontos essenciais para identificar a influência dos acontecimentos na conjuntura econômica no direcionamento dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros, que vão atrás seja da regulamentação ou em busca de maior rentabilidade.

A presente monografia desenvolveu-se com o objetivo de analisar os investimentos dos fundos de pensão brasileiros, a partir das regulamentações que foram impostas a eles e acontecimentos na conjuntura econômica.

Para realizar a análise foi feita a coleta dos dados das aplicações nos segmentos, onde os Fundos de Pensão podem investir, que são renda fixa, renda variável, empréstimos e

imóveis, no período de 1991 a 2008, nos consolidados estatísticos da ABRAPP. (ABRAPP, 1996, 2000 e 2008)

A escolha desse período é por ser o que mais foram encontrados dados diversos e, acontecimentos na economia, um deles foi a mudança de planos econômicos, que buscava o controle da inflação.

Para o cumprimento do primeiro objetivo específico, foi feito uma pesquisa bibliográfica sobre o sistema financeiro e como a previdência complementar insere-se nesse sistema, foi, também, buscado entre os principais autores, que tratam do assunto Previdência Complementar no país. E, posteriormente foi utilizado para caracterizar a previdência complementar e os fundos de pensão.

O segundo objetivo específico foi alcançado com o levantamento das regulamentações aplicadas a previdência complementar desde a sua criação no Brasil. Os dados foram encontrados principalmente no site responsável pela organização desse aparato legal, SISLEX Sistema de Legislação, Jurisprudência e Pareceres. Estes dados encontram-se também espalhados em teses e dissertações, na página da ABRAPP, e na coletânea de normas dos Fundos de Pensão entre outras fontes.

O terceiro e último objetivo específico foi alcançado levando em consideração os acontecimentos na economia brasileira e no mundo. Os dados foram basicamente bibliográficos, pesquisados na revista Conjuntura Econômica e nos relatórios anuais do Banco Central do Brasil.

## 2 O SISTEMA FINANCEIRO E SUAS INSTITUIÇÕES

Neste capítulo é feita uma abordagem conceitual mostrando como a Previdência Complementar se insere no sistema financeiro, descrevendo as principais instituições deste sistema que será a base conceitual em que está apoiado este trabalho. Nesse sentido será abordado a importância do sistema financeiro e suas instituições. Com relação ao Sistema Financeiro Nacional é feita uma descrição sobre a estrutura atual, suas instituições e como algumas dessas instituições contribuem para o desenvolvimento do sistema de previdência complementar

### 2.1 O SISTEMA FINANCEIRO

Com o desenvolvimento do sistema capitalista, as relações financeiras passam a desfrutar de um instrumento poderoso de viabilização de investimento que é o aprofundamento das relações financeiras entre os agentes econômicos levando a uma rápida expansão dos mercados de títulos, pois hoje em dia o sistema financeiro é de âmbito global. Não sendo tão necessário possuir recursos para investir, pois os mecanismos usados para transferir o comando de recursos para terceiros estão em contínuo desenvolvimento, basta ter um agente que possua recursos (superavitário) para ser transferido para um agente que esteja necessitando (deficitário), que um contrato pode ser celebrado, tendo por trás uma instituição que faça essa intermediação, ou facilite essa negociação.

De acordo com Carvalho (2000) o que as inovações institucionais, como sistemas de crédito e de contratos trazem consigo é a possibilidade de criação de mercados não apenas de produtos, mas também de obrigações.

Neste sentido as relações financeiras são vistas como uma forma de permitir o desenvolvimento de uma nação levando ao aperfeiçoamento das atividades produtivas. Segundo Mishkin (2000 p. 15) “Sem mercados financeiros, é difícil transferir fundos a uma pessoa que não tem oportunidades de investimento para uma que as tenha. [...] Mercados financeiros são, portanto, essenciais para promover a eficiência econômica”. Mas estes mercados também estão sujeitos a riscos, e existe ainda a incerteza associada ao retorno que essas transferências podem trazer, pois os agentes que participam desses mercados não

possuem todas as informações, o que Mishkin (2000) chama de informação assimétrica, mesmo assim aceitam fazer esses contratos, porque os retornos podem compensar o risco que é incorrido.

Segundo Carvalho (2000, p. 239):

Mercados financeiros englobam todas as transações que são feitas com obrigações emitidas por agentes deficitários ou por intermediários financeiros que busquem canalizar recursos para eles. Esses mercados são regulados por instituições e práticas de funcionamento que são em parte fixados pelos próprios participantes nessas transações, e em outra parte por instituições do Estado.

De acordo com Assaf Neto (2001) o mercado financeiro se divide em quatro segmentos: mercado de crédito, englobando as operações de financiamentos de curto e médio prazo; mercado monetário, envolvendo as operações de curto e curtíssimo prazo; mercado de capitais, que envolve as operações financeiras de médio, longo e de prazo indeterminado, e o mercado cambial, onde se inclui as operações de conversão de moeda de um país pelo de outro. Para ele esses segmentos se confundem por causa de suas interações.

Deste modo, Mishkin (2000) faz uma divisão do mercado financeiro pelos instrumentos negociados e seu prazo de vencimento, diz que o mercado monetário é o de prazos curtos e, por isso, os investimentos são menos arriscados, e o mercado de capital, onde são negociados papéis como títulos de dívida e de ações com vencimentos maiores. No mercado de capitais existe uma importante distinção entre mercado primário e mercado secundário, de acordo com Carvalho (2000) a colocação inicial de um título no mercado de capital está relacionada ao mercado primário, já o mercado secundário é aquele que permite a negociação continua dos papéis que trazem a liquidez para os mesmos, essa liquidez decorre da venda dos papéis no mercado.

Outra definição para sistema financeiro é exposta por Carvalho (2000) mostrando que o sistema financeiro é formado pelo conjunto de mercados financeiros, instituições financeiras, classes de ativos transacionados, regulamentos e regras de intervenção do poder público que organiza e supervisiona este sistema, e suas inter-relações.

## 2.2 FORMA DE PARTICIPAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Um papel importante nos mercados financeiros é dado aos intermediários financeiros, pois eles ficam entre emprestadores e tomadores de recursos, para Mishkin (2000 p.22) “os intermediários financeiros são o caminho principal para movimentar fundos de emprestadores para tomadores”.

Desse modo, afirma Carvalho (2000) instituições intermediadoras são bancos comerciais, que operam captando depósito, e emprestando estes para seus clientes, para movimentar o mercado de crédito, onde o risco de crédito recai sobre a instituição bancária que terá de honrar o depósito caso o depositário vier requerer seu dinheiro.

Os bancos comerciais são instituições financeiras que recebem depósitos, como uma maneira de captar recursos, e suas limitações estão impostas por leis ou regulações que devem ser exercida de acordo com seu segmento. Ainda de acordo com o autor citado acima, o banco comercial atua na intermediação entre depositantes e tomadores de crédito, confinando-se usualmente ao segmento de curto e médio prazo.

No entanto existem, também, instituições desintermediadoras que fazem somente a promoção da colocação de papéis, ou seja, a corretagem de valores no mercado, onde o risco de crédito recai sobre o emprestador e não sobre a instituição financeira, os desintermediadores estão no mercado de capitais, pois apenas promovem o encontro entre os emprestadores e os tomadores, exemplo dessas instituições são os bancos de investimento que tem a função de promover a colocação de papéis dos tomadores finais, junto aos aplicadores finais.

Ainda, segundo Carvalho (2000), outras instituições financeiras, não bancárias, que se enquadram em promover o encontro entre os tomadores e os aplicadores no mercado de capitais são as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, cuja principal forma de captar recursos é a colocação de papel próprio que são as letras de câmbio, e as Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Valores, que são instituições representantes dos clientes.

## 2.3 BANCOS ESPECIALIZADOS E UNIVERSAIS

Instituições financeiras bancárias podem ser separadas por segmentos, que determinam os limites para suas operações, o que pode também proporcionar certa segurança para os agentes que aplicam seus fundos nelas, pois estas podem administrar melhor os riscos que são inerentes ao sistema financeiro, no entanto em sociedades e sistemas mais sofisticados esses segmentos podem estar em uma só instituição.

De acordo com Carvalho (2000, p. 301) “sistema financeiro segmentado são aqueles que diferentes segmentos do mercado financeiro são operados por instituições específicas”. Exemplos para bancos segmentados são os de poupança, comercial, ou bancos de investimentos que tem a função exclusiva de operar com papéis privados.

Em contraste a essas instituições existem as que são autorizadas a operarem em vários segmentos do sistema financeiro, no Brasil, com uma resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.524 de 1988, surge o Banco Múltiplo. O projeto do banco múltiplo prevê sua formação com base nas atividades de cinco instituições: banco comercial, banco de investimento, banco de desenvolvimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento (Financeiras), e sociedade de crédito imobiliário. Para configurar a existência do banco múltiplo, ele deve possuir pelo menos duas das carteiras mencionadas acima, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento (ASSAF NETO, 2001).

Existe, também, outra forma de banco, o que pode operar em qualquer segmento do mercado, chamado de banco universal. Sobre banco universal Carvalho (2000 p. 301) “afirma que este pode captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazo, pode trabalhar com depósitos e empréstimos quanto subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado de seguros”.

Nesses casos não é oferecido nenhuma separação entre os setores bancários e de valores mobiliários, por isso a regulação é muito importante para prevenir possíveis conflitos de interesses entre os segmentos que tal banco opera, esses bancos ilustram um aspecto da evolução do sistema financeiro que vivemos. Uma distinção de bancos comerciais e universais é que bancos comerciais operam no mercado de crédito, enquanto os bancos universais operam tanto no de crédito quanto no mercado de capitais, uma razão para existirem os bancos universais esta na economia de escopo que estes proporcionam a instituição bancaria. O desenvolvimento das instituições financeiras esta ligado também ao

poder das autoridades de regulamentação, que podem tanto ajudar quanto atrasar o desenvolvimento do mercado.

Outra forma do sistema financeiro é o internacional, que surge em busca de menores regulamentações, neste sistema o desenvolvimento dos instrumentos de mercado permite a transferência de recursos financeiros entre os agentes com uma tendência de remoção de barreiras à circulação de capital.

A regulação vem a ser um importante mecanismo que as instituições financeiras necessitam para diminuir as externalidades negativas, pois estas influenciam na eficiência do mercado.

De acordo com Carvalho (2000, p. 319):

Externalidades são benefícios ou custos envolvidos em uma transação qualquer que não sejam reconhecidas pelos agentes nela diretamente interessados. A existência de externalidade positiva justifica a criação de formas de apoio a operação de um dado setor da economia, mesmo que agentes privados estejam envolvidos, por que se supõe que a sociedade em geral, e não apenas os operadores privados envolvidos diretamente na transação, beneficiem-se de sua realização. O contrário naturalmente vale para as externalidades negativas.

Podemos destacar como externalidade positiva no sistema financeiro a organização e a administração de sistemas de pagamentos, já as externalidades negativas estão ligadas a crises sistêmicas, que podem levar a crises financeiras. Algumas causas dessas crises são para Mishkin (2000), aumentos nas taxas de juros, aumento de incerteza dos agentes, e para Carvalho (2000), pode ser perda de confiança dos agentes inseridos nesse mercado.

Portanto a existência desses fatores que podem levar a crises são uma justificativa para a imposição de legislação e regulamentação para as operações dessas instituições. Sendo assim Carvalho (2000) diz que a regulamentação torna-se parte de um complexo sistema em que externalidade justificam formas de intervenção que por sua vez exigem intervenção adicional para controlar os subprodutos da primeira.

## 2.4 INOVAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

No decorrer dos anos com o dinamismo nos processos do sistema financeiro, e a sua própria evolução, se verifica a produção de novos tipos de serviços que se identifica com os clientes proporcionando uma vasta combinação de retornos e riscos que podem ser aceitos por eles.

De acordo com Assaf Neto (2001) uma das principais inovações do sistema financeiro é a crescente desintermediação financeira que decorre da securitização, que é uma forma de captação financeira feita por empresas, que por meio de emissão de títulos próprios se tornam tomadores de recursos no mercado.

No mercado de títulos também existem formas de decompor o risco dos ativos que são negociados. Uma dessas formas é encontrada nos derivativos que de acordo com Carvalho (2000) é um ativo cujo valor deriva de outros. Também são importantes formas de dar liquidez aos ativos.

Derivativos são instrumentos financeiros que se originam (dependem) do valor de outro ativo, dito como ativo de referencia. Como denota Assaf Neto (2001) um contrato derivativo não apresenta valor próprio, derivando-se do valor de um bem básico.

Outros agentes que também estão fazendo parte da inovação do sistema financeiro são os investidores institucionais, chamados de Fundos de Pensão, ou os Fundos de Investimentos, eles aumentam as possibilidades dos segmentos de ativos captarem recursos na securitização. Os Fundos de Pensão gerenciam poupanças de indivíduos que são seus beneficiários, e os investem uma parte, no mercado de capitais, o que proporciona também uma administração mais eficiente dos riscos nas aplicações, pois esses investidores institucionais também sofrem restrições na composição de suas carteiras, por órgãos reguladores.

## 2.5 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Sistema Financeiro Nacional é composto por um conjunto de instituições financeiras, públicas e privadas, que possibilitam a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, sendo compostos por órgãos normativos, fiscalizadores e intermediário ou auxiliares financeiros. Seu órgão normativo superior é o Conselho Monetário Nacional (CMN).

De acordo com Mishkin (2000) a função dos intermediários financeiros é reunir a poupança da economia e alocá-la de forma eficiente, permitindo que os recursos fluam dos agentes superavitários para os deficitários e que todos tenham suas necessidades satisfeitas.

Logo após a segunda guerra de 1945 a 1964 o Sistema Financeiro Nacional entra em uma fase de transição entre a estrutura simples de intermediação financeira da primeira

metade do século XX e a complexa estrutura montada a partir das reformas institucionais de 1964-65.

Segundo Fortuna (1999) As mudanças se caracterizaram pelas reformas no sistema financeiro, com a promulgação de leis como: Lei nº. 4.380/64: Lei do Plano Nacional de Habitação, Lei nº. 4.595/64; Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional, e Lei nº. 4.728/65; Lei do Mercado de Capitais.

Com essas alterações o sistema financeiro brasileiro, ampliou e diversificou o número de intermediários financeiros, dividindo-os com áreas de atuação específicas e determinadas, o que abriu um novo leque de opções de ativos financeiros. No decorrer dos anos ainda verificou-se um contínuo aprimoramento se consolidando, culminando com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Lei nº 6.385/76, entre outras mudanças.

### **2.5.1 Estrutura Atual do Sistema Financeiro Brasileiro**

Como todo processo histórico influencia na criação de instituições dos países, o sistema financeiro também está relacionado a um processo de evolução para cada nação, assim sendo o sistema financeiro brasileiro também passou por uma evolução. A estrutura atual do Sistema Financeiro Nacional envolve três grandes subsistemas: normativo, entidades supervisoras e entidades operadoras de intermediação financeira.

O subsistema normativo é responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulando suas atividades.

#### *2.5.1.1 Órgãos Normativos*

É constituído por instituições que estabelecem de alguma forma as diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas para assim ter um controle sobre o mercado.

### *2.5.1.2 Conselho Monetário Nacional (CMN)*

Segundo Andrezo e Lima (2002), é um órgão eminentemente normativo, criado em 1964, que não desempenha nenhuma atividade executiva e processa todo o controle do Sistema Financeiro, influenciando as ações dos demais órgãos normativos. Em síntese, assume as funções de legislativo das instituições financeiras públicas e privadas. É o responsável pela fixação das diretrizes da política monetária, creditícia e cambial do país.

Sendo normativo elabora resoluções juntamente com o Banco Central, que devem ser seguidas pelos fundos de pensão brasileiros.

Ao CMN cabe a tarefa de determinar as diretrizes referentes às aplicações dos recursos dos fundos de pensão. Essa regulamentação se dá por meio de resoluções que estabelecem limites máximos de aplicação em diferentes classes de ativos, seguindo o disposto no parágrafo segundo do Art. 9º da Lei Complementar nº 109, de 2001.

### *2.5.1.3 Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)*

De acordo com a Presidência da República Federal, Brasil (2009), foi criado pelo Decreto-Lei nº 73 de 21 de novembro de 1966. O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é um órgão colegiado do Ministério da Fazenda, presidido pelo Ministro de Estado da Fazenda, com a finalidade de fixar diretrizes e normas para a política do sistema nacional de seguros privados.

Segundo Banco Central do Brasil (2009), dentre as atribuições do CNSP estão: regular a composição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao Sistema Nacional de Seguros Privados, bem como a aplicação das punições previstas; fixar as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro; desenvolver as diretrizes gerais das operações de resseguro; indicar os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor.

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é o órgão normativo das atividades securitárias do país, tendo se estendido à Previdência Privada, no âmbito das entidades abertas de previdência complementar.

#### *2.5.1.4 Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC)*

De acordo com o Ministério da Previdência Social (MPS) (2009), o CGPC é o órgão responsável pela normatização das atividades das entidades fechadas de previdência complementar, funcionando, ainda, como órgão de recursos, responsável pela análise de recursos inseridos contra decisões da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), tratando das penalidades administrativas. O CGPC é composto por Governo (Ministérios da Previdência, Fazenda e Planejamento), pelos fundos de pensão, pelos participantes e assistidos e pelos patrocinadores e instituidores de planos de previdência.

Segundo o decreto nº 4.678 de 24 de abril de 2003 que trata do sistema de previdência complementar, cabem ao CGPC regular, normatizar e coordenar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão). O CGPC é um órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência e Assistência Social (BRASIL, 2007).

### **2.5.2 Entidades supervisoras**

#### *2.5.2.1 Banco Central do Brasil (BACEN)*

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal a qual compete cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Sua missão institucional é assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do Sistema Financeiro Nacional.

De acordo com Fortuna (2002) é a instituição criada para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN.

Ainda, nesse sentido, Andrezo e Lima (2002) faz uma avaliação mais abrangente de sua atuação, dizendo que o Banco Central é um banco fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro, ao definir regras, limites e conduta. Também pode ser chamado de Banco de penalidades por ter a faculdade de intervir e liquidar extrajudicialmente instituições financeiras e, em outra conceituação, funciona como gestor do SFN, ao expedir normas e autorizações e promover o controle das instituições financeiras. Além disso, define-se o BACEN como executor da política monetária ao exercer o controle dos meios de pagamento e executar o orçamento monetário.

O Banco Central do Brasil também tem atribuição de expedir resoluções sobre as aplicações das entidades fechadas de previdência privada, uma resolução que foi feita em conjunto com o CMN e que se tornou um marco legal da previdência complementar foi a Resolução nº 2.114 de 1994, abolindo os limites mínimos das aplicações dos recursos dessas entidades

#### *2.5.2.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*

À Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foram impostas algumas atribuições que eram do Banco Central antes da criação da Lei n.º 6.385/76, sendo, hoje, o órgão normativo do Sistema Financeiro.

De acordo com Fortuna (1999) é uma instituição especificamente voltada para o desenvolvimento, disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional, basicamente o mercado de ações e debêntures. Ou seja, as funções do mercado de valores mobiliários que eram atribuição do Banco Central, passam a ser atribuições do CVM.

Segundo Andrezo e Lima (2002), a Comissão de Valores Mobiliários é uma Entidade autárquica com autonomia administrativa, orçamentária, financeira, e descentralizada, porém vinculada ao Ministério da Fazenda, e tem por objetivo final o fortalecimento do mercado de ações brasileiro.

A CVM é uma instituição que contribui para o desenvolvimento do sistema de previdência complementar com a manutenção da estabilidade do mercado de valores brasileiro, ainda mais nos tempos de hoje que se insere no mercado de capitais a governança

corporativa, o que colaborou com os investimentos feitos em valores mobiliários dos fundos de pensão.

Um marco importante da CVM na previdência complementar foi a resolução nº 460, segundo SPC (2008), a norma estabelecia diretriz e limites de investimentos para as entidades fechadas de previdência privada, o que era apontado pelas entidades fechadas de previdência como responsável por uma distorção na aplicação das reservas.

#### *2.5.2.3 Superintendência dos Seguros Privados (SUSEP)*

De acordo com Fortuna (1999) SUSEP é o órgão que executa a política traçada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados. Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, a SUSEP foi criada pelo mesmo Decreto-lei nº 73/66, que instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados e o Conselho Nacional de Seguros Privados.

São algumas atribuições da SUSEP: “Fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, Sociedades de Previdência Privada Aberta e Sociedades de Capitalização, na qualidade de executora da política traçada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados; Atuar no sentido de proteger a captação de poupança popular que se efetua através das operações de seguros, previdência privada aberta e capitalização; Zelar pela defesa dos interesses dos consumidores desses mercados; Promover a estabilidade dos mercados sob sua jurisdição, assegurando sua expansão e o funcionamento das entidades que neles operam; Zelar pela liquidez e solvência das sociedades que integram o mercado; Disciplinar e acompanhar os investimentos daquelas entidades, em especial os efetuados em bens garantidores de provisões técnicas; Cumprir e fazer cumprir as deliberações do CNSP e exercer as atividades que por este forem delegadas (FORTUNA, 1999, p. 32).

É o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos Mercados de Seguros, Previdência Privada Aberta, Capitalização e Resseguro.

#### *2.5.2.4 Secretaria de Previdência Complementar (SPC)*

A SPC se inclui com os órgãos normativos do sistema financeiro na observação das exigências legais de aplicação das reservas técnicas, fundos especiais e provisões que as entidades sob sua jurisdição são obrigadas a constituir.

De acordo com Banco Central do Brasil (2009) a SPC é um órgão do Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão).

Como órgão pertencente à estrutura organizacional do Ministério da Previdência, compete a esta controlar a relação das empresas que exploram o sistema de Previdência Privada Complementar e, os respectivos contratantes, além de ser responsável pelo controle e fiscalização dos planos, benefícios e atividades das entidades de previdência privada fechada.

À SPC compete: propor as diretrizes básicas para o Sistema de Previdência Complementar; harmonizar as atividades das entidades fechadas de previdência privada com as políticas de desenvolvimento social e econômico-financeira do Governo; fiscalizar, supervisionar, coordenar, orientar e controlar as atividades relacionadas com a previdência complementar fechada; analisar e aprovar os pedidos de autorização para constituição, funcionamento, fusão, incorporação, grupamento, transferência de controle das entidades fechadas de previdência complementar, bem como examinar e aprovar os estatutos das referidas entidades, os regulamentos dos planos de benefícios e suas alterações; examinar e aprovar os convênios de adesão celebrados por patrocinadores e por instituidores, bem como autorizar a retirada de patrocínio e decretar a administração especial em planos de benefícios operados pelas entidades fechadas de previdência complementar, bem como propor ao Ministro a decretação de intervenção ou liquidação das referidas entidades (BACEN, 2009, p. 1).

De acordo com Pinheiro (2007) a criação da Secretaria de Previdência Complementar foi realizada pelo Decreto nº 81.240, de 20 de janeiro de 1978. Tendo grandes responsabilidades e desafios a serem superados, no início não contavam com fiscais mesmo tendo 144 entidades existentes na época.

### **2.5.3 Órgãos Operadores**

#### *2.5.3.1 Operadores ou Instituições Auxiliares*

De acordo com Fernandes (2006), as Instituições Auxiliares são as instituições financeiras captadoras de depósito a vista, e que realizam operações de crédito, nessas instituições estão:

- a) Bancos Múltiplos com carteira comercial;
- b) Bancos Comerciais;
- c) Caixa Econômica Federal;

d) Cooperativas de Crédito.

Entre as instituições auxiliares do mercado financeiro ainda de acordo com o autor citado acima estão:

- I. Bancos múltiplos sem carteira comercial;
- II. Bancos de Investimentos;
- III. Bancos de Desenvolvimento;
- IV. Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento;
- V. Sociedades de Crédito Imobiliário;
- VI. Companhias Hipotecárias;
- VII. Associações de Poupança e Empréstimos;
- VIII. Sociedade de Crédito ao Microempreendedor;
- IX. Agências de Fomento ou Agências de Desenvolvimento.

#### 2.5.3.2 Bolsas de mercadorias e futuros

Na Bolsa de Valores são negociados os títulos e valores mobiliários de pessoas públicas e privadas, exigindo para isso, todas as condições necessárias para o perfeito funcionamento dessas transações, tais como organização, controle e fiscalização.

No Brasil a Bolsa de Valores se chama BM&FBOVESPA que concentra hoje quase todas as atividades do mercado de capitais brasileiro, ficando as demais atividades integradas a ela, mesmo com suas configurações originais.

De acordo com o Banco Central do Brasil (2009, p. 1, grifo nosso):

As bolsas de mercadorias e futuros são *sociedades anônimas*, com objetivo de efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregão ou em sistema eletrônico. Para tanto, devem desenvolver, organizar e operacionalizar um mercado de derivativos livre e transparente, que proporcione aos agentes econômicos a oportunidade de efetuarem operações de hedging (proteção) ante, flutuações de preço de commodities agropecuárias, índices, taxas de juro, moedas e metais, bem como de todo e qualquer instrumento ou variável macroeconômica cuja incerteza de preço no futuro possa influenciar negativamente suas atividades. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa e são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Em sua essência, as Bolsas de Valores visam proporcionar liquidez aos títulos negociados, operando por meio de pregões sucessivos. Têm responsabilidades pela fixação de um preço justo.

### *2.5.3.3 Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP)*

De acordo com Beltrão (2004), diferem das entidades fechadas pelo simples fato de que permitirem o acesso de todos quantos queiram aderir à sua oferta de previdência complementar.

A Previdência Complementar é a contratação de segurança previdenciária adicional, onde, o interessado paga uma contribuição extra, para obter no futuro benefícios previdenciários extras, que se somarão aos benefícios da previdência pública.

Em resumo, são instituições que têm como objetivo, a valorização de seu patrimônio para cobrir a complementação da aposentadoria e para isso aplica parte de seus recursos no mercado financeiro.

### *2.5.3.4 Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC)*

De acordo com a ABRAPP (2009), as entidades fechadas de previdência complementar são também chamadas de investidores institucionais ou fundos de pensão. Sendo entidades destinadas aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores, e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores, criada pela Lei n ° 6435 de 15 de julho de 1977.

As entidades de previdência privada fechada são consideradas complementares do sistema de previdência e assistência social, enquadrando-se suas atividades na área de competência do Ministério da Previdência Social (MPAS), não podendo ter fins lucrativos. (SPC, 2008)

Segundo a Lei Complementar n ° 108 de 29 de maio de 2001, as entidades fechadas organizar-se-ão sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. As entidades constituídas por instituidores deverão, cumulativamente:

I - terceirizar a gestão dos recursos garantidores das reservas técnicas e provisões mediante a contratação de instituição especializada autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou outro órgão competente;

II - ofertar exclusivamente planos de benefícios, na modalidade contribuição definida.

Os responsáveis pela gestão dos referidos recursos deverão manter segregados e totalmente isolados o seu patrimônio dos patrimônios do instituidor e da entidade fechada.

Dependerão de prévia e expressa autorização do órgão regulador e fiscalizador:

I - a constituição e o funcionamento da entidade fechada, bem como a aplicação dos respectivos estatutos, dos regulamentos dos planos de benefícios e suas alterações;

II - as operações de fusão, cisão, incorporação ou qualquer outra forma de reorganização societária, relativas às entidades fechadas;

III - as retiradas de patrocinadores; e

IV - as transferências de patrocínio, de grupo de participantes, de planos e de reservas entre entidades fechadas.

As entidades fechadas podem ser qualificadas da seguinte forma, além de outras que possam ser definidas pelo órgão regulador e fiscalizador:

I - de acordo com os planos que administram:

a) de plano comum, quando administram planos ou conjunto de planos acessíveis ao universo de participantes; e

b) com multiplano, quando administram planos ou conjunto de planos de benefícios para diversos grupos de participantes, com independência patrimonial;

II - de acordo com seus patrocinadores ou instituidores:

a) singulares, quando estiverem vinculadas a apenas um patrocinador ou instituidor; e

b) multipatrocinadas, quando congregarem mais de um patrocinador ou instituidor.

Contudo, o aspecto mais importante de toda essa complexa relação jurídica é o fato de uma pessoa física somente ter acesso a uma entidade de previdência fechada se for empregado da respectiva patrocinadora. Portanto, pode-se concluir que a relação jurídica entre o participante e a entidade fechada, embora sob amparo de leis civis, somente existe por meio da relação de trabalho firmado entre o empregado/participante e a empregadora ou patrocinadora da entidade fechada. (SPC, 2008).

Nesse sentido os fundos de pensão vêm sendo uma escolha para os indivíduos não só guardarem renda no decorrer de suas vidas, mas para também participar do mercado de capitais, onde profissionais administram os recursos de terceiros. Nesse sentido é importante destacar o porquê os indivíduos decidem fazer uma poupança para o futuro.

## 2.6 TEORIAS DA DECISÃO SOBRE O CONSUMO

De acordo com Blanchard (2001), os indivíduos decidem gastar de acordo com suas expectativas sobre o futuro em relação à sua vida profissional, sendo esta relacionada com sua renda corrente, sendo descontados os impostos e sua riqueza total. A riqueza total é formada pela riqueza humana, que decorre do rendimento do trabalho corrente, e a renda não humana que decorre de riqueza imobiliária e financeira adquirida pelo indivíduo ao longo de sua vida. Para ele o consumo é função crescente da riqueza total e da renda corrente do trabalho após dedução dos impostos.

Nesse sentido, as expectativas com relação à renda podem ser de aumento ou diminuição no decorrer da vida, existem alguns consumidores que consomem toda sua renda corrente, sem se preocupar com o futuro, e indivíduos que dão mais ênfase ao consumo futuro, e, por isso, estes tentam poupar para manter seu padrão de vida ao longo do tempo. Esta diferença entre os indivíduos está também relacionada ao nível de vida de cada um deles, de acordo com o autor citado acima indivíduos mais ricos pensam mais no futuro e indivíduos que tiveram temporariamente rendas baixas já consomem toda sua renda.

Existem várias teorias que tratam do consumo, uma delas é a Teoria do Ciclo da Vida que foi desenvolvida por Modigliani, Brumberg e Ando, essa teoria coloca o indivíduo como sendo um planejador, com objetivos de alocação de seu consumo e poupança da melhor maneira durante toda sua vida.

É importante destacar que nessa teoria a renda é colocada como ao longo da vida, e essa renda poupada viabilizam o consumo na velhice, outro fator interessante é que o momento em que a riqueza do indivíduo está no seu auge é o momento em que ele se aposenta.

Nessa teoria a poupança é feita em períodos onde a renda é maior, e em período em que a renda for baixa é feito o uso da poupança já adquirida o que torna o consumo constante. Outra característica importante a ser levantada é que não há renda durante a aposentadoria, e é nesse período que a poupança vai sendo usada para financiar o consumo de maneira constante.

## 2.7 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Neste capítulo foi apresentado o embasamento teórico que servirá para compreensão dos próximos capítulos. Utilizou-se como base teórica a definição do Sistema Financeiro, suas instituições, mostrando como a Previdência Complementar Fechada insere-se em algumas destas instituições citadas. Foram caracterizadas as Entidades de Previdência Complementar Fechada, Fundos de Pensão, mostrou-se como o CMN e o BACEN, podem intervir nas aplicações dos fundos de pensão de da Previdência Complementar como um todo, através de suas resoluções. De uma forma geral foi tratado também sobre as escolhas sobre o consumo e a poupança pelos indivíduos.

### **3 GESTÃO DE RISCOS**

Neste capítulo será feita uma abordagem sobre a gestão dos riscos que podem afetar a realização dos objetivos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Para tanto será visto como o risco pode ser mensurado e seus tipos. A seguir será abordado sobre o retorno, e como ele pode ser medido, fazendo uma relação entre o risco, retorno e o investidor.

#### **3.1 ARTIGO 61 DA RESOLUÇÃO CMN Nº 3.456, DE 1º DE JUNHO DE 2007**

De acordo com a resolução CMN n º 3.456 em seu artigo 61 “A entidade fechada de previdência complementar deve identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos sistêmicos, de crédito, de mercado, de liquidez, operacional e legal (...)”.

Nessa perspectiva entra aqui a importância do controle do risco, este pode ser definido como o grau de incerteza a respeito da realização de um evento.

Em finanças, risco é a medida da volatilidade dos retornos de um ativo financeiro em relação ao seu retorno esperado, isto é, é medido pela soma do risco de mercado com o risco próprio do ativo em questão. Em linhas gerais, pode-se dizer que quanto maior o retorno maior o risco que o investidor está correndo no investimento, pois os ativos mais arriscados oferecem uma alta variabilidade em seus retornos, isso pode ser verificado com o gráfico 2.

##### **3.1.1 Tipos de riscos**

Os principais riscos do investidor são os chamados riscos de mercado, risco de liquidez e risco de crédito, como estamos tratando de risco dos fundos de pensão será tratado também sobre o risco sistemático, operacional e legal.

### 3.1.2 Risco de Mercado

O risco de mercado está ligado ao comportamento dos preços de ativos financeiros diante das condições de mercado e sujeito as alterações devido aos eventos não esperados.

De acordo com Rieche (2005, p. 5):

O risco de mercado pode ser definido como o risco de perdas no valor do portfólio decorrentes de flutuações nos preços e taxas de mercado. Os retornos esperados de um investimento podem variar em decorrência de diversos fatores de mercado, cada qual com um risco específico: taxas de juros, taxas de câmbio, preços de *commodities* e preços de ações.

Esses eventos podem ocorrer de duas formas:

a) O que afeta um ativo específico. Como exemplo, podemos citar o risco financeiro, setorial e administrativo gerados em uma empresa. Dessa forma, dizemos que esse foi um risco não sistemático ou específico, porque afetou somente essa empresa.

b) O que afeta toda a economia. Como exemplo, podemos citar uma crise de desconfiança no país e conseqüentemente fuga de capitais.

O risco sistemático ou de mercado de um ativo está relacionado basicamente às flutuações nas taxas de juros, de câmbio, nos indexadores e nos prazos dos mesmos.

#### 3.1.2.1 Risco sistemático e não sistemático

O risco pode ser dividido em duas categorias, risco diversificável e risco não diversificável, que também são chamados de risco não sistemático e sistemático.

O risco sistemático não é diversificável, já que decorre de fatos que atingem a todos os ativos. O risco não sistemático, por outro lado, é diversificável, isto é, pode ser total ou parcialmente diluído pela diversificação da carteira.

De acordo com Assaf Neto (2001) risco sistemático está relacionado com acontecimentos de natureza política, econômica e social e por isso é inerente a todos os ativos negociados no mercado, sendo um acontecimento relacionado com a conjuntura não se tem como evitar por meio da diversificação da carteira. E risco não sistemático está relacionado com as características do próprio ativo, que estão relacionados a um segmento ou uma

empresa, ou seja, está associada a causas aleatórias que podem ser eliminados por meio da diversificação.

De forma que risco total é mensurado como segue:

**Risco Total= Risco sistemático + Risco não sistemático**

O gráfico 1 mostra o conceito da diversificação.

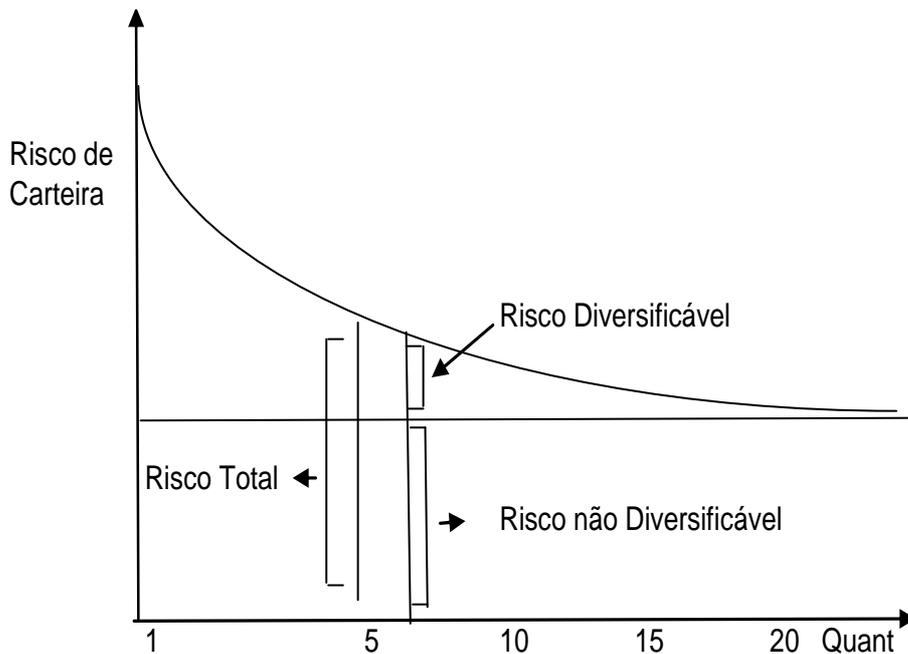


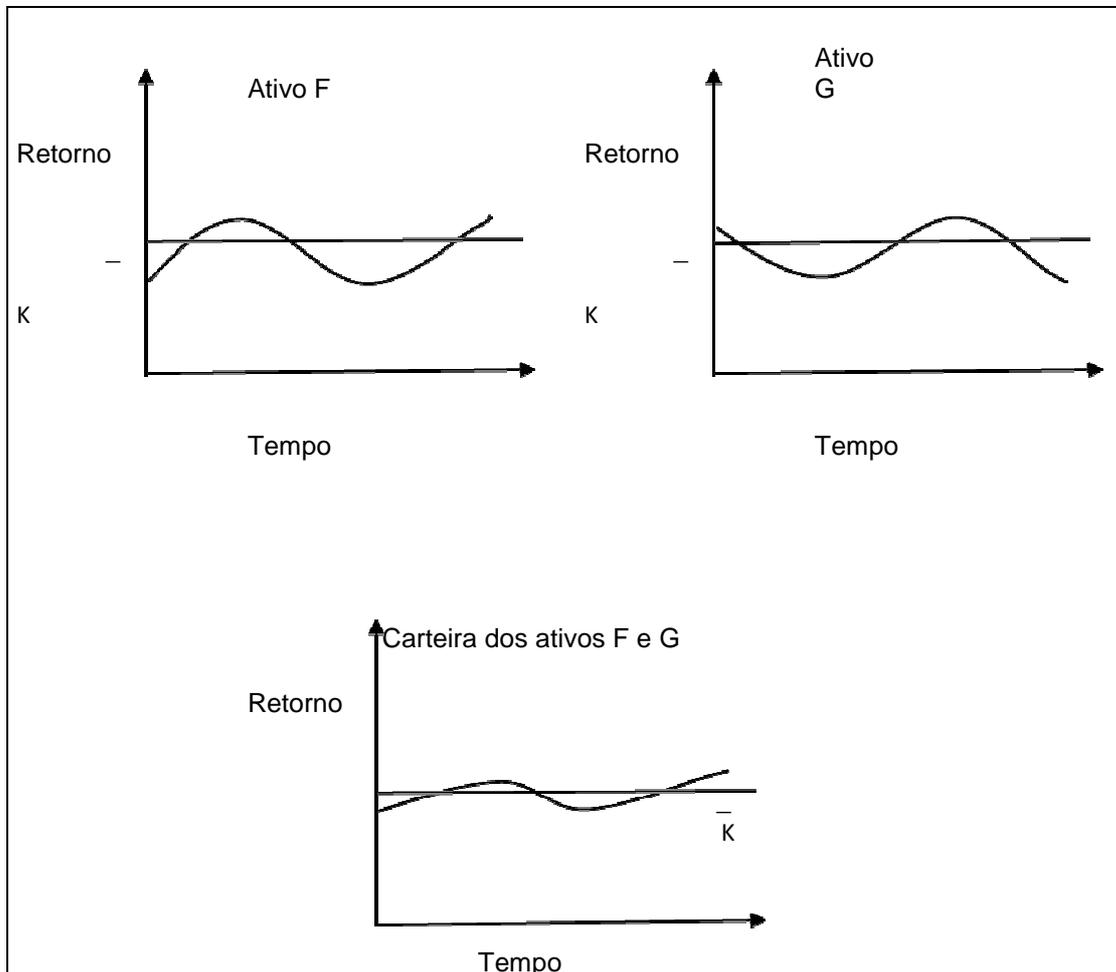
Gráfico 1 - Risco da carteira de investimento

Fonte: Gitman (2007, p. 201).

A diversificação pode ser adotada por meio de uma carteira que tenha diferentes naturezas, como títulos de renda fixa, ações, projetos de investimentos. Portanto, uma maneira mais eficiente dos fundos de pensão diminuírem os riscos, em mercados financeiros, é encontrada na diversificação de ativos de vários segmentos do mercado desde que esses ativos tenham correlação menor que 1.

Segundo Gitman (2007), correlação é uma medida estatística da relação, se houver, entre séries de números que representem qualquer tipo de dados. Se duas ou mais séries se movimentam na mesma direção, são positivamente correlacionadas, se elas se movimentam em direção opostas são negativamente correlacionadas o grau de correlação é medido pelo coeficiente de correlação, este varia de +1 correlação positiva perfeita e -1 correlação negativa perfeita.

A combinação dos ativos negativamente correlacionados é usada para reduzir o risco de uma carteira de ativos, isso pode ser visto no quadro 1.



Quadro 1 - Combinação de ativos negativamente correlacionados para diversificar o risco:  
Fonte: Gitman (2007, p. 196).

De acordo com o quadro 1 a combinação entre dois ativos (F e G) correlacionados negativamente e ambos tendo o mesmo valor esperado,  $k$ , e mesmos retornos  $k$ , porém possuem menor risco ou variabilidade, que qualquer um dos dois ativos individualmente.

### 3.1.3 Risco de Crédito

É o risco de perda ocasionada pelo não cumprimento de obrigações contratuais, pelo fato do devedor não ser capaz de honrar o compromisso assumido. Segundo Amaral (2003) o risco de crédito: é a perda econômica que o usuário final irá sofrer se a contraparte não liquidar sua obrigação financeira no vencimento do contrato.

Entre os diversos tipos de risco de crédito, podem ser destacados alguns tipos.

I) Risco País: relacionado ao risco de um país não conseguir honrar seus compromissos com seus credores.

Exemplo: risco de moratória de um determinado país com o FMI (Fundo Monetário Internacional).

II) Risco de Inadimplência: decorrente da incapacidade do devedor em honrar seus compromissos com o credor.

Segundo Rieche (2005) o risco de crédito pode ser vivido pelos fundos de pensão em decorrência dos empréstimos aos participantes, no entanto ele também existe em outros instrumentos financeiros como títulos e ações.

### **3.1.4 Risco de Liquidez**

De acordo com Fernandes (2006) o risco de liquidez refere-se à probabilidade de não se ter como cumprir os compromissos de pagamento e liberação de resgates solicitados em razão do descasamento de compromissos a vista e disponibilidade em caixa.

Segundo Rieche (2005) os fundos de pensão, devem monitorar a liquidez potencial por meio do controle dos fluxos de pagamentos específicos, privilegiando as aplicações mais líquidas em uma proporção tanto maiores quanto mais próximos forem os vencimentos das obrigações.

Portanto, o risco de liquidez decorre da eventual falta de recursos imediatamente disponíveis para honrar compromissos assumidos ou da falta de contrapartes em número suficiente para negociar o volume desejado de determinado ativo, causando-lhe variação anormal de valor e conseqüentemente redução de rentabilidade. Essa última situação ocorre, por exemplo, quando não há compradores para um determinado ativo, mas há quem queira vendê-lo.

### **3.1.5 Risco Operacional**

De acordo com Rieche (2005) não se tem uma definição única para risco operacional, no entanto Amaral (2003) define este risco como sendo o potencial de perda causada por falha de informação, comunicação, processamento de transação ou sistema de liquidação.

Segundo BACEN (2006) para o Comitê da Basileia este risco é definido como sendo o risco de perdas resultantes de processos internos, indivíduos e sistemas inadequados ou falhas de eventos externos.

Logo se pode definir risco operacional como sendo causado em decorrência de erros incorridos por pessoas, ou mesmo sendo a má organização de processos, que podem causar perdas a entidade de fundo de pensão.

### **3.1.6 Risco Legal**

Segundo Amaral (2003) o risco legal está relacionado com a possibilidade de perda como resultado de o contrato estar em desacordo com a regulamentação existente, invalidando ou alterando os retornos esperados. Representa a incerteza de garantir o cumprimento dele por vias legais ou processo judicial.

Em decorrência das mudanças frequentes nas regulamentações sobre os investimentos dos fundos de pensão brasileiros pelos órgãos reguladores, Rieche (2005) enfatiza que se deve ter especial atenção nas mudanças constantes das normas, pois estas demandam tempo para os ajustes necessários dos investimentos e podem até dificultar a gestão dos recursos, ou seja, pode-se obter o efeito oposto ao que as resoluções priorizam que é a gestão dos riscos.

## **3.2 CÁLCULO DO RISCO**

Em termos gerais, pode-se expressar risco como a possibilidade de ocorrência de um evento não desejável. De acordo com Gitman (2007), com relação às finanças risco no sentido mais básico pode ser definido como a possibilidade de perda.

O risco pode ser mesurado pelo uso de estatística usando o desvio padrão ou variação, estas mensurações são usadas para medir a variabilidade dos retornos dos ativos.

A medida utilizada para avaliação de risco é o desvio-padrão. Assim, quanto maior o desvio-padrão maior é a volatilidade dos retornos e conseqüentemente maior é o risco do ativo. O desvio padrão mostra a dispersão do valor esperado, é o indicador mais usado para se medir risco de ativos.

É calculado da seguinte maneira segundo Gitman (2007).

Fórmula 1:

$$\sigma = \sqrt{\sum_n ((k_j - k)^2 \times Pr_j)}$$

Onde:  $\sigma$  = Desvio padrão

$K_j$  = o retorno possível

$k$  = retorno esperado

$Pr_j$  = a probabilidade de ocorrência retorno

$n$  = o número de resultados considerados.

Em geral quanto maior for o desvio padrão maior o risco, o gráfico 2 mostra essa relação.

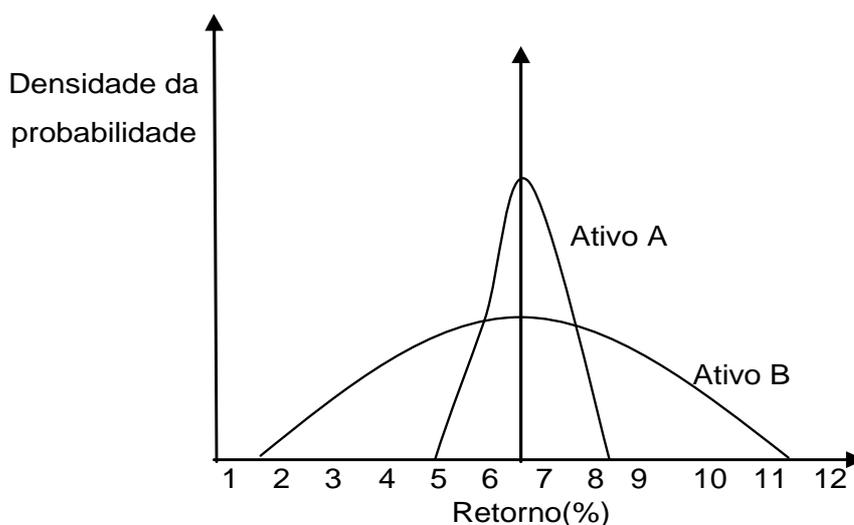


Gráfico 2 - Distribuição contínua de probabilidades dos retornos de ativos

Fonte: Gitman (2007, p. 190).

Nessa situação o ativo B tem maior risco que o ativo A, pois o desvio padrão de A é menor que o B.

Já o coeficiente de variação é calculado dividindo-se o desvio-padrão,  $\sigma_k$ , de um ativo pelo seu valor esperado,  $k$ .

Fórmula 2:

$$CV = \sigma_k / k$$

De acordo com Gitman (2007, p.192) “o coeficiente de variação, CV, é uma medida de dispersão relativa útil na comparação dos riscos de ativos com retornos esperados diferentes. Quanto maior for o coeficiente de variação, maior será o risco do ativo.” O coeficiente de variação é útil para se comparar ativos que têm diferentes valores esperados.

### 3.3 RETORNO

Se um investidor faz uma aplicação em uma título ou qualquer outro modo de aplicação financeira, é importante que ele saiba o retorno de sua aplicação, para poder tomar decisões com relação a esta ou outras aplicações, e por isso necessita de métodos que permitam mensurar a rentabilidade das aplicações que realizou.

De acordo com Gitman (2007, p. 184) “O retorno é o ganho ou a perda total sofrido por um investimento em certo período”. Portanto, o retorno em sua essência mede o ganho ou perda que se tem por possuir algo, quando compramos algum ativo somos influenciados pelos ganhos que esperamos dele.

Nesse sentido Bodie e Merton (2002) afirmam que o retorno tem seus determinantes fundamentais numa economia de mercado que são: a probabilidade dos bens de capital; o grau de relativo à produtividade dos bens de capital; as preferências temporais das pessoas, consumo imediato contra consumo no futuro; a aversão ao risco, a quantia que as pessoas estão dispostas a gastar a fim de reduzirem sua exposição ao risco.

Pode ser calculado pela seguinte equação segundo Gitman (2007).

Formula 3:

$$R_t = \frac{C_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Onde:

$R_t$  = taxa observada, esperada ou exigida de retorno durante o período t

$C_t$  = fluxo de caixa recebido com o investimento no ativo no período t-1 a t

$P_t$  = preço (valor) do ativo na data t

$P_{t-1}$  = preço (valor) do ativo na data t-1

Sendo a expressão do cálculo da taxa de retorno de qualquer ativo no período t,  $R_t$ , é em geral definido deste modo.

### 3.4 A RELAÇÃO RISCO, RETORNO E INVESTIDOR

Uma das grandes preocupações das finanças consiste em estudar como um investidor poderia tomar melhores decisões sobre sua composição de investimentos, analisados sob a ótica dos retornos esperados e riscos incorridos, dado que cada investidor tem sua tolerância a riscos.

Há investidores arrojados, que suportam altos riscos em busca de maior retorno. Também há investidores conservadores, que desejam o mínimo de risco, ainda que isso implique retornos menores. Entre esses dois opostos estão os mais diversos perfis de investidores.

Por outro lado, cada investimento apresenta sua combinação de risco e retorno. Existe uma tendência de elevação dos retornos à medida que aumentam os riscos.

Na prática, considerando dois investidores, o que aplica seus recursos na poupança corre menos risco do que aquele que aplica em ações. O aplicador em ações poderá obter ganhos maiores, no entanto, poderá incorrer em maiores riscos.

Se considerarmos uma carteira de investimentos composta por vários ativos, o risco não é a somatória dos riscos individuais desses ativos. Com a diversificação de ativos pela constituição de um portfólio, permite-se, por meio de correlações entre esses ativos, a minimização do risco total, que tende a ser menor do que a somatória dos riscos individuais dos mesmos como mostrado no quadro 1.

De acordo com Gitman (2007), existem três comportamentos de atitudes básicas em relação ao risco, que são a aversão, indiferença e a propensão, indivíduos avessos a riscos requerem maiores retornos para se correr maior risco, para indivíduos propensos ao risco o retorno exigido cai se o risco aumenta e indivíduos indiferentes ao risco que não exigem nenhuma variação de retorno em razão do aumento de risco. Dessa forma pode-se caracterizar o investidor com maior ou menor grau de aversão ao risco

Na grande maioria os indivíduos são avessos ao risco e por isso procuram uma combinação que lhe traga um maior retorno com certo risco suportável. Ainda, de acordo com o autor citado acima o objetivo do administrador financeiro é criar uma carteira eficiente, que eleve ao máximo o retorno para certo nível de risco ou minimize o risco para determinado nível de retorno. A escala de preferência do investidor é representada por uma curva de indiferença, que mostra as atitudes dos investidores diante do risco, que está sendo apresentado no Gráfico3.

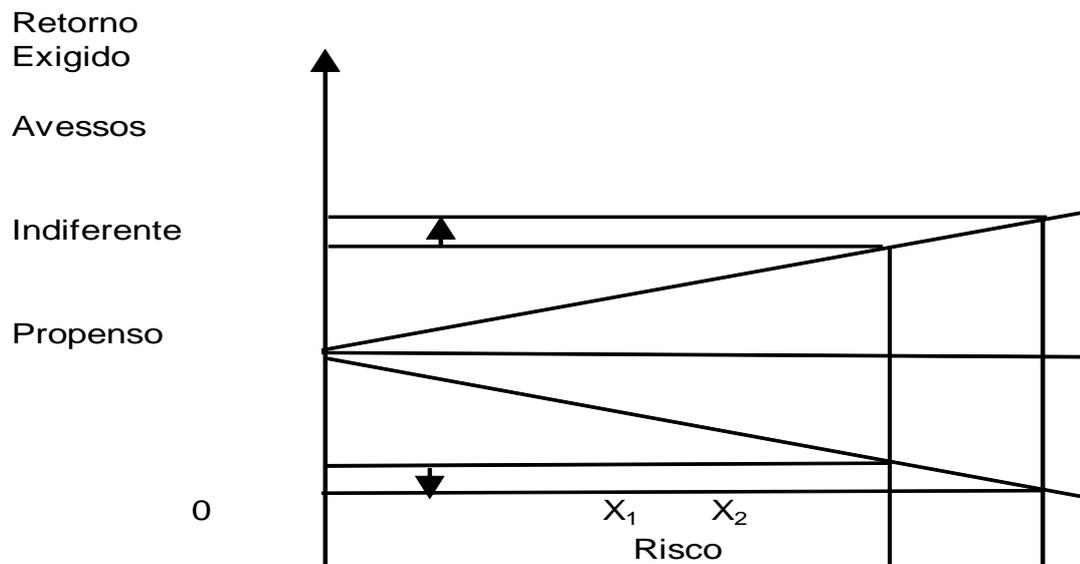


Gráfico 3 - Diferentes graus de aversão ao risco  
Fonte: Gitman (2007, p. 188).

Uma forma de diluir o risco nas decisões financeiras é a diversificação, segundo Bodie et al.(2000) para se diversificar não se podem concentrar os investimentos em um único ativo, mas sim possuir quantidades similares de ativos de múltiplos riscos.

### 3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Neste capítulo, foram demonstrados alguns tipos de riscos e como estes se relacionam com as carteiras dos fundos de pensão, também foi visto como é feito o cálculo do risco diversificável. Como o risco está relacionado com o retorno, procurou-se explicar como é calculado o retorno e seu significado.

Pode-se verificar com este capítulo que o desafio dos fundos de pensão é fazer a efetiva gestão de riscos, enquanto que o dos órgãos reguladores e supervisores são exercer seus mandatos legais orientados para os riscos, a fim de conduzir o sistema de previdência complementar para um ambiente mais favorável à solidez sustentável.

## 4 A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

Neste capítulo será feita uma abordagem sobre a previdência complementar, suas classificações. A seguir, apresenta-se uma breve história e sua evolução no Brasil, levando em consideração o cenário atual da previdência complementar fechada no país. Também é feito um levantamento sobre a história das resoluções aplicadas às entidades de previdência complementar, a importância dos fundos de pensão no Brasil e os tipos de investimentos feitos por essas instituições de acordo com o aparato legal e a conjuntura.

### 4.1 CLASSIFICAÇÕES DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA PRIVADA

A previdência privada é quase que uma poupança que um indivíduo faz por um longo prazo. Esta poupança é importante porque evita que no futuro este indivíduo sofra na aposentadoria, de uma redução significativa em sua renda. Qualquer indivíduo que receba acima do que o teto de benefício da Previdência Social (INSS) precisa se preocupar em formar uma poupança, que pode ser através da previdência privada ou recursos administrados por conta própria.

Segundo Fernandes (2006), os fundos de previdência complementar têm como finalidade formar poupança para complementar a aposentadoria e outras assistências previdenciárias às pessoas físicas contribuintes, o que permite expandir os benefícios da previdência oficial, sendo integrante do sistema previdenciário brasileiro é regulada por leis e decretos.

De acordo com Pinheiro (2007), as entidades de previdência privada podem ser voltadas aos empregados e dirigentes de uma empresa ou grupo de empresas, caracterizadas como fechadas, e destinadas a qualquer pessoa que são as caracterizadas em abertas.

Neste sentido a Lei complementar nº 109 de 2001, diz que Entidades de Previdência Complementar, podem ser divididas em dois segmentos: a previdência complementar fechada, onde estão as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), (fundos de pensão) e previdência complementar aberta, compreendida pelas EAPP. A figura 1 mostra a estrutura da Previdência Complementar Brasileira e suas diferenças.

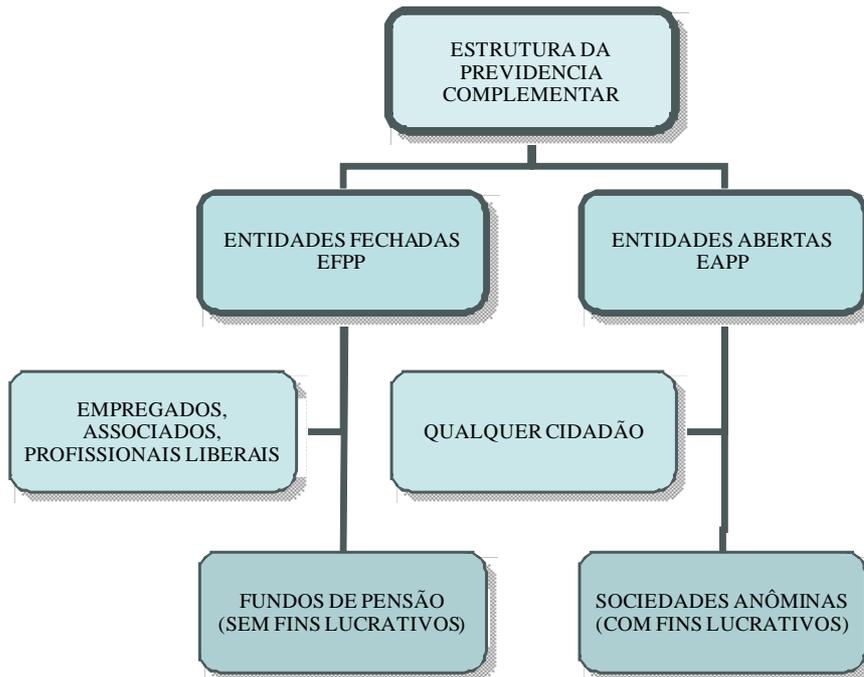


Figura 1 - Estrutura da Previdência Complementar  
 Fonte: Adaptado de Beltrão et al (2004).

a) Entidade Fechada de Previdência Complementar caracteriza-se como uma sociedade civil sem fins lucrativos ou uma fundação de direito privado que tem personalidade jurídica e patrimônio próprio. O objetivo desta entidade é a concessão de benefícios complementares aos da Previdência Social Pública, ela não pode ter caráter lucrativo e é acessível aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas, aos servidores dos entes federativos e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial; e

b) Entidade Aberta de Previdência Complementar é aquela que têm por objetivo instituir planos previdenciários concedidos em forma de renda contínua ou pagamento único a qualquer pessoa física. Caracteriza-se por ser acessível a quaisquer pessoas físicas e são constituídas unicamente sob forma de sociedade anônima com fins lucrativos. É representada pelos bancos e companhias de seguros ou entidades criadas a sua semelhança e buscam prioritariamente a remuneração do capital investido pelos acionistas.

Com o objetivo de incentivar investimentos de longo prazo os planos de previdência privada têm incentivos fiscais na fase de acumulação.

#### 4.1.1 Planos de benefícios

De acordo com Fernandes (2006) os planos de benefícios e contribuições das entidades de previdência complementar se estabelecem de duas formas: Benefício definido e Contribuição definida.

Segundo Beltrão et al. (2004), esses planos deverão satisfazer às normas e aos padrões determinados pelos órgãos reguladores, visando à transparência e, sobretudo, o equilíbrio econômico-financeiro. Nesse sentido, a constituição das reservas técnicas acompanhará as diretrizes do Conselho Monetário Nacional.

Ainda de acordo com o autor citado acima existe ainda mais uma forma de plano de benefício que consta na Resolução nº 16 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar sendo por ele denominado como plano misto, no entanto na resolução encontra-se como contribuição variável.

Segundo SPC (2008) os planos de benefícios ofertados pela entidade de Previdência Complementar podem ser:

a) Benefício Definido (BD), aquele plano cujo valor ou nível do benefício é acertado no momento da adesão. Sendo previamente conhecido, geralmente relacionado à função ou salário do empregado, contratado de forma que a qualquer tempo sabe-se qual o seu valor.

b) Contribuição Definida (CD), plano cuja característica principal é o conhecimento da contribuição que será realizada pelo participante e a patrocinadora, garantindo ao beneficiário uma definição exata do valor da parcela a ser paga.

c) Contribuição Variável ou Mista (CV), plano que reúne as características das outras duas modalidades, permitindo maior mobilidade na definição do tipo de plano a ser estabelecido na relação entre o participante e o fundo de pensão, ou seja, oferecem tanto uma quanto outra modalidade.

Ainda de acordo com Beltrão (2004) nos planos de tipo CD o benefício não tem o seu valor predeterminado, contratado, sendo simplesmente função da reserva que se puder acumular. Os dois segmentos do sistema complementar disponibilizam dois tipos de benefícios: aposentadoria por idade e invalidez aos filiados e pensão por morte aos dependentes. Tanto as entidades fechadas como as abertas atuam em regime de capitalização (individual ou coletiva), ou seja, mediante a aplicação dos recursos arrecadados sob a forma de contribuições, garante-se o pagamento de benefícios.

## 4.2 BREVE HISTÓRIA DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR FECHADA NO BRASIL

A Previdência complementar no Brasil tem suas raízes na década de 60, pois, nela que se formulou o Sistema Financeiro que vivenciamos hoje, o que deu margem para a criação dos grandes Fundos de Pensão brasileiros da atualidade.

Segundo Hermann (2005) na década de 60 o Sistema Financeiro brasileiro passou por uma reforma estrutural. Neste período foram criadas novas instituições para a construção do segmento privado de longo prazo no país. Esta reforma só foi feita pela necessidade que o país tinha de financiamento de longo prazo e para dinamizar o setor financeiro e de capitais. Foram criados o BACEN, executor da política monetária, e o CMN com funções normativas e reguladoras do Sistema Financeiro brasileiro.

Com esta reforma foram formuladas leis e resoluções para que pudessem nortear os investimentos, sejam os de empresas ou de pessoas, para o melhor funcionamento do sistema financeiro. Neste período o país passava por dificuldades econômicas, inflação, o que não favorecia a captação poupança de longo prazo, então o governo criou alguns mecanismos que não afetassem o retorno real dos ativos.

Segundo Hermann (2005, p. 78):

Os mecanismos então criados foram diferenciados por segmento de mercado: (1) títulos públicos, criada a ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), que instituiu a correção monetária da dívida pública, com base na inflação ocorrida ao longo de cada período de pagamento de juros; (2) para os ativos privados de renda fixa (títulos e empréstimos), a lei mercado de capitais (1965) e Resoluções posteriores do BACEN autorizando a emissão de diversos tipos de instrumentos financeiros com correção monetária; (3) quanto aos ativos de renda variável (ações), foram concedidas reduções ou inserções de imposto de renda para as empresas emissoras de ações e para os poupadores [...].

De acordo com Pinheiro (2007), foi em 1966 o ano que as primeiras regulamentações das operações das entidades abertas de previdência privada foram criadas, em 1978 é criado a SPC pelo decreto 81240, de 20 de janeiro de 1978.

Segundo ABRAPP (2008), sob a influência de experiências internacionais e a situação econômica brasileira em 1967 surgem os fundos de pensão das empresas estatais, como a PETROS (Petrobras), ELETROS (ELETROBRAS), PREVI/BB (Banco do Brasil), que hoje é o maior fundo de Pensão brasileiro, entre outros.

### 4.3 O CENÁRIO ATUAL DOS FUNDOS DE PENSÃO NO PAÍS

Na atualidade os fundos de pensão exercem um papel relevante na sustentabilidade do desenvolvimento social e econômico do país, pois influenciam diretamente na formação da poupança interna necessária para que haja financiamentos de longo prazo, o que o Governo vinha buscando na tentativa de desenvolver o sistema financeiro de longo prazo na década de 60.

Os fundos de pensão no Brasil vêm apresentando crescimento expressivo nos últimos anos, desde a primeira regulamentação de 1977, revogada pela Lei complementar 109 de maio de 2001, houve um crescimento significativo do patrimônio dessas entidades.

Segundo Pinheiro (2007, p. 37):

É significativa a participação das entidades fechadas de previdência complementar em diversos setores da economia nacional, expresso pelo patrimônio dessas entidades, que em proporção ao PIB (Produto Interno Bruto), passou de 1,1%, em 1977, para cerca de 16,60% em dezembro de 2005.

De acordo com França (2002) atualmente no Brasil existem três tipos de regimes previdenciários, sendo que o regime complementar, que conta com as EFPP e as EAPP, é de contribuição voluntária e o regime publico para os trabalhadores da iniciativa privada, e a previdência publica para os servidores públicos são de contribuição obrigatória.

Segundo dados do informe estatístico de dezembro de 2008 do Ministério da Previdência Complementar, existem 371 Entidades Fechadas de Previdência Complementar no país, o que representa um aumento de 115 novas entidades desde dezembro de 1991. Estas são responsáveis por uma população de 6,7 milhões de pessoas, entre os participantes assistidos e beneficiários de pensão. (SPC, 2008)

O Gráfico 4 mostra essa evolução desde o surgimento das primeiras entidades de Previdência Complementar no país.

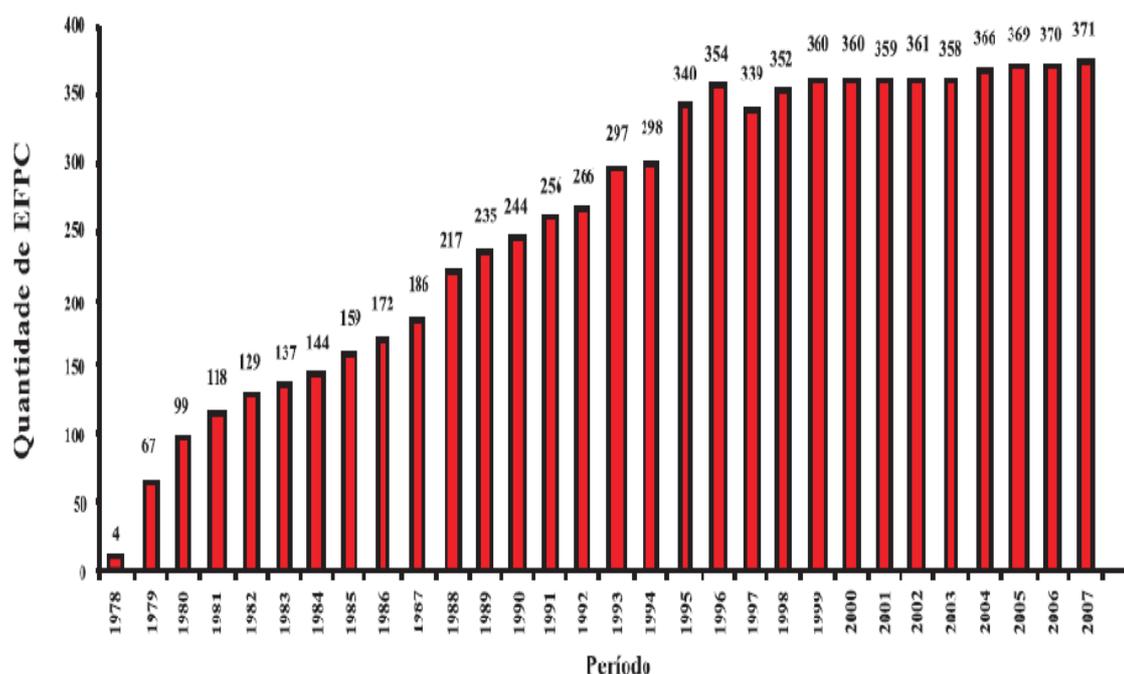


Gráfico 4 - Evolução das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil  
 Fonte: SPC (2008, p. 41).

Além disso, segundo ABRAPP (2008), os ativos das entidades de previdência complementar também vêm aumentando no decorrer do tempo. Uma relação feita pela ABRAPP com o PIB brasileiro mostra que, a evolução foi de 13,1% em 1991 para 17,6 % em dezembro 2007.

França (2002) denota que os investimentos dos fundos de pensão no Brasil, de acordo com a legislação vigente, são regidos com limites máximos de aplicação em cada segmento, já houve tempos que foi necessário à legislação estipular limites mínimos para desenvolver, ou mesmo incentivar alguns setores da economia.

A Previdência Complementar no Brasil é regulamentada e fiscalizada pelo governo, porém sua administração fica a cargo da iniciativa privada.

Sobre os investimentos Baima (2004, p. 20) coloca que, “em geral, os fundos de pensão no Brasil apresentam alocação por classes de ativos nas seguintes proporções: renda variável 30%, renda fixa 60% e imóveis 10%”. O que é verificado de acordo com o gráfico 5.

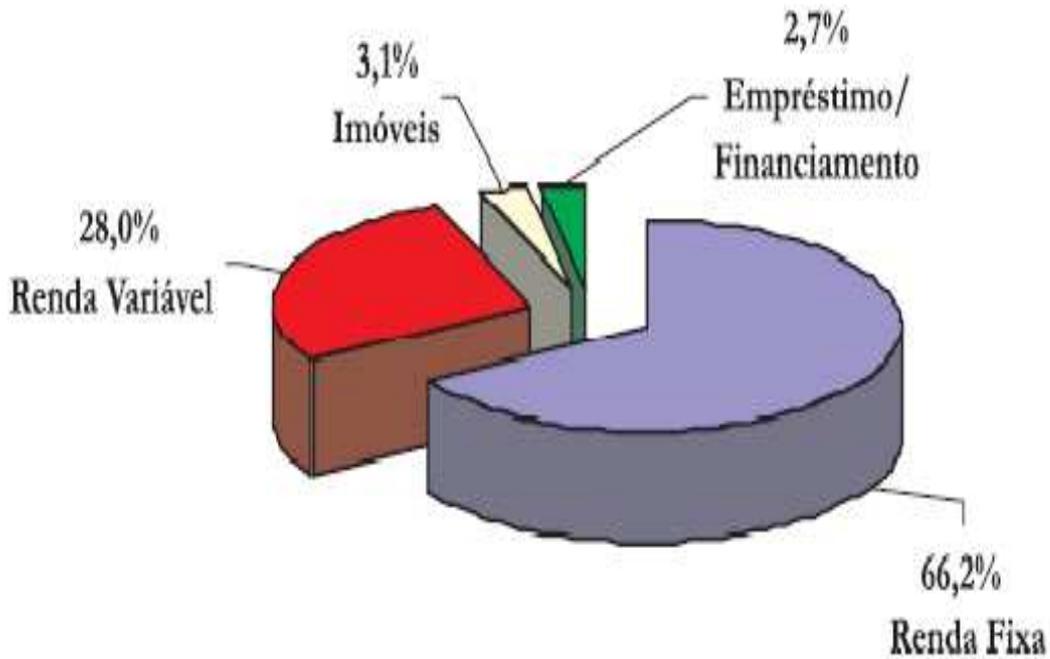


Gráfico 5 - Investimentos dos Fundos de Pensão, distribuídos em segmentos de alocação.  
Fonte: SPC (2008, p. 11).

O levantamento feito pela Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) de dezembro de 2008 confirma essa afirmativa.

#### 4.4 BREVE HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

A previdência complementar no Brasil tem a regulação sobre a alocação dos recursos dada por resoluções do Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil, que estipulam limites de alocação para cada classe de ativos.

##### 4.4.1 Marcos legais da previdência complementar até o ano 2000

Em prol da manutenção da segurança no Sistema de Previdência Complementar brasileiro, foram publicadas diversas Leis, Resoluções, e decretos, desde sua criação. Nesse sentido serão aqui destacadas alguns dos marcos legais da Previdência Complementar do país.

A primeira Lei que Regulamenta a Previdência Privada é datada no ano de 1977. A Lei nº 6.435/77 dispõe sobre as entidades de previdência privada e o regime jurídico da previdência complementar.

A partir de então, houve a necessidade de estabelecer as diretrizes para os investimentos das Entidades de Previdência Privada. Em 1978 com o Decreto nº 81.240 que regulamenta a Lei nº 6.435, foi criada a SPC e o CGPC que são órgãos normativos que supervisionam e controlam as EFPC. (SPC, 2008)

No ano de 1978 o governo usou o conjunto das reservas do Sistema de Previdência Privada como instrumento de política econômica com a Resolução CMN nº 460 de 23.02.1978, obrigando as EFPP a ter no mínimo 25% de sua carteira em ações. (SPC, 2008). Os limites estabelecidos na resolução 460 estão no quadro 2.

Discriminação	Limites %
I Reservas Comprometidas	
(1) ORTN + LTN (A1)	$50 \leq A1 \leq 100$
(2) Depósitos a vista + CDB + LI+ Debêntures + LC + Ações (B)	$0 \leq B \leq 50$
II Reservas Não Comprometidas	
(1) Títulos Governamentais ORTN + LTN (A2)	$10 \leq A2 \leq 40$
Obrigações Estaduais, Municipais e emitidas pela Eletrobrás e BNDE e Lis do BNH (C)	$0 \leq C \leq 20$
Nota: Sub-limite (A2 + C)	$10 \leq A2 + C \leq 40$
(2) Títulos e Valores Mobiliários Ações + Debêntures + Quotas de Fundos de Investimentos (D)	$20 < D < 40$
CDB+ LC +LI (E)	$0 < E < 20$
(3) Investimentos Imobiliários (F)	$0 < F < 40$
(4) Empréstimos aos Participantes (G)	$0 < G < 40$
Nota: Sub-limite	$0 < F+G < 40$

Quadro 2 - Estrutura das Aplicações dos Fundos de Pensão (Res. 460)

Fonte: Baima (1998, p. 45).

Esta resolução estabeleceu as principais diretrizes para a aplicação das reservas das entidades de previdência privada naquele período.

Segundo Baima (1998) os limites máximos da resolução 460 foram explicados pela excessiva concentração que havia em aplicações imobiliárias e empréstimos aos participantes, e os limites mínimos propunham atrair esses investidores para o mercado de valores mobiliários.

De acordo com SPC (2008), outra resolução que também usou os recursos das EFPP como política governamental foi a Resolução do BC nº 1.168 de 1986, que direcionou 30% dos recursos destas entidades para compra de títulos públicos, denominados no mercado de títulos com baixa liquidez e debêntures da Siderurgia Brasileira S.A. – SIDERBRAS.

Ainda de acordo com Baima (1998) com a Resolução BC nº 2.038, de 1993, os fundos de pensão ligados ao setor público foram obrigados a aplicar no mínimo 35% em Notas do Tesouro Nacional Série R, cessando a obrigatoriedade de aplicações em Obrigação do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), títulos e emissão do Banco Nacional de Desenvolvimento Sócio Econômico (BNDES) e debêntures da Siderbras e de empresas estatais.

Somente no ano de 1994 com a Resolução conjunta, CMN e BACEN nº 2.114 as aplicações dos recursos das entidades de previdência complementar foram liberadas dos limites mínimos de aplicações. Nesta Resolução foram estabelecidos limites máximos conforme o quadro nº 3.

<b>Discriminação</b>	<b>Limites máximos 2.114</b>	<b>Limites máximos 2.324</b>
Títulos Públicos	100%	100%
Investimentos de renda fixa	80%	80%
Renda Variável	50%	50%
Imóveis	20%	15%
Empréstimos aos Participantes	7%	3%
Financiamentos imobiliários	10%	7%
Operações com as patrocinadoras	30%	10%

Quadro 3 - Limites máximos de aplicações dos Fundos de Pensão Resolução 2.114 e 2.324  
Fonte: Adaptado de Baima (1998).

No ano de 1996, com a Resolução do BACEN nº 2.324 novamente foram alterados alguns limites de aplicações dos Fundos de Pensão. Que podem ser vistos no quadro 1.

O ultimo marco na legislação dos anos 90 foi a Emenda Constitucional 20 de dezembro de 1998, que introduziu o sistema de previdência complementar na Constituição Federal.

#### 4.4.2 Marcos legais da previdência complementar a partir do ano 2000

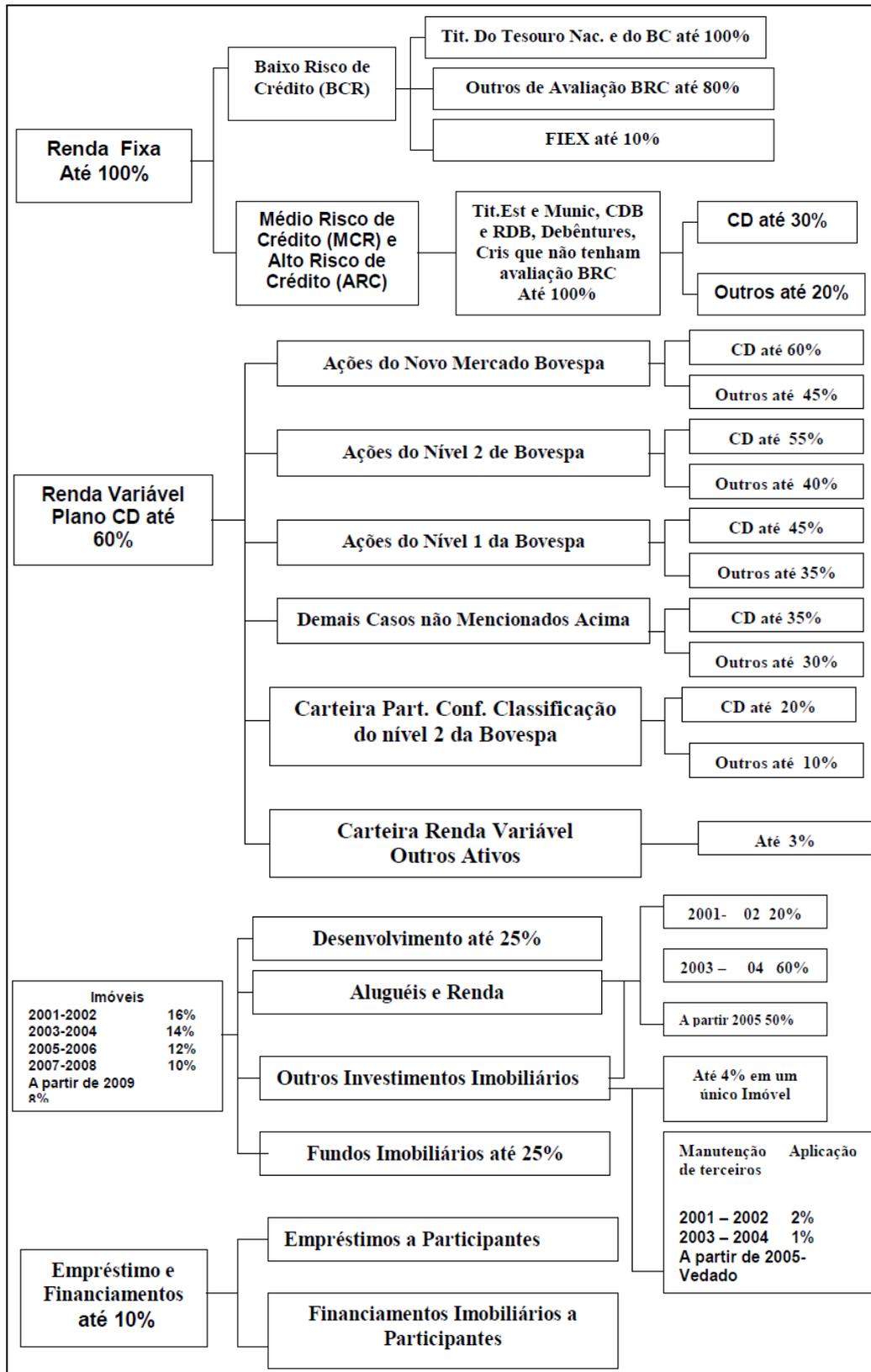
A partir do ano 2000, a legislação da Previdência Complementar passa para uma nova fase, primeiramente com as Leis do ano de 2001, Lei Complementar nº 108 de 29 de maio, que foi a primeira específica para as EFPC patrocinadas por entes estatais, e a Lei Complementar nº 109 de 29 de maio, que traçou o regime de previdência complementar, permitiu os institutos da portabilidade, e deram outras providências. Ainda no ano 2001 entrou em vigor o Decreto nº 3.721 que altera a idade mínima para aposentadoria no âmbito da EFPP. (SPC, 2008).

No ano de 2001 entra em vigor a Resolução CMN nº 2.829 que alterou e consolidou as normas que regulamentam a aplicação de recursos das EFPP e que disciplina os investimentos financeiros destas entidades.

De acordo com Souza (2002, p. 63):

As principais características da resolução 2.829/01 são: •flexibilidade - permitida a realização de todas as operações que são praticadas pelo mercado brasileiro, inclusive operações com derivativos que, tradicionalmente, não são permitidas em outros países latino-americanos; • separação clara entre o fundo de pensão e sua patrocinadora, limitando a utilização do fundo para investimentos de interesse da patrocinadora; • necessidade de adoção de uma política de investimentos e de riscos, e sua comunicação obrigatória aos participantes e órgão de supervisão; • obrigatoriedade de relatórios periódicos de performance e de prestação de conta dos resultados obtidos; • separação entre os ativos dos diversos planos, de forma a não se permitir solidariedade entre planos; • responsabilização cível e criminal dos dirigentes dos fundos de pensão pela gestão dos recursos; • aumento da participação em renda variável, com estímulos para a compra de empresas que cumpram requisitos de boa governança corporativa; • liberdade para delegar a gestão de recursos a terceiros e a obrigatoriedade de custódia; e • obrigatoriedade de implantação de modelos de gestão de risco e incentivos ao casamento entre ativos e passivos.

Ainda de acordo com autor citado acima, os limites de investimentos por segmento da citada resolução se encontram no quadro 3.



Quadro 4 - Limites de aplicação por segmento, resolução CMN nº 2.829/01  
 Fonte: Adaptado de Souza (2002, p. 65).

A próxima mudança que ocorreu nos limites de aplicação dos recursos das Entidades de Previdência Complementar foi no ano de 2003, a Resolução CMN nº 3.121/03 que veio para substituir a Resolução CNM nº 2.829 de 2001, aquela mais uma vez alterou as normas que estabeleceram as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das EFPP.

De acordo com Herbst (2007), esta resolução teve algumas modificações se referindo as novas atribuições do conselho fiscal, ao comprimento da política de investimento e ao monitoramento dos resultados dos investimentos. Com ela foi estabelecido limites por segmento, sub-segmento e tipo de ativo, além de inúmeras restrições e vedações. Ela determina que a alocação dos recursos esteja compreendida em quatro grandes segmentos, que se sujeita aos limites relacionados à figura 2.

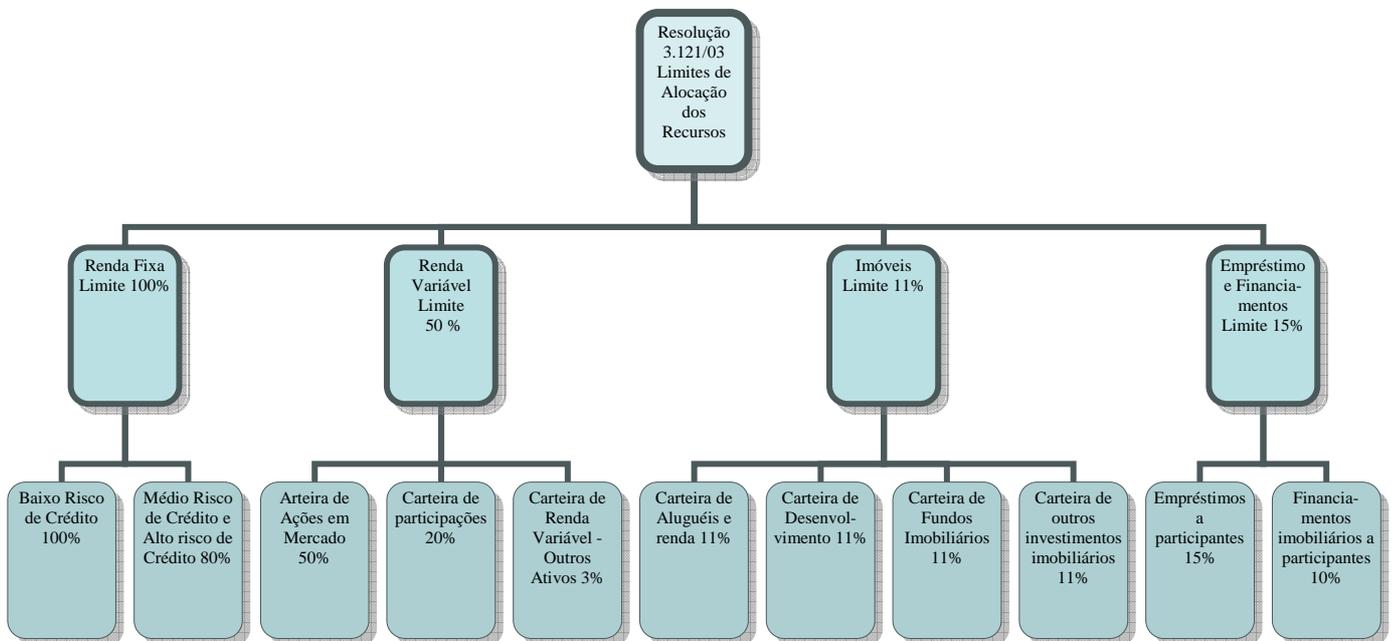


Figura 2 - Limites estabelecidos na Resolução 3.121/03

Fonte: Adaptado de Herbst (2007).

No ano seguinte, em 2004, com a Resolução CGPC nº 13 de 01 de outubro, foi estabelecida regras de governança, gestão e controle interno das EFPC, o que vinha de encontro com as regras de investimentos do Novo Mercado brasileiro (SPC, 2008).

Com o desenvolvimento do sistema de captação de poupança no país no ano de 2006 foi instituído um novo comitê de regulamentação com o Decreto nº 5.685 de 25 de janeiro, o Comitê de Regulamentação e Fiscalização dos Mercados Financeiros, de Capitais de Previdência e Capitalização (Coremec), visando um melhor funcionamento do mercado, sendo um órgão de coordenação e aprimoramento da atuação das entidades da administração

pública federal que regulam e fiscalizam as atividades relacionadas à captação pública da poupança popular.

Em 01.06.2007, o Conselho Monetário Nacional aprova nova mudança na resolução 3.121/03, optando por sua revogação e edição de uma nova a Resolução CMN 3.456, que se encontra em vigor, definiu-se novamente as diretrizes de investimento para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, onde foram alteradas e consolidadas as normas que regulam as aplicações das reservas dos Fundos de Pensão (ABRAPP, 2009).

De acordo com nota para imprensa da SPC (2007) está nova resolução visou adequar a situação das aplicações à nova situação da economia brasileira que vive momento de taxa de juros menores. Pelas novas regras as EFPC terão mais liberdade para aplicar seus recursos.

O que se observou com as frequentes mudanças na regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão é uma dificuldade em ter uma carteira de longo prazo dos seus investimentos, o que não é desejável considerando sua política de serem investidores de longo prazo.

#### 4.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Neste capítulo, foram demonstradas, de uma forma geral, as características das Entidades de Previdência Complementar. Mostraram-se suas classificações e fez-se um levantamento breve de sua história no Brasil juntamente com o cenário atual. Demonstrou-se também a importância que os Fundos de Pensão têm para a economia Brasileira. Sobre as regulamentações que norteiam os investimentos dessas entidades, foi feito um levantamento ano a ano na história desde a primeira lei de criação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil.

## **5 ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DE ACORDO COM AS REGULAMENTAÇÕES E A CONJUNTURA ECONÔMICA**

Tendo como base a resoluções tratadas no capítulo 4, passar-se-á para uma análise sobre a importância que estas têm para o direcionamento das aplicações dos recursos das entidades Fechadas de Previdência Privada, e logo após será feito uma análise conjuntural da economia Brasileira sobre os acontecimentos no período 1991 a 2008 por segmento dos investimentos. O primeiro passo foi organizar todas as resoluções em um quadro único para que a análise se torne mais clara, o segundo passo foi feito com levantamento e coleta de dados nos consolidados Estatísticos da ABRAPP, relatórios anuais do Banco Central do Brasil e Revista Conjuntura Econômica.

### **5.1 RESUMO DAS RESOLUÇÕES**

Como foi visto no capítulo anterior a previdência complementar passou por diversas mudanças na legislação sobre o direcionamento dos seus recursos. Por diversas vezes foi impostos limites mínimos pelo CMN para apoiar alguns setores da economia, ou mesmo financiar o governo.

Segundo Reiche (2005, p. 228):

Ao CMN cabe a tarefa de determinar as diretrizes referentes às aplicações dos recursos dos fundos de pensão. Essa regulamentação se dá por meio de resoluções que estabelecem limites máximos de aplicação em diferentes classes de ativos.

Para facilitar a análise será aqui exposto um resumo com as resoluções das aplicações dos Fundos de Pensão no período analisado que compreende 1991 até 2008.

<i>Nr.</i>	<i>Resoluções</i>	<i>Regulação Limites</i>	<i>Título Púb. Fed</i>	<i>Ações</i>	<i>Imóveis</i>	<i>Emp. Financ. Partic.</i>
1	1.612-23/06/89	<b>Mínimos e Máximos</b>	n < 25 (1)	n < 25 (2)	n < 20	n < 17
2	2.038-23/12/93		n < 35(1) (3)	n < 25 (2)	n < 20	n < 17
3	2.109-20/09/94	<b>Máximos</b>	n > 100	n > 50	n > 20	n > 10
4	2.324-30/10/96		n > 100	n > 50	n > 20	n > 7
5	2.720-24/04/00		n > 100	n > 60	n > 16	n > 10
6	2.829-30/03/01		n > 100	n > 35	n > 16	n > 10
7	3.121-25/09/03		n > 100	n > 50	n > 14	n > 15
8	3.456-01/06/07		n > 100	n > 50	n > 11	n > 10

Quadro 5 - Resumo da legislação de investimentos dos fundos de pensão, no período 1989 a 2007.

Fonte: Resoluções CMN Elaborado pela autora

(1) Somente para EFPC do setor privado. (2) 75% no mínimo em empresas nacionais. (3) para EFPC do setor privado, no mínimo de 10%

O que podemos notar com o quadro 5 é que, antes de 1994, os limites impostos de aplicações dos recursos dos fundos de pensão eram caracterizados como limites mínimos e máximos, a partir de 1994 com a resolução nº 2.109 de 20 de setembro de 1994 a característica mudou para apenas limites máximos dando certa margem para as aplicações dos fundos.

No entanto, antes dessa resolução os recursos das EFPC ficavam a mercê dos desejos e objetivos traçados pelo governo.

Nesse sentido Pinheiro, Paixão e Chedeack (2005, p. 6) destacam que:

Era o objetivo do governo da época o desenvolvimento e o fortalecimento do mercado de capitais, e para isto fazia-se necessária a criação de uma expressiva poupança nacional. Se esta poupança nacional pudesse ter vocação para o longo prazo, e pudesse ser alocada em investimentos produtivos, preferencialmente no próprio mercado de capitais que se queria fomentar, tanto melhor. Neste cenário, era natural que se elaborasse uma norma incentivando e disciplinando de modo mais adequado um fenômeno que já existia, embora de forma incipiente e pouco regulamentada.

Nesse sentido passar-se-á para a análise das aplicações dos recursos dos fundos de Pensão no período 1991 a 2008.

## 5.2 COMPORTAMENTO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO POR SEGMENTO DE APLICAÇÃO

As aplicações dos fundos de pensão brasileiros como vimos no capítulo 4 são basicamente em renda fixa e renda variável, imóveis e empréstimos aos participantes.

Segundo a Resolução CMN nº. 3.456/2007 (CMN, 2007), os fundos de pensão devem alocar seus investimentos nos segmentos de renda fixa, renda variável, imóveis, empréstimos e financiamentos, respeitados os limites de aplicação.

Para tratarmos dos segmentos de aplicação dos recursos, dos fundos de Pensão brasileiro, foram levantados dados dos consolidados estatísticos, da ABRAPP, de dezembro dos anos 1996, 2000 e 2008. Para fazer essa análise, esses dados passaram por algumas modificações pertinentes, como mudança da moeda, pois no período de 1991 o papel moeda brasileiro era o cruzeiro, no ano de 1993 foi criado o cruzeiro real e somente em 1994 que foi implantado o real que é a moeda atual brasileira.

Após fazer a mudança de moeda, passou-se para próxima parte que foi deflacionar os valores, trazendo-os para o ano de 2008, o deflator utilizado foi o IGP-M, Índice Geral de Preços de Mercado, este índice foi escolhido, pois é o padrão do mercado financeiro. O IGP-M é composto por três índices: Índice de Preços no Atacado (IPA), Índice de Preços ao Consumidor (IPC-M) e Índice Nacional do Custo da Construção (INCC), os dados dos fundos de pensão brasileiro no período, estão expostos na tabela 1.

Para cada segmento, foi utilizado o índice que melhor mede seu rendimento no período, para o segmento de ações foi utilizado o índice IBOVESPA que é um indicador do desempenho médio das cotações do mercado brasileiro de ações. E para os demais segmentos utilizou-se a SELIC, que é a taxa que remunera os títulos públicos brasileiros, sendo relacionado à renda fixa.

Tabela 1 - Valores reais dos Ativos dos fundos de pensão

Período	Ativos dos Fundos de Pensão com deflator IGP-M	Ativos dos Fundos de Pensão - Valores Correntes
1992	3.395	43.269
1993	2.248	59.959
1994	3.452	46.488
1995	49.863	57.461
1996	65.641	71.672
1997	80.622	86.861
1998	89.163	90.757
1999	95.855	115.124
2000	118.304	130.077
2001	155.068	171.152
2002	151.057	189.280
2003	220.937	240.139
2004	249.526	280.517

2005	316.401	320.200
2006	360.842	374.726
2007	423.741	456.565
2008	405.100	444.822

Fonte: Adaptado de ABRAPP – IPEA (2008).

\*Valores expressos em milhões de reais, base 2008.

Os valores da tabela 1 representam a evolução dos ativos dos fundos de pensão no Brasil, nos anos de 1992 - 2008. Os valores são menores do que os outros anos porque o país passava por dificuldades na economia, a inflação foi uma delas, o que levou a duas mudanças de moeda. Nesses anos o cenário econômico penalizava os retornos das aplicações. No entanto, com o passar dos anos e a estabilização da economia brasileira as aplicações só vieram a aumentar, mesmo passando por momentos de crise global, o que será visto em cada segmento.

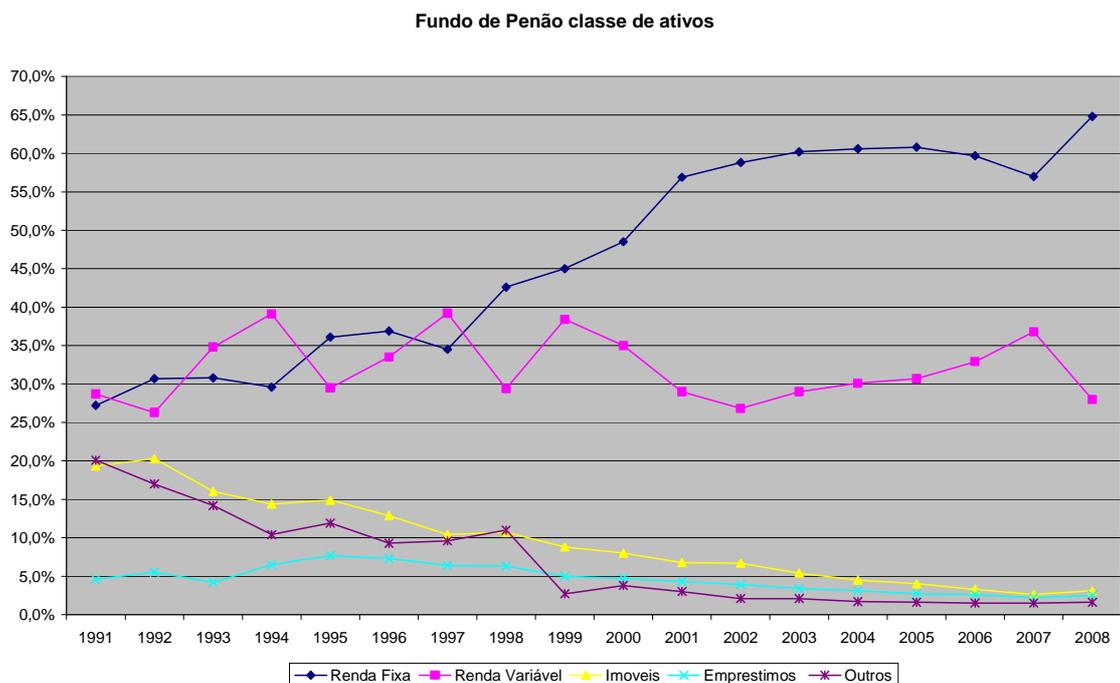


Gráfico 6 - Evolução dos ativos por tipo de Investimento

Fonte: Adaptado de ABRAPP (2008).

O gráfico 6 mostra a evolução dos ativos em cada segmento de aplicação. Com ele podemos notar que o segmento que mais cresceu no período foi o de renda fixa.

Os três segmentos: renda fixa, variável e imóvel, representa no ano de 2008 mais que 96% dos ativos dos fundos de pensão Brasileiros. A combinação de ativos gera um conjunto de carteiras, onde algumas têm retorno superior, maior risco, ou retorno inferior com menor risco, em relação às demais.

### 5.2.1 Renda Fixa

Para tratarmos de renda fixa foi feito um levantamento dos dados do consolidado estatístico da ABRAPP de dezembro dos anos, 1996, 2000 e 2008. Os valores encontrados foram transformados em valores reais do ano de 2008 com o índice IGP-M, após foi feito um novo cálculo que mediu o rendimento desse segmento com a taxa Selic, os dados estão apresentados na tabela 2.

Como a renda fixa é o conjunto das aplicações em Títulos Públicos, Debêntures, Fundos de Investimento em Renda Fixa e Depósitos a Prazo, serão aqui analisados em conjunto.

Como não se teve acesso aos dados de entrada e saída de recursos dos fundos de pensão, não foi possível mensurar a participação das entradas de novos recursos para a aplicação nesse segmento, e conseqüentemente nem fazer uma relação entre o que foi decorrente de realocação de recursos nesse período analisado.

A alternativa encontrada para explicar o crescimento dos investimentos nesse segmento foi usar o índice que mede sua rentabilidade, que neste caso foi a taxa Selic, e fazer suposições de realocação pelas análises dos gráficos, 7, 8, 9 e 10, que mostram as aplicações dos fundos de pensão em cada segmento.

Tabela 2 - Valores das aplicações em renda fixa incluindo o rendimento o Selic

ANO	Valores Reais das Aplicações	SELIC	Valores decorrentes do Rendimento	Diferença em %
1991	33.357	0,141		
1992	43.897	0,294	43.157	2
1993	61.307	0,185	52.002	<b>15</b>
1994	52.631	-0,07	57.073	-8
1995	68.915	0,328	69.917	-1
1996	80.686	0,167	80.418	0
1997	84.663	0,158	93.454	<b>-10</b>
1998	107.141	0,265	107.120	0
1999	119.986	0,046	112.035	7
2000	132.593	0,068	128.150	3
2001	167.429	0,063	140.936	<b>16</b>
2002	150.565	-0,05	159.237	-6
2003	181.924	0,135	170.864	6

2004	192.381	-0,09	165.654	<i>14</i>
2005	220.766	0,152	221.529	0
2006	249.098	0,146	253.014	-2
2007	272.649	0,062	264.422	3
2008	271.543	0,017	277.175	-2

Fonte: Adaptado de ABRAPP - IPEA (2008).

\*Valores expressos em milhões de reais, base 2008.

O que se verifica com a tabela 2 é que os valores decorrentes dos rendimentos de cada período não são compatíveis com os valores reais das aplicações de cada ano. Nesse sentido a análise se concentrou nos anos em que as aplicações ou retiradas desse segmento superou 10% dos valores reais das aplicações, esses anos foram: 1993, 1997, 2001 e 2004. Verificou-se, também, que dos três anos que o rendimento é negativo somente em 2 deles (1994-2002) houve retirada nas aplicações, no ano de 2004 houve uma significativa aplicação em fundos de investimento em renda fixa, mesmo tendo rendimento no período negativo.

O ano de 1993 foi marcado pela mudança na resolução que diz respeito à porcentagem de recursos que devem ser direcionadas para cada segmento de aplicação das EFPC, esse valor passou de 25% para 35% do conjunto das aplicações. No entanto, de acordo com o gráfico 7 essa resolução não foi cumprida por causa da data de promulgação de tal resolução, que ocorreu em 23 de dezembro de 1993.

Neste ano houve a segunda maior aplicação, em porcentagem do período estudado, nesse segmento, um dos motivos que pode explicar este acontecimento foi a taxa básica que estava em alta. Nesse aspecto é importante destacar que o país vivia momento de alta inflação e o risco de manter aplicações em cruzeiro era elevadíssimo, obrigando o governo pagar altas taxas nos seus títulos.

O ano de 1997 se caracterizou por ser o ano que apresentou maior desproporção negativa, ou seja, o ano que mais se retirou dinheiro das aplicações desse segmento. Esse valor, considerando o rendimento do ano anterior, foi de R\$ 8.791 em milhões de reais. Um dos fatores que podem explicar essa ação dos fundos de pensão pode estar relacionado à crise no sudeste asiático, o que de acordo com Banco Central do Brasil (1997) gerou uma indefinição quanto à trajetória da atividade interna brasileira bem como a economia mundial, pois com o agravamento da crise financeira no sudeste asiático houve uma forte demanda por dólares, pressionando assim o mercado de câmbio brasileiro, gerando insegurança com as perdas de reservas brasileiras, aumentando o que o mercado chama de risco Brasil.

Segundo Pinheiro (2004) a crise asiática, de 1997, influenciou, também, a política de juros altos para conter a pressão de aumento no nível geral dos preços, o que levou a

reintrodução de títulos pós-fixados lançados pelo Tesouro Nacional em decorrência dessa crise.

De acordo com Campelo (1998) com a elevação da taxas de juros e a redução nos prazos de aplicação dos títulos públicos, foi verificado no final do ano de 1997 uma “dança nos ativos financeiros”, pois muitos investidores foram levados a mudar suas carteiras de aplicações. Nesse período o governo teve que lançar mão de grandes quantidades de títulos públicos, que eram atrelados ao dólar, e os prazos de aplicação dos títulos foi de seis para dois meses em novembro, o que pode explicar a saída dos investidores institucionais nesse período.

Outro fator que pode ter colaborado com as retiradas feitas no ano de 1997 de acordo com Campelo Junior<sup>a</sup> (1998) é a nova regra de tributação naquele ano, com a Instrução Normativa 96 da Secretaria de Receita Federal o IOF, Imposto Sobre Operação Financeira, que é um dos impostos cobrado sobre as aplicações em renda fixa passa da alíquota de 15 % para 20%, enquanto que a alíquota para aplicações em renda variável permaneceu em 10. Esse imposto compõe a base de cálculo do Imposto de Renda, de acordo com a Instrução Normativa SRF nº 011, de 21 de janeiro de 1996, que dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do calendário de 1996.

O ano de 2001 foi, depois de 2004, um dos anos que mais aplicaram recursos nesse segmento, de acordo com o relatório anual do Banco Central do Brasil (2001), isso pode estar relacionado à volta da credibilidade alcançada no país por causa do alcance da meta da inflação e a superação dos choques externos dos anos anteriores. Outro fator que pode ser levantado foi a saída de empresas listadas na bolsa de valores, o que pode ter direcionado a porcentagem de renda variável para a renda fixa, isso fica claro se analisarmos o gráfico 7 em comparação ao gráfico 8 onde no conjunto houve um aumento de 8,4% em renda fixa enquanto a renda variável teve uma queda de 6%.

Com relação ao ano de 2004, houve a maior aplicação em renda fixa do período analisado, esse valor foi de R\$ 26.727 em milhões de reais. Um motivo que pode ter influenciado a procura de renda fixa nesse ano pode estar relacionado com a trajetória da taxa Selic, que no período estava em torno de 16% ao ano, o que segundo dados do Banco Central do Brasil (2004) levou a um aumento em 85% nas LTN, Letras do Tesouro nacional. Outro fator que pode ter colaborado com as aplicações nesse segmento foi à evolução da economia brasileira, que desde o ano de 2003 vinha em processo favorável, com um nível de atividade

consolidado, sendo caracterizado como o mais elevado crescimento anual da economia brasileira desde 1994.

Ainda relacionado ao grande aumento nos investimentos em renda fixa do ano de 2004, de acordo com Corazzo (2004), o ano de 2003 trouxe bons resultados por conta da combinação entre a garantia de uma boa remuneração real dos títulos públicos, e o desempenho surpreendente do mercado acionário ao longo do segundo semestre, impulsionado pelo retorno dos investidores estrangeiros nos três últimos meses do ano. Nesse sentido podemos notar que as expectativas dos agentes ficam atreladas a acontecimentos do passado recente, se a trajetória da economia mostra bons resultados essa expectativa é lançada para o futuro.

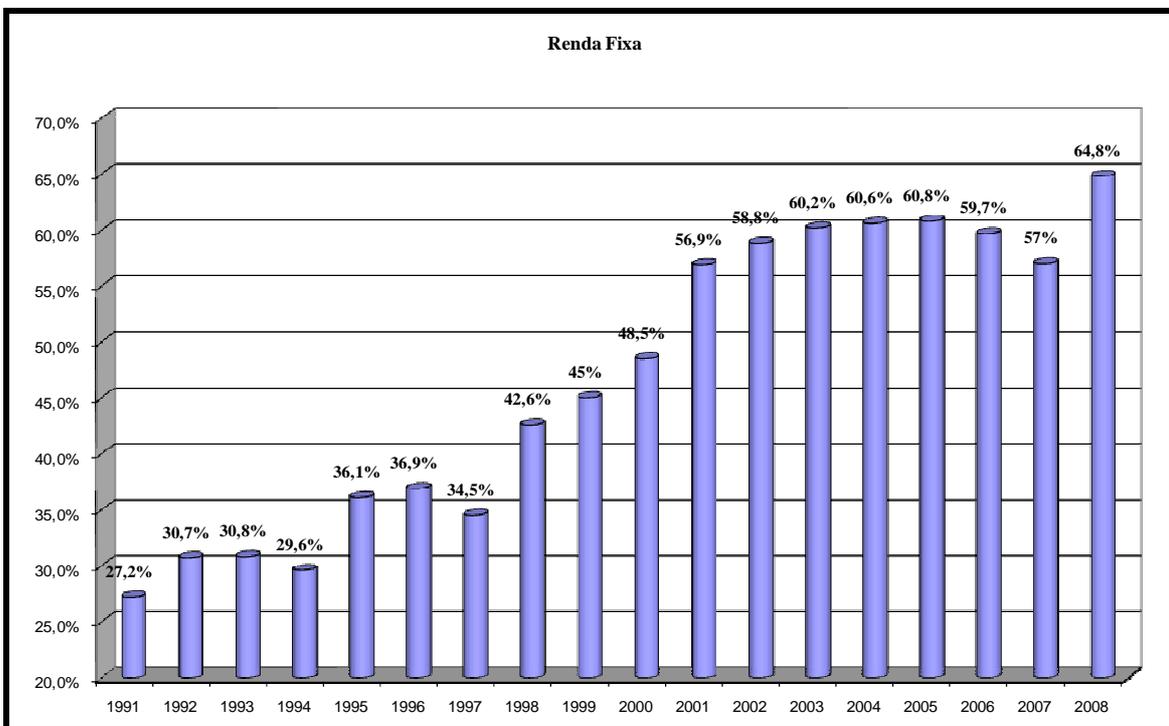


Gráfico 7 - Aplicação dos fundos de pensão em Renda Fixa

Fonte: Adaptado de ABRAPP (2008).

Pelo exame do gráfico 7 percebe-se que os recursos aplicados pelos fundos de pensão no segmento de renda fixa deslocaram progressivamente de um patamar próximo de 27% em 1991 para 64% no final de 2008, o que pode ser explicado pelo crescimento dos fundos de investimento em renda fixa, que começaram a se desenvolver no período 1997-1998, a partir da introdução de títulos pós-fixados lançados pelo tesouro nacional em decorrência das crises da Ásia e Rússia. Outro fator que pode explicar a concentração nesse segmento, de acordo com Pinheiro (2007), são as taxas de juros praticadas no Brasil.

Essa opção de investimento, em qualquer ocasião, está condicionada à situação econômica do país. Tanto no período em que o Brasil conviveu com altas taxas de inflação (1980-1993), quanto no período de estabilização e elevadas taxas de juros (1994-2005), a preferência dos fundos de pensão tem sido pelo segmento de renda fixa, principalmente por títulos públicos federais, que são ativos financeiros que financiam a dívida pública interna proporcionando altas taxas de juros, maior segurança e a liquidez necessária para a gestão previdenciária das entidades fechadas de previdência complementar (PINHEIRO, 2007, p. 68).

Nesse sentido, os fundos de pensão buscam maiores retornos com menor risco nos períodos em que a economia brasileira está passando por dificuldades, pois o segmento de renda fixa traz maior segurança nos retornos. No entanto em períodos que a economia mostra bons resultados de crescimento os investidores institucionais também buscam segurança ao longo do tempo.

No que se refere à regulamentação das aplicações em renda fixa, o que pode ser verificado no período analisado é consistente com o que foi proposto pela regulamentação do ano de 1989 que direcionava no mínimo 25% do montante das aplicações. Na resolução do ano de 1993 se verifica a mudança nessa imposição para 35% do montante dos recursos sendo que para as EFPC do setor privado mínimo era de 10% e as EFPC o mínimo ficava em 35%, e como essa análise é feita com os dois segmentos pode se considerar que essa imposição foi alcançada, no conjunto das aplicações, no entanto de acordo com o gráfico 7 somente em 1995 o valor de 35% no total das aplicações é alcançado. Nos próximos anos a regulamentação é de limite máximo das aplicações para renda fixa, esse valor foi para 100% dos recursos das EFPC, o que se verifica nos anos estudados é um aumento da porcentagem desse segmento no conjunto das aplicações que chegam a duplicar de 1991 para 2002.

### **5.2.2 Renda variável**

O levantamento dos dados da renda variável foi feito da mesma forma que o do segmento renda fixa, no entanto para o índice que mediu o rendimento foi utilizado Ibovespa. Como as aplicações dos fundos de pensão em renda variável são compostas pelas aplicações em Ações e em Fundos de Investimento em renda variável estes serão, analisados em conjunto. Os dados encontrados das aplicações, nesse segmento, no período estudado estão expostos na tabela 3.

Tabela 3 - Valores das aplicações em renda variável incluindo o rendimento do Ibovespa

ANO	Valores Reais das Aplicações	IBOVESPA	Valores decorrentes do Rendimento	Diferença em %
1991	35.292	3,3267403		
1992	37.554	-0,1247515	30.889	<b>18</b>
1993	69.280	1,07593047	77.959	<b>-13</b>
1994	69.596	-0,1388434	59.661	<b>14</b>
1995	56.227	-0,1431738	59.632	-6
1996	73.012	0,49977472	84.328	<b>-15</b>
1997	96.101	0,34427958	98.149	-2
1998	74.027	-0,3463294	62.819	<b>15</b>
1999	102.405	1,09764368	155.283	<b>-52</b>
2000	95.710	-0,1879998	83.153	<b>13</b>
2001	85.375	-0,1938469	77.157	<b>10</b>
2002	71.029	-0,3376637	56.547	<b>20</b>
2003	87.369	0,81557742	128.959	<b>-48</b>
2004	95.860	0,04793606	91.557	4
2005	111.495	0,26195038	120.971	-8
2006	136.239	0,27987608	142.700	-5
2007	175.704	0,33313347	181.625	-3
2008	117.306	-0,464638	94.065	<b>20</b>

Fonte: Adaptado de ABRAPP-IPEA (2008).

\*Valores expressos em milhões de reais, base 2008.

Pelo exame da tabela 3 podemos notar que os valores reais são incompatíveis com os valores decorrentes dos rendimentos. Dos valores encontrados os que apresentaram diferença acima de 10% dos valores reais serão analisados de acordo com a conjuntura. Esses anos foram: 1992-1994, 1996, 1998-2003 e 2008.

O ano de 1992 foi um dos que apresentou maiores aplicações nesse segmento. Nesse ano as aplicações tiveram rendimento negativo. É importante ressaltar que em todos os outros anos em que o rendimento foi negativo houve maiores aplicações no segmento de renda variável. O que pode vir a ser uma explicação, pois quando os preços das ações estão em baixa é uma oportunidade para a entrada no mercado de capitais para realização de lucros futuros.

De acordo com Oliveira (1995) o ano de 1992 foi um ano de muita instabilidade no mercado acionário. No início do ano a bolsa de valores brasileira estava em alta, favorecida pelas entradas de capital estrangeiro para a compra de ações das empresas que estavam sendo desestatizadas. A partir de final de maio esse cenário econômico foi marcado pela crise

política, que levou ao impeachment do presidente Collor de Mello no final do mesmo ano, gerando a instabilidade que marcou o comportamento dos ativos de risco a partir de então.

Com a desestatização abriu-se um grande leque para as aplicações dos fundos de pensão, esse ano também foi marcado pela abertura comercial para o exterior, e a desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais, o que pode ter colaborado para as aplicações feitas pelas EFPC nesse segmento.

Outra explicação pode ser encontrada na valorização das empresas estatais que haviam começado o processo de privatização no ano anterior.

O próximo ano analisado foi o de 1993 que foi marcado por instabilidades, nesse ano, de acordo com os dados coletados, o índice Bovespa foi positivo o que pode ser um dos motivos para as retiradas nesse segmento. No que se refere à economia brasileira as variáveis políticas foram o fator que trouxeram instabilidades para o mercado acionário.

Este ano pode ser dividido em dois períodos, o primeiro semestre que foi de acordo com Oliveira (1993) marcado por grande valorização das ações negociadas em bolsa, essa valorização superou a inflação no primeiro trimestre do ano. Os fatores que levaram a esse desempenho foram novamente as ações das estatais e, também, a confiança na nova equipe do ministério da fazenda.

No entanto de acordo com Coentro Filho<sup>b</sup> (1993, p. 31) no segundo período mais precisamente no mês de julho o índice Bovespa começou a cair, "depois de acumular um ganho de 80,7% em termos de dólar no primeiro semestre do ano, o índice Bovespa limitou-se a um aumento de 22% durante todo o mês de julho". Esse episódio aconteceu em decorrência da questão salarial, pois o Congresso aprovou um reajuste mensal com indexação plena.

Ainda de acordo com o autor citado acima, o cenário nesse segundo semestre passa a ser de grandes incertezas no ambiente econômico e político nacional, onde os investidores começam a ter uma disposição mais cautelosa para assumir risco. Nesse sentido podemos explicar as retiradas feitas pelos fundos de pensão, nesse ano, como sendo decorrentes da incerteza, que levou a realização dos lucros das EFPC.

Nesse ano houve mudança na resolução das aplicações deste segmento, essa nova resolução não mudou a porcentagem das aplicações em renda variável, continuando sendo o mínimo de 25% do total dos recursos das EFPC.

No ano seguinte, 1994, um ano onde a rentabilidade no mercado de capitais foi negativa e as taxa de juros básicos estavam em alta, houve novamente aplicação nesse segmento.

De acordo com Oliveira (1995) durante o primeiro trimestre de 1994 as ações tiveram grande rentabilidade, o que refletiu o otimismo com as medidas aprovadas no ajuste fiscal. No entanto, no restante do ano o mercado de ações apresentou volatilidade, o que levou a queda na rentabilidade.

Os autores, Faria e Campelo Junior (1994), explicam o desempenho do mercado de ações no início do ano com três razões: a implementação, pelo governo de reformas econômicas modernizantes, como a abertura da economia ao exterior e o programa de privatização de estatais; o engajamento das empresas em processos de incrementos de produtividade, tendo como resultado a recuperação ou o aumento de suas margens de lucro e, finalmente, a abertura do mercado de capitais ao investindo de carteira externo. Isto influenciou a entrada de bilhões de dólares direcionados às bolsas e facilitou a recuperação interna das cotações.

No entanto, no decorrer do ano, de acordo com Coentro Filho<sup>f</sup> (1994), o índice de lucratividade do mercado de ações apresentou grandes quedas, isso ocorreu por causa do aumento dos juros norte americano, o que levou os investidores internacionais passar de compradores para vendedores no mercado de capitais brasileiro.

Esse ano foi marcado pela implantação do Plano Real e por ser um ano eleitoral, o que gerou nos investidores preocupação por causa das eleições.

Segundo Coentro Filho<sup>g</sup> (1994), depois do susto com a elevação das taxas de juros internacionais, a partir de fevereiro, passando pelas incertezas em relação as medidas que acompanharam o lançamento do real em julho, o mercado atravessou o mês inquieto com os resultados semanais das pesquisas de intenção de voto. A cada nova subida na pontuação do candidato do PT os índices de lucratividade das bolsas revelavam forte retração. O movimento inverso acontecia quando o candidato do PSDB que liderava nas pesquisas.

Apesar da prática de juros altos e das incertezas comuns sobre o processo eleitoral, as bolsas de valores bateram recordes de volume negociado, com impacto direto sobre os preços dos papéis. O que pode ser mais um fator para justificar as aplicações nesse ano de acordo com Silva (1994) foi o desempenho do mercado acionário brasileiro após o Plano Real.

Nesse ano também houve uma importante mudança na resolução que trata das aplicações dos recursos dos fundos de pensão onde, o limite passou de mínimo de 25% para máximo de 50% do total dos recursos das EFPC. Como podemos verificar no gráfico 8 essa regulamentação também colaborou para um aumento de cerca de 4% do total das aplicações das EFPC em renda variável.

O ano de 1996 foi um ano que apresentou alto índice de rendimento das aplicações desse segmento, sendo um ano de realização dos lucros. Nesse ano, de acordo com a tabela 3, os valores decorrentes dos rendimentos não foram passados para o próximo ano. No entanto no conjunto das aplicações, esse segmento, ainda apresentou aumento na porcentagem total dos recursos. Uma resposta para esse aumento pode vir a ser a transferência do segmento de imóveis verificados nos gráficos 8, e 9. Ou ainda em decorrência do próprio rendimento do período.

De acordo com Banco Central do Brasil (1996), o ano de 1996 apresentou alguns fatores que contribuíram para o desempenho do mercado de ações que foi a queda da taxa básica e a continuação do programa de privatização.

Nesse sentido Campelo Junior <sup>c</sup> (1996) denota que os fundos de ações tiveram grandes rendimentos nos anos de 1991 a setembro de 1995, o que pode ser um motivo para as retiradas feitas no ano de 1996, pois de acordo com Silva (1996) com a crise do México, que gerou desvalorização do real, comprometeu esse cenário de ganhos decorrentes dos anos anteriores.

O ano de 1998 foi marcado pela queda no índice que remunera as aplicações desse segmento, novamente os gestores dos fundos de pensão aplicaram dinheiro em renda variável. A economia brasileira de acordo Banco Central do Brasil (1998) estava favorável no primeiro trimestre do ano ao mercado de ações com um clima de otimismo por causa dos avanços das reformas constitucionais e das privatizações. No entanto, esse cenário foi abalado pela crise financeira internacional da Rússia, o que levou a alta volatilidade na bolsa de valores ao longo de 1998, houve vários resgates durante o ano, o segmento de renda variável teve seu pior desempenho no mês de agosto com o agravamento da crise internacional, o resultado favorável das privatizações não conseguiu conter as quedas nas bolsas.

Uma explicação para as aplicações das EFPC é que o principal atrativo dos investidores é a valorização futura das ações, como o cenário propiciou a desvalorização das mesmas, os agentes compraram para aguardar uma valorização futura.

O próximo ano analisado foi o de 1999, ano que apresentou o maior valor de retiradas desse segmento, o valor retirado foi de R\$ 52.879 milhões de reais, em 1999 a porcentagem máxima exigida pela resolução CMN nº 2.324 de 1996 era de 50% do total dos recursos.

Verificou-se que com o rendimento de 1999 a renda variável iria ficar com 45,3% do total dos recursos. Foi verificado, também, que a média nesse período estudado da porcentagem que as EFPC aplicam, em renda variável, ficou em torno de 32% o que pode ter sido um dos motivos para essa grande retirada nesse segmento, ou ainda, que estavam

chegando muito perto do limite permitido na resolução vigente, que era de 50% do total dos recursos das EFPC.

É importante destacar que no fim de 1998 as aplicações com o rendimento do período ficaram em torno de 25% somando o valor aplicado para 1999 a porcentagem ficou em torno de 29%, tendo o ano de 1999 um crescimento de cerca de 15% somente com os rendimentos. Os gestores preferiram não arriscar, porque o rendimento da Ibovespa alcançou um dos maiores do período estudado.

Nesse ano pode se destacar, segundo Banco Central do Brasil (1999), que o mercado de renda variável apresentou um grande desempenho, com a melhora do cenário econômico que foi a recuperação do real frente ao dólar e a redução do IOF incidente na entrada de recursos externos no país. Outro fator que contribuiu para o grande retorno no mercado de renda variável, ainda de acordo com Banco Central do Brasil (1999 p. 78) foi a "desvalorização cambial de 70,8%" que ocorreu nos primeiros meses do ano, assim, o mercado acionário apresentou desempenho positivo ao longo do ano

No ano 2000 a regulamentação que disciplina os investimentos das EPFC sofreu alterações significativas durante o exercício. Para o segmento de renda variável, por exemplo, o limite de aplicação global passou de 50% para 60% dos recursos dos Fundos de Pensão. Posteriormente, voltou a 50% com a suspensão da Resolução CMN nº 2.720/2000, esse acontecimento não surgiu efeito sobre as aplicações nesse segmento.

No que se refere aos acontecimentos na economia, segundo Banco Central do Brasil (2000), as taxas de juros vinham em trajetória de queda. Um fator que pode ter levado a queda no índice nesse ano foi externo, a crise na bolsa de valores americana em particular a Nasdaq que decorreu do desmembramento da Microsoft nos EUA, este acontecimento gerou insegurança entre os investidores nos mercados de capitais dos países. No decorrer do ano outra crise veio para abalar o mercado, a crise do petróleo e a indefinição dos fundamentos macroeconômicos nos EUA e na Argentina. Nesse ano o mercado de ações registrou perdas nas principais bolsas do mundo. No Brasil somente no primeiro trimestre manteve-se a tendência de crescimento do ano anterior.

O ano de 2001 foi caracterizado pela queda no índice que remunera as aplicações nesse segmento, não diferente dos anos anteriores que o índice foi negativo, verificou-se aplicação nesse segmento, mesmo tendo a porcentagem diminuído como visto no gráfico 8. Um motivo para essa queda de porcentagem pode ser a mudança na resolução das aplicações que direcionou o limite máximo para 35%, essa porcentagem já estava verificada no ano

anterior, no entanto com as quedas na rentabilidade não houve preocupação para o direcionamento de recursos desse segmento para outro.

No início de 2001 de acordo com o Banco Central do Brasil (2001), o mercado de ações brasileiro estava positivo em decorrência das expectativas positivas quanto à evolução da economia brasileira. No entanto, esse cenário positivo modificou-se a partir de meados de fevereiro, por causa dos indicadores adversos da economia norte americana. Outro fator pertinente para esse cenário foi o racionamento de energia iniciado em junho, o que levou a incerteza adicional, tendo em vista seus efeitos negativos sobre os lucros futuros das empresas. Os atentados terroristas nos Estados Unidos, também, acentuaram o movimento de queda do Ibovespa. O conjunto desses fatores pode ter levado a aplicação nesse mercado, pois com a rentabilidade em baixa diminuí o valor das ações, o que se traduz em oportunidade de ganhos futuros.

O ano de 2002 caracterizou-se pelas aplicações feitas nesse segmento, a segunda maior do período estudado. De acordo com Banco Central do Brasil (2002), nesse ano o mercado financeiro foi afetado pelas divulgações de escândalos de empresas norte americanas e européias, o que contribuiu para a queda na Bovespa. Um fator que pode ter colaborado para as aplicações nesse segmento foi a queda na taxa básica. Outro fator que levou a incertezas aos investidores foi a possibilidade de guerra dos EUA e o Iraque, o que levaria a grandes oscilações no preço do petróleo, esse cenário elevou a aversão ao risco dos investidores.

Um fator que pode ter tranquilizado os agentes dos fundos de pensão e levado as aplicações nesse ano foi o comprometimento do novo governo para com a estabilidade monetária e a responsabilidade fiscal. O que, ainda, de acordo com Banco Central do Brasil (2002), geriu maior confiança ao mercado de ações contribuindo para a recuperação da Bovespa.

Em 2003 a bolsa de valores apresentou grande valorização, foi um ano onde os investidores dos fundos de pensão retiraram seus lucros. No que diz respeito à economia brasileira desse ano, segundo Banco Central do Brasil (2003 p. 81), foi um ano de estabilização econômica, acompanhado por aumento da liquidez internacional. Nesse ano a taxa Selic ficou fixada em 8,6%, que foi um dos motivos para a trajetória de alta da bolsa. Nesse ano a valorização da bolsa "alcançou 97,3%" esse desempenho só foi possível por causa da estabilização econômica, queda no risco país e da liquidez internacional, que levou a valorização dos títulos no mercado externo. Outro fator que contribuiu para o desempenho dos fundamentos econômicos foi a perspectiva de redução de juros, e a aprovação da reforma da previdência no Brasil.

No ano de 2003 houve novamente mudança na resolução que trata das aplicações dos fundos de pensão nesse segmento. O limite ficou em 50%, no entanto as aplicações nesse segmento não evoluíram a esse patamar, no final de 2003, de acordo com o gráfico 8 as aplicações totalizaram somente 29%.

O ano que apresentou maior aplicação de recursos nesse segmento mesmo tendo grande perda no Ibovespa foi o de 2008. Esse ano de acordo com Banco Central do Brasil (2008) ficou marcado pela crise financeira global, estourada com o problema das hipotecas nos EUA, que se agravou fortemente a partir do segundo semestre de 2008. No cenário interno, a crise se refletiu de forma significativa no crédito e as contas externas. O governo e a autoridade monetária tomaram medidas para injetar liquidez no sistema e estimular a circulação dos recursos. Nesse ano o que se verificou foi uma crise sistêmica, que alastrou pelo globo a insegurança dos agentes, levando a queda nas bolsas de valores de todo mundo, o mesmo ocorreu com a Bovespa, contudo os gestores dos fundos de pensão injetaram dinheiro nesse segmento, talvez por que acreditavam que a queda foi muito grande, e se verificada no período estudado foi a maior depreciação do índice Bovespa, e por isso viram uma oportunidade de ganhar lucros nos próximos anos.

Podemos analisar também que de acordo com o gráfico 7 e 8, houve uma transferência de recursos do setor de renda variável para o de renda fixa, nesse ano. No ano anterior o segmento de renda fixa estava com 57 % das aplicações dos fundos de pensão e no ano de 2008 terminou com 64,8%, valor correspondente a mesma porcentagem que diminuiu no setor de renda variável.

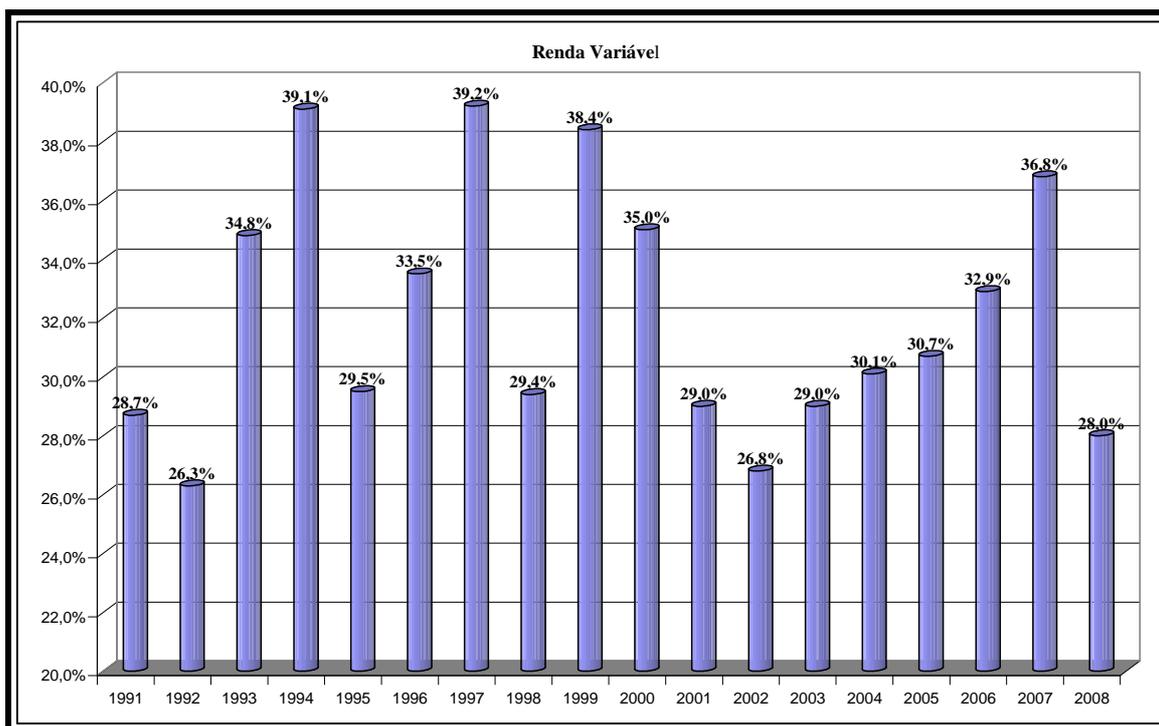


Gráfico 8- Aplicação dos fundos de pensão em Renda Variável

Fonte: Adaptado de ABRAPP (2008).

De acordo com o gráfico 8 os dados das aplicações em renda variável são bastante oscilantes no período estudado. No que diz respeito às regulações, a que obrigava ter limites mínimos que ficou vigente até setembro 1994, permite verificar que de acordo com ela o mínimo para aplicações era de 25% o que foi compatível com as aplicações no período. Nos anos seguintes em que os limites eram máximos todos os anos encontram-se enquadrados nas resoluções com relação aos limites estabelecidos.

As aplicações e retiradas no segmento de renda variável podem ser explicadas de maneira geral pela lógica do mercado acionário, quando o preço das ações esta em queda, ou seja, quando no período o rendimento é negativo, é o momento de comprar e quando o preço esta em alta, ou quando se tem um rendimento acima da média é o momento para vender, porque os investidores buscam comprar barato e vender caro. Foi esse o comportamento na maioria dos anos estudados.

### 5.2.3 Imóveis

O levantamento dos dados do segmento imóveis foi feito da mesma forma que o dos segmentos anteriores, nesse caso o índice que foi utilizado para medir o retorno dos investimentos em imóveis foi a taxa Selic, que é um indicador de renda fixa, e é usada para medir o rendimento no mercado financeiro. Os dados encontrados estão expostos na tabela 4.

A carteira de imóveis pode ser analisada como sendo o que mais apresentou retiradas no período estudado, somente em 4 anos não alcançou os 10% referente às retiradas dos valores reais das aplicações, em todos os outros que compreendem 1994 a 2003 e 2005 a 2007 as retiradas foram significativas, isso pode ser comprovado também pelo gráfico 9 que mostra a trajetória de queda de investimento nesse segmento.

Como não se teve acesso aos dados sobre a evolução de preços dos imóveis, nas fontes analisadas, que permitiriam uma análise mais específica, não foi possível fazer uma análise no tocante da conjuntura econômica, no entanto se fará a análise sobre as resoluções, e possíveis realocações de recursos em outros segmentos pela comparação dos gráficos 7, 8, 9 e 10.

É importante destacar que nos períodos onde a inflação no país era alta, havia uma significativa porcentagem nesse segmento, período de 1991-1994, com a estabilização da moeda na economia brasileira esses investimentos foram deixando de ser significativos, diminuindo a cada ano. No ano de 2008 mesmo com a regulamentação autorizando até o limite máximo de 10% os investimentos se encontram na faixa de 3%.

Tabela 4 - Valores das aplicações em Imóveis incluindo o rendimento da Selic

ANO	Valores Reais das Aplicações	SELIC	Valores decorrentes do Rendimento	Diferença em %
1991	23.642	0,141		
1992	28.974	0,294	30.587	-6
1993	31.873	0,185	34.323	-8
1994	25.622	-0,07	29.672	<b>-16</b>
1995	28.401	0,328	34.038	<b>-20</b>
1996	28.071	0,167	33.141	<b>-18</b>
1997	25.527	0,158	32.513	<b>-27</b>
1998	26.871	0,265	32.298	<b>-20</b>
1999	23.357	0,046	28.098	<b>-20</b>
2000	21.979	0,068	24.946	<b>-14</b>
2001	20.092	0,063	23.362	<b>-16</b>
2002	17.214	-0,05	19.109	<b>-11</b>

2003	16.216	0,135	19.535	<b>-20</b>
2004	14.380	-0,09	14.766	<b>-3</b>
2005	14.542	0,152	16.558	<b>-14</b>
2006	13.797	0,146	16.666	<b>-21</b>
2007	12.639	0,062	14.646	<b>-16</b>
2008	12.915	0,017	12.848	<b>1</b>

Fonte: Adaptado de ABRAPP – IPEA (2008).

\*Valores expressos em milhões de reais, base 2008.

O que pode ser notado de acordo com a tabela 4 é que, mesmo nos período de rendimento positivo, não foi de interesse dos gestores dos fundos de pensão em aplicar mais recursos nesse segmento e, nem deixar os recursos decorrentes dos próprios rendimentos. A tabela 4 também mostra a trajetória de queda nos valores reais das aplicações. Se analisarmos o ano de 1991 em comparação com o de 2008 os valores reais não chegam na metade dos que eram no início do período analisado.

Com relação à regulamentação, todos os anos encontram-se dentro dos limites estabelecidos nas resoluções, é interessante ressaltar que as resoluções também não priorizam os investimentos nesse segmento, pois no decorrer dos anos as resoluções só diminuíram a porcentagem permitida para aplicações nesse segmento. De acordo com o quadro 4 que trata da resolução CMN nº 2.829/01, no ano de 2009 só é permitido o direcionamento de 8% (limite máximo) dos recursos das EFPC, muito abaixo da primeira resolução.

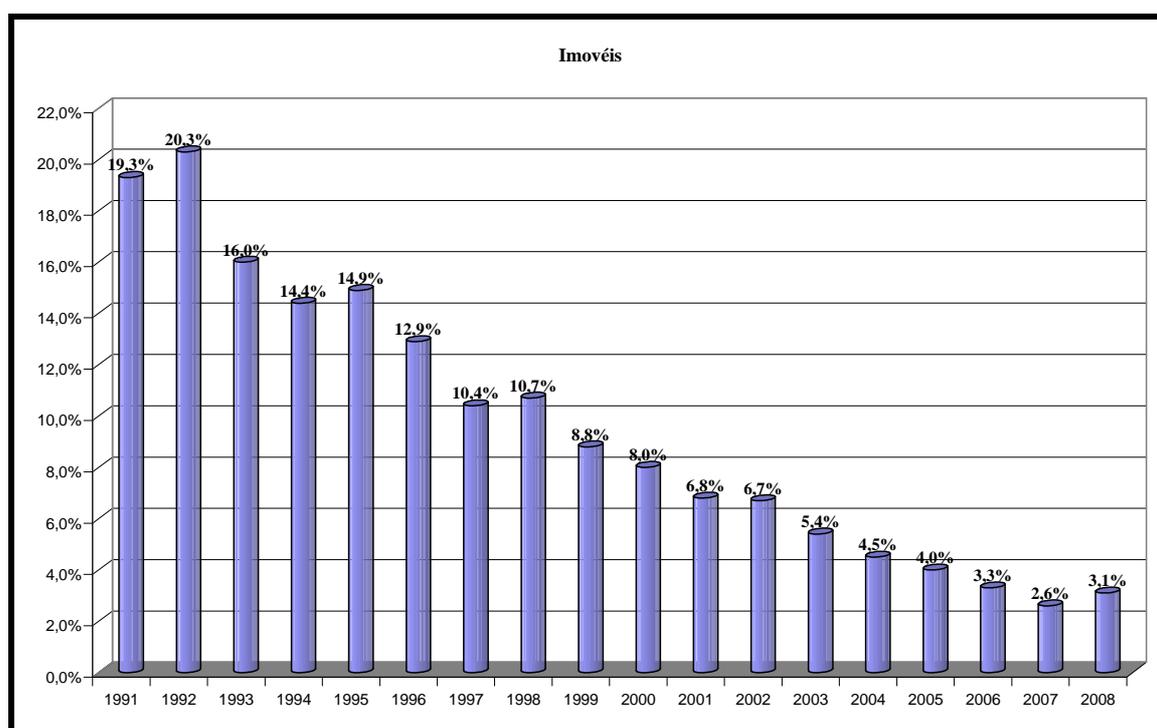


Gráfico 9 - Aplicação dos fundos de pensão em Imóveis

Fonte: Adaptado de ABRAPP (2008).

De acordo com o gráfico 9 as aplicações em imóveis, que na primeira resolução do conselho Monetário Nacional em 1978 tinham um limite mínimo de 40 % do total dos recursos da EFPC, evoluíram negativamente nos últimos anos, passando de uma participação de 19% em 1991, ano que a resolução vigente permitia o mínimo de 20%, para 3% em dezembro de 2008, ano que a resolução vigente permitia o máximo de 10%. Uma possível explicação para essa evolução negativa pode vir a ser as resoluções que só foram modificadas para diminuir os limites de aplicações nesse segmento. Outro dado interessante a destacar é que somente no ano de 2008 os fundos de pensão não fizeram saques dos valores decorrentes dos rendimentos.

O que podemos notar nesse segmento, após a análise, é o movimento dos fundos de pensão no sentido de reduzir suas participações nessa modalidade de aplicação, que pode ser feita direcionando esses recursos para a securitização nos mercados financeiros, uma possível explicação para esse movimento reside na baixa liquidez e no baixo retorno proporcionado nas aplicações em imóveis.

#### **5.2.4 Empréstimos**

Os dados do segmento empréstimos também foram retirados dos consolidados estatístico da ABRAPP e, tratados da mesma forma dos outros segmentos. Para medirmos a rentabilidade desse segmento no período foi escolhida a taxa Selic, por se tratar de um índice que mede a rentabilidade no mercado financeiro. Os valores encontrados foram transformados em valores reais do ano 2008 com o índice IGP-M, após foi feito um novo cálculo que mediu o rendimento desse segmento com a taxa Selic, os dados estão apresentados na tabela 5.

As aplicações em empréstimos compreendem empréstimos a participantes e financiamentos imobiliários, portanto serão aqui analisados em conjunto.

Como não foram encontrados dados para a análise na conjuntura, nas fontes analisadas, dos empréstimos, a alternativa encontrada para explicar as aplicações, nesse segmento, foi somente em decorrência das resoluções estabelecidas no período estudado.

Tabela 5 - Valores das aplicações em Empréstimos incluindo o rendimento da Selic

ANO	Valores Reais das Aplicações	SELIC	Valores decorrentes do Rendimento	Diferença em %
1991	12.032	0,141		
1992	18.863	0,294	15.567	<i>17</i>
1993	17.688	0,185	22.346	<i>-26</i>
1994	17.341	-0,07	16.467	5
1995	21.513	0,328	23.036	-7
1996	19.919	0,167	25.104	<i>-26</i>
1997	22.648	0,158	23.071	-2
1998	26.019	0,265	28.656	<i>-10</i>
1999	4.332	0,046	27.207	<i>-528</i>
2000	5.211	0,068	4.627	<i>11</i>
2001	5.494	0,063	5.539	-1
2002	4.962	-0,05	5.225	-5
2003	5.688	0,135	5.631	1
2004	6.168	-0,09	5.179	<i>16</i>
2005	7.030	0,152	7.103	-1
2006	7.787	0,146	8.057	-3
2007	8.167	0,062	8.266	-1
2008	8.522	0,017	8.303	3

Fonte: Adaptado de ABRAPP - IPEA DATA (2008)

\*Valores expressos em milhões de reais, base 2008.

No gráfico 10 pode-se notar a evolução negativa da carteira de investimento nesse segmento, que se reduziu quase pela metade de 1991 que era de 4% para dezembro de 2008 que ficou na faixa de 2%, sendo que em 1995 chegou a quase 8% do total dos investimentos. No ano de 1995 o limite máximo de acordo com a resolução vigente era de 10%.

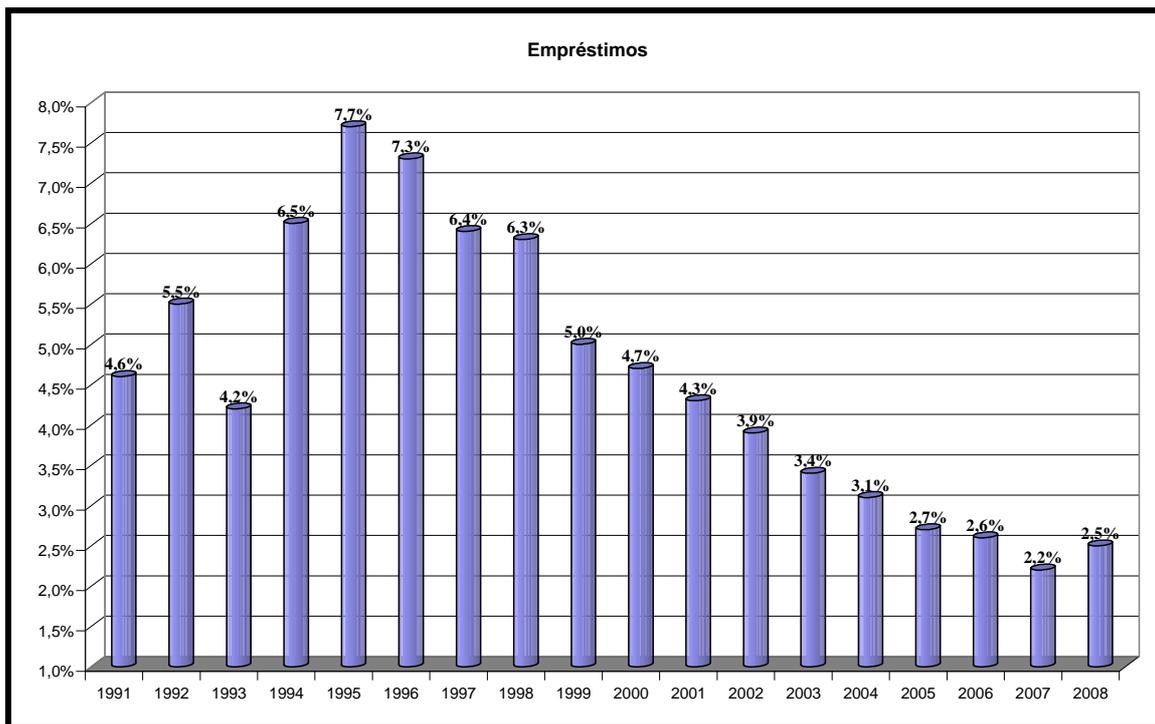


Gráfico 10 - Aplicação dos fundos de pensão em Empréstimos

Fonte: Adaptado de ABRAPP (2008).

No segmento de empréstimos acontece o mesmo que no de imóveis, não há grande interesse nos gestores dos fundos de pensão em direcionar recursos para esse segmento, a média das aplicações nos anos estudados fica em torno de 4%.

No que se referem às regulamentações nos anos de 1991 a 1993 quando o limite mínimo era de 17% não se verifica essa porcentagem de recursos nesse segmento, uma explicação para esse acontecimento pode ter sido a falta de demanda pelos próprios participantes.

No ano de 1994 quando o limite passou de mínimo para máximo podemos notar um aumento na porcentagem alcançada nesse segmento. Na próxima mudança na resolução que foi no ano de 1996, o limite estabelecido foi alcançado e até ultrapassado, uma resposta para esse excedente pode vir a ser a data de publicação da nova resolução que foi no mês de outubro, não dando tempo para os fundos de pensão se adequarem as exigências no mesmo ano.

Com relação à resolução nº 2.324 de 30 de outubro de 1996, França (2002) diz que as normas visavam melhora para que os administradores dos fundos desempenhassem com maior segurança e transparência suas aplicações. Das medidas a que causou maior polêmica foi a redução dos limites para a concessão de empréstimos a juros baixos ao participante, com a justificativa do governo que a concessão de empréstimo não era o objetivo dos fundos de

pensão. Ainda de acordo com a autora citada acima, as mudanças na regulamentação dos fundos de pensão são atrelada a reações as mudanças na situação econômica.

O que pode ser observado nesse segmento é um baixo interesse até pelos participantes em pegar dinheiro emprestado nos respectivos fundos. Podemos notar que a participação desse segmento no conjunto das aplicações não é expressiva. Uma explicação para isso pode ser que as os recursos direcionados para esse segmento não é o objetivo central dos fundos de pensão, pois os lucros não representam grandes ganhos se comparados aos de renda variável.

### 5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Este capítulo foi dedicado a análise dos investimentos dos fundos de pensão, de acordo com as regulamentações e a conjuntura econômica no período estudado. Foi analisado cada segmento de aplicação da carteira das entidades fechadas de previdência complementar. Foi, também, levantado a importância do cenário econômico do país e, a conjuntura econômica mundial juntamente com as resoluções que impunham os limites das aplicações em cada segmento para o direcionamento dos investimentos dos recursos dos fundos de pensão.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do trabalho procurou-se discutir sobre as entidades fechadas de previdência complementar e como essas estão inseridas no sistema financeiro nacional. Nesse sentido pode se verificar que são instituições importantes para o mercado de capitais no país e para a sociedade. Os fundos de pensão são importantes, pois é através deles que o governo pode fazer políticas econômicas como foi visto com as resoluções, que impunham limites mínimos de aplicação para cada segmento, e também é através deles que são garantidos benefícios como a aposentadoria aos indivíduos que contribuem para com eles.

Nesse sentido, podem-se explicar as regulamentações aplicadas aos fundos de pensão brasileiros como sendo vinculadas a necessidade de aprimorar e ajudar a desenvolver o mercado de capitais no país. Sendo usados como estratégias políticas e econômicas.

No que se refere à regulamentação foram analisadas oito resoluções que tratou dos limites mínimos e máximos de aplicação dos fundos de pensão. Verificou-se que no período estudado as resoluções foram usadas para fazer a diversificação entre os segmentos de aplicação e tentar diminuir os riscos que são inerentes ao mercado financeiro. Nesse sentido tentou-se também canalizar os recursos para o mercado de capitais para desenvolvê-lo no país, e para atender a eventual demanda por financiamento de longo prazo aos investimentos.

Nas resoluções que trataram dos limites máximos os segmentos que tiveram maior preferência nas aplicações foi o de renda fixa e renda variável, os de empréstimos e de imóveis, sofreram quedas não só pela regulamentação mas também na carteira dos ativos dos fundos de pensão.

O que podemos notar nos investimentos feitos pelos fundos de pensão brasileiros é uma diversificação dos ativos, com uma maior porcentagem nos ativos de renda fixa, pois é onde os retornos foram grandes no período analisado. Notou-se que a atratividade das aplicações financeiras em geral é influenciada tanto pelo nível da taxa básica de juros quanto pelo cunho fiscal incidente sobre elas.

Sobre o ambiente econômico, pode ao longo da análise fazer algumas suposições que podem explicar o comportamento, em cada ano, dos investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, em renda variável e renda fixa, o que nos leva a entender que os acontecimentos na conjuntura influenciaram em grande parte as aplicações feitas pelos fundos de pensão no período estudado.

## REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Thomson, 2002.

AMARAL, Carlos Antonio Lopes Vaz do. Derivativos: o que são e a evolução quanto o aspecto contábil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 32, p. 71 - 80, maio/ago. 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado estatístico**: dezembro 2008. 4 p. Disponível em: <[http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=estatisticas/estatisticas.html&TipoConteudo=Consolidado\\_Estatistico&idMenu=75&menu=s](http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=estatisticas/estatisticas.html&TipoConteudo=Consolidado_Estatistico&idMenu=75&menu=s)>. Acesso em: 05 abr. 2009.

BACEN. Banco Central do Brasil. **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOM>>. Acesso em: 10 ago. 2009.

BACEN. **O Fórum Conjunto - Princípios gerais para continuidade de atividades**. Tradução de Luciano Andrade Frois. 2006.

BAIMA, Francisco de Resende. **Análise de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil**. Florianópolis, 1998. 100 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 1998. Disponível em: <<http://www.eps.ufsc.br/disserta98/baima/index.html>>. Acesso em: 10 mar. 2009.

BAIMA, Francisco de Resende. **Estratégias e desempenho de investimentos dos fundos de pensão no Brasil**. 2004. 198 f. Tese (Doutorado) Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil**: Boletim do Banco Central do Brasil. 2008. v. 44. 257 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 2004. v. 40. 229 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 1996. v. 33. 243 p. Brasília DF publicado em agosto 1997. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 1998. v. 34. 230 p Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 1999. v. 35. 250 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 2000. v. 36. 285 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 2001. v. 37. 284 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL: **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 2002. v. 38. 298 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco central do Brasil. 2003. v. 39. 247 p. Brasília DF. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual Banco Central do Brasil:** boletim do banco centra do Brasil. 1997. v. 34. 216 p. Brasília DF publicado em outubro de 1998. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 20 out. 2009.

BELTRÃO, Kaizo Iwakami; et al. **Análise da estrutura da previdência privada brasileira:** evolução do aparato legal. Rio de Janeiro: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), 2004. 30 p. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2004/td\\_1043.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2004/td_1043.pdf)>. Acesso em: 05 abr. 2009

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**: teoria e política econômica. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookmann, 2000.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

BRASIL. Previdência da Republica Federal. **Decretos lei**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del0073.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del0073.htm)>. Acesso em: 15 ago. 2009.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Coletânea de Normas de Fundos de Pensão**. 3. ed. Brasília: MPS, SPC, 2007. 323 p. Disponível em: <[http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3\\_081014-104031-490.pdf](http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-104031-490.pdf)>. Acesso em: 16 mar. 2009.

CAMPELO JUNIOR, Aloísio; MACHLADO, Marcos. As mudanças de regras no mercado financeiro. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 49, n. 02. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1995.

CAMPELO JUNIOR<sup>a</sup>, Aloísio. As perdas do dólar. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 47, n. 08. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1993.

CAMPELO JUNIOR<sup>b</sup>, Aloísio. O efeito dominó asiático. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 52, n. 02. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1998.

CAMPELO JUNIOR<sup>c</sup>, Aloísio. Ranking de fundos de investimento. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 50, n. 01. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1998.

CAMPELO JUNIOR<sup>d</sup>, Aloísio. Mudança de fim de ano. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 52, n. 02. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1998

CARVALHO, Fernando J. Cardim; et al. **Economia monetária e financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CASER, Carlos Alberto. Controle dos Fundos de Pensão. **Revista Gazeta Mercantil**, 06 de janeiro de 2005.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>a</sup>. Altas de preços são acentuadas em agosto. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 47, n. 10. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1993.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>b</sup>. Índice Bovespa tem queda real de 7 % em julho. **Revista Conjuntura econômica**. v. 47, n. 09. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1993.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>c</sup>. Mercado de ações. **Revista Conjuntura econômica**. v. 47, n. 04. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1993.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>d</sup>. Mercado de ações. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 47, n. 02. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1993.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>e</sup>. Mercados de ações. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 46, n. 01, Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1992.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>f</sup>. Pausa na euforia. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 48, n. 06, Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1994.

COENTRO FILHO, Ailton<sup>g</sup>. Preocupação com as eleições. **Revista Conjuntura econômica**. v. 48, n. 07. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1994.

CORAZZA, Martha. Política de investimento, tendência é valorizar o risco privado. **Revista fundos de pensão**. Agenda 2004, ed. 290, ABRAPP/ICSS/SINDAPP .São Paulo. 2004

DORMBUSCH, Rudiger. FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

FARIA, Lauro Vieira de; CAMPELO JUNIOR, Aloísio. **As dez mais negociadas na Bovespa** **Revista Conjuntura Econômica**. v. 48, n. 05. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro. 1994.

FERNANDES, Alberto Grossi. **O Sistema financeiro nacional comentado**. São Paulo: Saraiva, 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro (RJ): Qualitymark, 1999.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro (RJ): Qualitymark, 2002.

FRANÇA, Renata. C. **A influência dos fundos de pensão para o crescimento econômico brasileiro**. 2002. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Belo Horizonte, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Técnicas de pesquisa em economia e elaboração de monografias**. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMANN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2007.

HERBST, Pedro, Américo; DUARTE, Junior, Antonio Marcos. **A Regulamentação do Risco de Crédito para Fundos de pensão**. Vitória: Brazilian Business Review, 2007. Lições do Setor Bancário. V. 4.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o 'Milagre' Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005. p. 69-91.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de Pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MISHKIN, Frederic, S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC 2000.

OLIVEIRA, Maria Adelaide de Amorim (Coord.). Preços & salários indexar não resolve. Dólar dispara. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 47, n. 01. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1993.

OLIVEIRA, Maria Adelaide de Amorim (Coord.). Lucros & riscos dos fundo de ações. Rentabilidade e risco entre 1991 e 1994. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 49, n. 02. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1995.

PAIXÃO, Leandro André; PINHEIRO, Ricardo Pena; CHEDEAK, Jose Carlos Sampaio. Regulação **dos investimentos nos fundos de pensão**: evolução histórica, tendências recentes

e desafios regulatórios. **Revista de Previdência**, n. 3. Rio de Janeiro: Faculdade de Direito / UERJ, out. p. 35-53, 2005.

PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério Boueri; SILVA, Marly Matias. **Os Fundos de pensão como geradores de poupança interna**. Rio de Janeiro: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), 1997. 80 p. Disponível em: <[www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_480.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_480.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2009.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. São Paulo: McGraw-Hill. 1994.

PINHEIRO, Ricardo. **Os investimentos dos fundos de pensão no Brasil numa perspectiva macro-econômica**. 3 p. 2004. Disponível em: <[www.previdenciasocial.gov.br/conteudoDinamico.php?id=194](http://www.previdenciasocial.gov.br/conteudoDinamico.php?id=194)>. Acesso em: 01 out. 2009.

PINHEIRO, Ricardo Pena. **A Demografia dos fundos de pensão**. Brasília: Ministério da Previdência Social, 2007. 292 p.

PINHEIRO, Ricardo Pena; PAIXÃO, Leonardo André; CHEDEAK, Jose Carlos Sampaio. Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios. **Revista de Previdência da UERJ**, n. 3 set/ 2005.

RIECHE, Fernando Ceshin. Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil: situação atual da legislação e perspectivas. **Revista do BNDS**. Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 219-242, jun. 2005

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Nota para Imprensa** (2007)

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - SPC. **Informe estatístico da Previdência Complementar**. Dezembro 2008. Disponível em: [http://www.previdenciasocial.gov.br/arquivos/office/3\\_090331-154413-999.pdf](http://www.previdenciasocial.gov.br/arquivos/office/3_090331-154413-999.pdf). Acesso em 15 de Março de 2009

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - SPC. **30 Anos de historia da previdência complementar no Brasil**. Brasília. 2008.

SILVA. Eliane Penha da. Diminui a confiança. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 50, n. 10. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1996.

SILVA, Eliane Penha da. O exemplo da siderurgia. **Revista Conjuntura Econômica**. v. 48, n. 10. Fundação Getulio Vargas. Rio de Janeiro, 1994.

SISLEX. **Sistema de Legislação, Jurisprudência e Pareceres**. Disponível em: <http://www81.dataprev.gov.br/sislex/> acesso em 07 de setembro de 2009

SOUZA, Junior, Geraldo Assis. **A nova fase das entidades fechadas da previdência complementar no Brasil: tendências e aspectos contábeis**. 135 f. dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. UFSC, Florianópolis. 2002