

# O IMPACTO DA RESOLUÇÃO DO CMN Nº 3.456 NOS ATIVOS DE INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DO BRASIL

VANESSA ALVES DA COSTA  
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

## RESUMO

O trabalho visa analisar o ambiente dos fundos de pensão brasileiros, dada a importância que representam ao acumular o patrimônio de milhares de participantes e de serem importantes investidores institucionais. Nesse ínterim, foi realizada uma análise da então vigente legislação dos fundos na área de investimentos, a resolução do CMN nº 3.456. A partir de uma análise de dados dos dezesseis maiores fundos de pensão do Brasil, a partir da vigência da nova legislação, contemplando o período entre o mês de junho de 2007 até junho de 2008, verificou-se se as mudanças da legislação impactaram a alocação dos segmentos e dos ativos. Foi verificado também que alguns ativos, como Cotas de Fundos de Investimentos e Certificados de Depósitos Bancários, ganharam destaque após a resolução, devido às vantagens tributárias e taxas aplicadas no mercado, durante o período observado. Atentou-se ainda ao fato de que apenas duas entidades alocam mais de 40% de seu patrimônio no segmento de renda variável, sinalizando que mesmo com a flexibilização da legislação, as entidades nacionais caracterizam-se pelo conservadorismo, alocando a maior parte de seus recursos em investimentos de renda fixa, a fim de garantir as reservas e o equilíbrio atuarial dos planos de previdência.

**Palavras-Chave:** Fundos de Pensão, Conselho Monetário Nacional, Renda Fixa, Renda Variável, Alocação, Equilíbrio Atuarial.

## 1. Introdução

O aumento da expectativa de vida no Brasil faz com que a previdência torne-se a garantia de segurança ao indivíduo em seu período pós-laboral.

A previdência social surge, juntamente com a assistência social e a saúde, para formar a base a ser garantida pela Seguridade Social no Brasil, regulamentada pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, assegurando assistência e renda ao cidadão após o período laboral.

Porém, o déficit do Instituto Nacional do Seguro Social, a previdência do setor privado, avançou e apresentou um acúmulo de R\$ 12,09 bilhões no primeiro trimestre de 2009.

Westenberger e Pereira (1997, p. 12) apontam as razões principais para a essência do problema enfrentado pela previdência social: o primeiro é o demográfico devido ao envelhecimento da população causado pelo aumento da esperança de vida e pela diminuição da taxa de natalidade, o segundo é o econômico, com o crescimento do trabalho informal que acarreta a diminuição da arrecadação sobre a folha de salários. Ainda têm-se inúmeras ampliações de cobertura previstas pela constituição de 1988, sem a devida contrapartida nas receitas.

A dificuldade do Estado em garantir uma aposentadoria segura, deu margem ao surgimento de novas formas de acumulação, no sentido de garantia de renda.

A Previdência Complementar segundo Nobre (1996, p. 87) tem por objetivo identificar o espaço não coberto pela previdência social, de forma a proporcionar ao participante um benefício adicional ao oferecido pela previdência social pública, visando manter sua renda nos mesmos níveis de quando estava em plena capacidade laborativa.

A Lei Complementar nº 109/2001, divide a previdência complementar em Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), conhecidas como fundos de pensão.

Conforme Barros (2003, p. 16), os fundos de pensão se destacam por ser um dos mais importantes investidores institucionais, dispondo de grande volume para serem aplicados no setor produtivo.

Ao mesmo tempo, são entidades sem fins lucrativos, cujo objetivo é proporcionar aposentadorias seguras a seus participantes. Portanto é importante que a gestão dos recursos baseie-se no equilíbrio de risco e retorno dos investimentos, visando não apenas uma boa *performance* de rentabilidade, mas possibilitando o cumprimento das obrigações para com o passivo atuarial do fundo.

A gestão dos ativos dos fundos é muito importante para o equilíbrio da entidade, tornando as legislações ligadas ao tema, de fundamental importância para a gestão do fundo.

Este trabalho visa analisar os dez maiores fundos de pensão públicos e privados do Brasil, buscando verificar se a Resolução nº 3.456/2007 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que alterou as políticas de investimentos nos fundos de pensão, contribuiu com alterações relevantes nas alocações dos recursos nas entidades.

Segundo Paixão e Pinheiro (2007, p. 1) a resolução do CMN reflete o amadurecimento do sistema de previdência complementar e permite, de forma equilibrada, maior flexibilidade na gestão dos recursos pertencentes aos planos de benefícios administrados pelos fundos de pensão brasileiros. A nova regra considerou o cenário macroeconômico, o arcabouço jurídico e o grau de maturidade, tanto da governança dos fundos de pensão quanto da supervisão, exercida pelo Estado.

Dessa forma, a resolução amplia o espaço de atuação dos gestores de fundos de pensão para um ambiente macroeconômico de inflação controlada, juros reais em queda e crescimento econômico sustentável.

## **2. Fundamentação Teórica**

### **2.1 Entidades Fechadas de Previdência Complementar**

O objetivo das Entidades Fechadas de Previdência Complementar ou fundos de pensão é essencialmente gerir os recursos pagos pelos participantes de forma a garantir uma renda futura na forma de aposentadoria complementar. Sendo assim, o pagamento de tais benefícios depende de que os recursos arrecadados sejam adequadamente investidos para que haja a garantia de pagamento dos mesmos. Nesse escopo está a necessidade de uma regulamentação adequada, para que o participante possa ter essa garantia.

Para uma gestão adequada dos ativos e passivos do fundo é necessário administrar de maneira apropriada os riscos da atividade. Segundo Jorion (2003, p. 3) a administração de

risco é o processo pelo qual as várias exposições ao risco são identificadas, mensuradas e controladas.

Para Gulias Junior (2005, p. 167), o período compreendido entre a contratação do plano e o fim do pagamento dos benefícios aos assistidos pode durar anos. Dessa forma, o passivo atuarial está sujeito aos riscos atuariais. Os investimentos, no entanto, estão sujeitos aos riscos de mercado.

O risco atuarial pode ser definido como o risco decorrente da adoção de premissas atuariais que não se confirmem, ou que se revelem agressivas e pouco aderentes à massa de participantes ou ao uso de metodologias que se mostrem inadequadas, como afirmam Machado, Lima e Lima (2006, p. 1).

Segundo Jorion (2003, p. 14), o risco de mercado é oriundo de movimentos nos níveis ou nas volatilidades dos preços de mercado. Ou seja, para os fundos de pensão é fundamental observar o grau de segurança das operações realizadas pelos gestores, a liquidez dos ativos da carteira do fundo e a solvência do plano de benefícios, que é a capacidade de honrar suas obrigações. Nesse contexto, um ambiente regulatório ativo e adaptado às condições macroeconômicas, torna-se fundamental para a garantia de mitigação dos riscos de mercado.

## **2.2 Início da Regulamentação**

Quando refere-se à previdência complementar, a primeira norma reguladora foi a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 460/1978 que aplicou limites máximos e mínimos para a aplicação em títulos públicos, ações e imóveis.

Segundo Paixão, Pinheiro e Chedeak (2005), o objetivo do governo da época era o desenvolvimento e o fortalecimento do mercado de capitais, e, para isto, fazia-se necessária a criação de uma expressiva poupança nacional. Esta poupança nacional precisaria ter uma tendência de longo prazo e ser alocada em investimentos produtivos, preferencialmente no próprio mercado de capitais. Neste cenário, era natural que se elaborasse uma norma incentivando e disciplinando o modo mais adequado a um fenômeno que já existia, embora de forma incipiente e pouco regulamentada: os fundos de pensão.

Até 1985, quatro novas resoluções foram promulgadas, mudando pequenos aspectos nos limites, conforme pode ser visto no Quadro 1.

Quadro 1 - Resumo da legislação de investimentos dos fundos de pensão

Resolução CMN, Data	Limites de Aplicação
460, Fev/1978	10<n>40: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
729, Mar/1982	30<n>50: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
794, Jan/1983	20<n>50: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
964, Mar/1984	n<35: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<35: Imóveis.
1.025, Jun/1985	n<20: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<35: Imóveis.
1.148, Ago/1986	n<30: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<10: Imóveis; n<7 Empr.Financ.Partic.
1.362, Jul/1987	n<30: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
1.612, Jun/1989	n<25: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
2.038, Dez/1993	n<35: Tit.Públ.Federal(1)(3); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
2.109, Set/1994	n>100: T.P.Fed.; n>50: Ações; n>20: Imóveis; n>10 E.F.Partic.; n>30 Oper.Patrocinadora.
Resolução CMN, Data	Limites de Aplicação
2.324, Out/1996	n>100: T.P.Fed.; n>50: Ações; n>20(descr): Imóveis; n>7 E.F.Partic.; n>10 Oper.Patrocinadora.
2.720, Abr/2000	n>100: Tit.Públ.Federal; n>60: Ações; n>16(descr): Imóveis; n>10 Empr.Financ.Partic.
2.829, Mar/2001	n>100: Tit.Públ.Federal; n>35(PCD): Ações; n>16(descr): Imóveis; n>10 Empr.Financ.Partic.
3.121, Set/2003	n>100: Tit.Públ.Federal; n>50: Ações; n>14(descr): Imóveis; n>15 Empr.Financ.Partic.

Fonte: Resoluções CMN

Em 1986, a Resolução do CMN nº 1.148 incluiu entre os limites os Empréstimos e Financiamentos a Participantes, com limite máximo de 7% do total das aplicações. Esse limite chegou ao teto de 17% até a Resolução do CMN nº 2.038/1993.

A partir da Resolução do CMN nº 2.109/1994, iniciou-se uma nova fase na regulação dos investimentos dos fundos de pensão, definindo apenas limites máximos de alocação. Conforme Paixão, Pinheiro e Chedeak (2005), os limites mínimos vinham causando, em muitos casos, distorções alocativas que não otimizavam a relação risco e retorno, na medida que impunham exigências mínimas de aplicação dos recursos.

Vale lembrar ainda do novo cenário econômico em 1994: o mercado de capitais encontrava-se mais desenvolvido que em 1970, permitindo um enfoque menor nos investimentos em bolsa de valores. Além disso, os formuladores da política econômica em 1994 tinham a necessidade de financiar a dívida pública nacional e tinham as EFPCs como importantes agentes dos títulos e valores mobiliários emitidos pelo Tesouro Nacional.

As mudanças culminaram em 2003 com a Resolução do CMN nº 3.121, que estabeleceu a elaboração anual de uma política de investimentos, para orientar os investimentos segundo as características e perfil das obrigações do passivo atuarial. Para Paixão, Pinheiro e Chedeak (2005), isto constituiu um passo importante para se conhecer as perspectivas de aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar.

### 2.3 Resolução do CMN nº 3.456

Bem como as demais resoluções, a Resolução do CMN nº 3.456 surgiu em um contexto histórico: em 2007, a economia brasileira apresentou um crescimento de 5,4% do

PIB, acompanhado de um cenário de estabilidade econômica, desvalorização do dólar e queda da taxa básica de juros, que culminou na pungente expansão do mercado financeiro. Segundo informações divulgadas pela Bolsa de Valores de São Paulo em janeiro de 2008, o Ibovespa<sup>1</sup> acumulou alta de 43,6%, após superar por 43 vezes suas máximas históricas de pontuação. Também foram alcançados novos recordes históricos em volume negociado num único dia, com R\$ 18,4 bilhões, e número de negócios com a marca de 343.060. O volume total cresceu mais de 100% em relação a 2006, superando R\$ 1 trilhão, e o valor de mercado atingiu R\$ 2,5 trilhões.

Somava-se aos fatos acima, o grau de maturidade atingido pelos fundos de pensão em questões como governança, regras de tributação no imposto sobre a renda e precificação dos ativos de investimentos, o que favoreceu a criação de uma legislação mais flexível para a aplicação de seus recursos garantidores.

A nova legislação, de forma geral, aumenta os limites de aplicações em títulos com baixo e médio risco de crédito, aumenta os limites por emissor e aborda novos temas, como fundos multimercado e previdenciários. Suas principais mudanças foram:

- Multimercado previdenciário - Permissão às EFPCs para adquirir cotas de fundos de investimento multimercado<sup>2</sup>, dentro da carteira de renda variável, com limite de aplicação de até 3% dos recursos garantidores do plano de benefícios (dentro do limite de renda variável de 50%), quando constituídos na forma de condomínio aberto, podendo incluir estratégias com alavancagem, *day-trade*, operações com aluguel de títulos e valores mobiliários, além de investimentos no exterior nos termos da regulamentação baixada pela CVM.

- Operações com derivativos - As operações com derivativos realizadas para proteção da carteira devam subordinar-se ao limite do valor das posições detidas à vista, e no caso daquelas que não tenham o objetivo de proteção, é necessário possuir igual valor aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional desvinculados de quaisquer outras operações, bem como a necessidade de prévia existência de procedimentos de controle e de avaliação do risco de mercado e dos demais riscos inerentes às operações com derivativos.

- Risco de crédito - Criação de novos limites de aplicação para Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Cédulas de Crédito Bancário<sup>3</sup> de 20% (baixo risco) e 10% (médio e alto risco). A legislação anterior permitia limites de 10% a 5% para baixo e médio risco, respectivamente. Ratificação do entendimento de que o limite para os investimentos classificados como de médio e alto risco de crédito (20%) estão inseridos dentro do limite do segmento de renda fixa classificados como de baixo risco de crédito (80%).

---

<sup>1</sup> Lima, Lima e Pimentel (2006, p. 33): “o Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho do mercado de ações brasileiro. Ele é formado a partir de uma aplicação imaginária, em reais, em uma quantidade teórica de ações (carteira). Sua finalidade básica é servir como indicador médio do comportamento do mercado.”

<sup>2</sup> Segundo Fortuna (2005, p. 459) os fundos classificados como multimercado devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem compromisso de concentração com nenhum fator em especial, como por exemplo, nos fundos de renda fixa, os quais devem possuir no mínimo 80% de sua carteira em ativos de renda fixa. Na resolução em questão, o conceito de multimercado serve para se referir aos itens citados de estratégias que podem ser incluídas na carteira.

<sup>3</sup> Segundo Fortuna (2005, p. 493) os FIDCs representam um condomínio de recursos que destina parcela preponderante do respectivo PL – aquela superior a 50% do PL –, para a aplicação em direitos creditórios. Já o CCB é um título de crédito emitido na forma física ou escritural, para pessoa física ou jurídica, em favor de uma instituição financeira ou entidade a esta equiparada, representando uma promessa de pagamento em espécie, decorrente de operação de crédito de qualquer modalidade (Fortuna, 2005, p. 176).

- Desenquadramento passivo – Quando um ativo do fundo ultrapassa o limite de alocação, provocado por valorização do ativo, o gestor deve se desfazer de posições desse ativo, para que ele se enquadre novamente às políticas da entidade. Houve a introdução de nova regra para o desenquadramento do passivo, de modo a evitar a venda precipitada de ativos pertencentes às carteiras de aplicações em razão de valorização. Há dilatação do prazo de adequação de 180 dias para 360 dias, prazo este considerado mais adequado para a eliminação dos excessos verificados nos limites de aplicação e de diversificação estabelecidos na Resolução.

- Convergência de regras - O CMN realizou alguns ajustes nos limites permitidos para aplicação em títulos ou valores mobiliários de emissão ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica, fixando-se em 20% no caso de instituições financeiras e 10% no caso de pessoa jurídica não financeira, estados e municípios.

**Quadro 2 – Limites de aplicação e de diversificação dos recursos garantidores dos planos de benefícios dos Fundos de Pensão**

Modalidades de Investimentos	Limite Atual (3.121/03)	Novos Limites (3.456/07)
<b>Limites de Alocação</b>		
1. FIDC	10% baixo risco crédito	20% baixo risco crédito
	5% médio/alto risco crédito	10% médio/alto risco crédito
2. CCB	80% baixo risco crédito	20% (junto c/FIDC)
	20% médio/alto risco crédito	10% (junto c/FIDC)
3. CRI e CCI	80% baixo risco crédito	20% baixo risco crédito
	20% médio/alto risco crédito	10% médio/alto risco crédito
4. Obrigações de Organismos Multilaterais	-	80% baixo risco crédito
	-	20% médio/alto risco crédito
5. FI-Multimercado	-	3%
6. FI-Previdenciários	-	
a) renda fixa ou referenciado	-	a) 100% baixo risco crédito
b) ações	-	b) 35%
<b>Limites de Diversificação</b>		
1. Limite por Emissor	30% Instituição Financeira, Instituição não Financeira, Estados e Municípios	20% Instituição Financeira
		10% Instituição não Financeira, Estados e Municípios
2. FI-Previdenciários	-	20% EFPC
		25% PL FI
3. FI-Multimercado	-	25% PL FI
4. FI-Previdenciários (ações)	-	100% Novo Mercado e Nível 2
		90% Nível 1
		80% Bovespa Mais
		70% tradicional

Fonte/Elaboração: Decon-SPC/MPS.

### 3. Metodologia

Considerando as mudanças citadas que contribuíram para maior flexibilização da alocação dos recursos nos fundos de pensão, a pesquisa busca verificar se no período que sucedeu as mudanças, os ativos de investimentos apresentaram algum tipo de migração entre segmentos (renda fixa e renda variável) e produtos financeiros.

A análise foi realizada no período de 30 de junho de 2007 a 30 de junho de 2008, visto que a referida resolução entrou em vigor em junho de 2007. Foram então selecionados os 20

fundos de pensão brasileiros com maior ativo de investimentos na data de 30 de junho de 2008. Desses fundos, obtiveram-se as informações de alocação nos respectivos *sítios* das entidades. Em quatro casos as informações não foram disponibilizadas e as entidades foram retiradas da amostra.

Utilizou-se também informações do Informe Estatístico, publicado no *sítio* do Ministério da Previdência Social. Nesta análise verificou-se os ativos de todos os fundos de pensão nacionais, para avaliar se houve alguma migração de ativos.

Devido às diferenças administrativas e políticas entre as entidades originadas de empresas públicas e privadas, realizou-se a separação entre essas instituições, com a finalidade tornar a comparação equânime.

Segue lista das entidades submetidas à análise:

**Quadro 3 - Relação de EFPC, segundo ativo de investimentos**

Entidades Públicas		Entidades Privadas	
Sigla	Principais Patrocinadores	Sigla	Principais Patrocinadores
PREVI	Banco do Brasil	VALIA	Vale
PETROS	Petrobrás	ITAUBANCO	Banco Itaú
FUNCEF	Caixa Econômica Federal	SISTEL	Tim/Telemar/Oi/Vivo
CENTRUS	Banco Central	BANESPREV	Banco Santander S.A.
FORLUZ	Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	CBS	Companhia Siderúrgica Nacional - CSN
REAL GRANDEZA	Furnas	VISÃO PREV	Telefônica
FAPES	BNDES	TELOS	Embratel
FUNDAÇÃO COPEL	Companhia Paranaense de Energia - COPEL		
ELETROCEEE	CEEE/CGTEE/AES Sul/RGE/ CRM		

Fonte: Informe Estatístico - Jun/08 - MPAS

Para efetuarmos a análise dos ativos, foram feitos gráficos comparativos que permitirão identificar possíveis mudanças de comportamento dos ativos, baseados nos grupos que a Secretaria de Previdência Complementar usa para segregar o patrimônio das entidades, conforme segue:

**Quadro 4 – Ativos das EFPCs, por segmento**

RENDA FIXA	RENDA VARIÁVEL
Certificados de Depósitos Bancários	À Vista
Créditos Sec. Do Tesouro Nacional	Quotas de Fundos de Ações
Debêntures não Conversíveis	Certificados de Depósitos de Ações
Debêntures não Conversíveis	Fundos de Aplicação em Quotas de FI Financeiros
Fundos de Aplicação em Cotas de FI Financeiros	Empréstimos de Ações
Letras do Tesouro Nacional	Outros Investimentos de Renda Variável
Letras Financeiras do Tesouro	Quotas de FI Financeiros
Notas do Tesouro Nacional	Resgatáveis
Outras Aplicações em Instituições Financeiras	Opções
Outros Investimentos de RF	Outros Títulos do Mercado de Ações
Outros Títulos de Responsabilidade do GF	A termo
Quotas de FI Financeiros	Bolsa de Mercadorias e Futuros
	Ouro Físico

Alguns grupos foram analisados separadamente, por apresentarem maior alocação de ativos das entidades, permitindo que não houvesse distorção nos gráficos. No segmento de renda fixa foram os grupos: Quotas de FI Financeiros, Notas do Tesouro Nacional, Fundos de Aplicação em Cotas de FI Financeiros e Letras Financeiras do Tesouro. No segmento de renda variável foram os grupos: À Vista, Fundos de Aplicação em Quotas de FI Financeiros e Quotas de Fundos de Ações.

Para verificar a possível migração de segmento, utilizou-se a variação de alguns indicadores de mercado como referências de comparação.

#### 4. Análise de Dados e Resultados

Partiu-se das análises dos gráficos realizados com base nas informações do Informativo Estatístico do Ministério da Previdência Social. Os gráficos estão separados entre Renda Fixa e Renda Variável; Entidades Públicas e Privadas.

##### 4.1 Renda Fixa

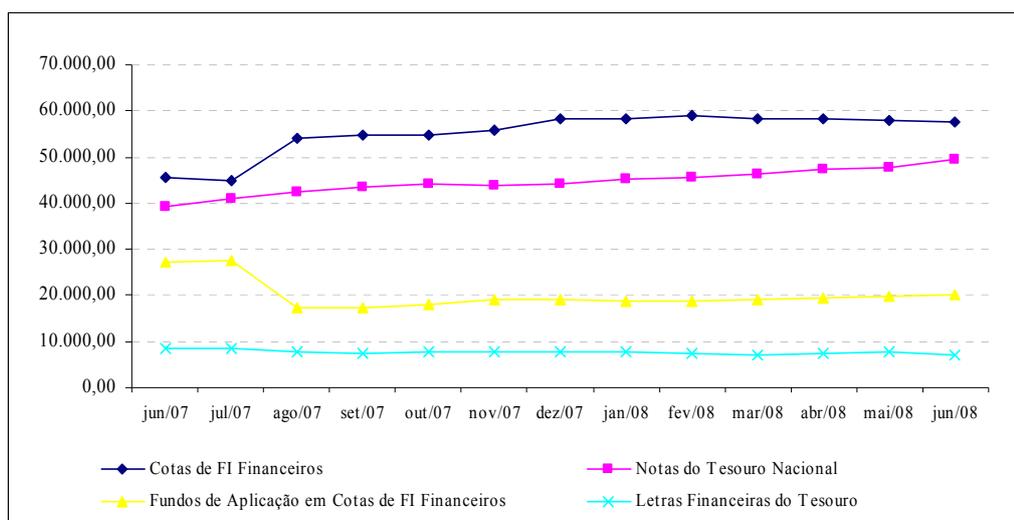


Gráfico 1 – Renda Fixa - Entidades Públicas (em R\$ mm)

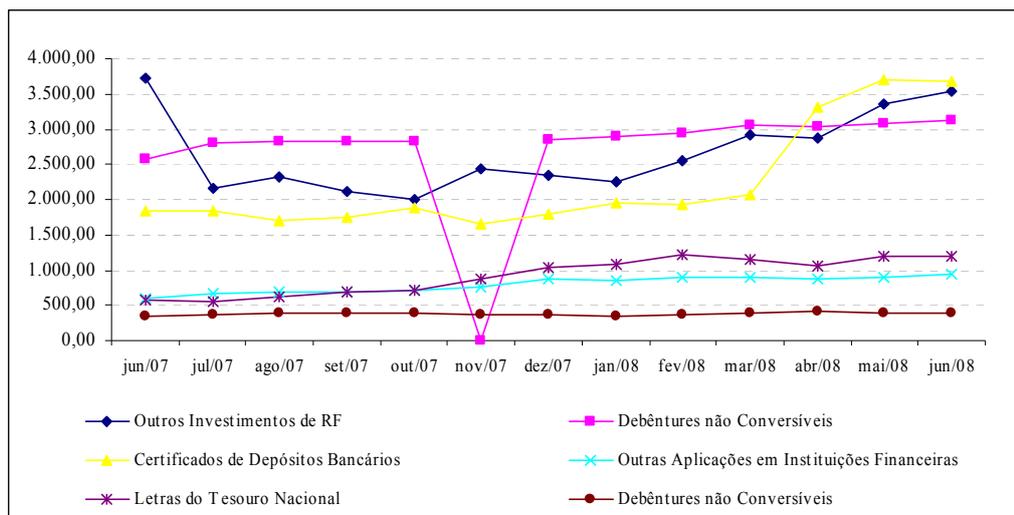


Gráfico 2 – Renda Fixa - Entidades Públicas (em R\$ mm)

No segmento de renda fixa, tanto para as entidades públicas quanto para as entidades privadas, pode-se observar uma mudança no patamar, havendo uma migração dos recursos dos Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento para as Quotas de Fundos de Investimento. Além disso, nota-se um aumento das aplicações em Certificados de Depósitos Bancários.

Tais fatos podem ser explicados, visto que a resolução em estudo passou a permitir a aplicação em novas modalidades, dentre elas as Cotas de Fundos de Investimentos Previdenciários. A aplicação em cotas de fundos permite aos administradores de recursos do fundo, vantagens operacionais e tributárias. As cotas trazem benefícios fiscais e operacionais, se comparado à alternativa de se investir separadamente em diversos fundos de investimento. Uma das vantagens é a geração de exposição, mas sem carência tão elevada como a maioria dos fundos apresentam. Carências que podem durar anos na maioria dos fundos, as cotas costumam apresentar prazos bem inferiores.

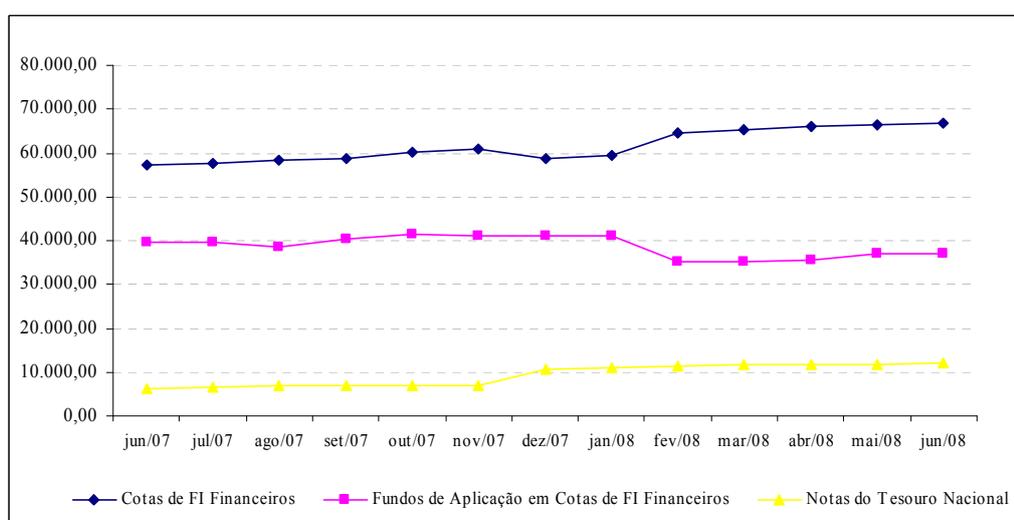


Gráfico 3 – Renda Fixa - Entidades Privadas (em R\$ mm)

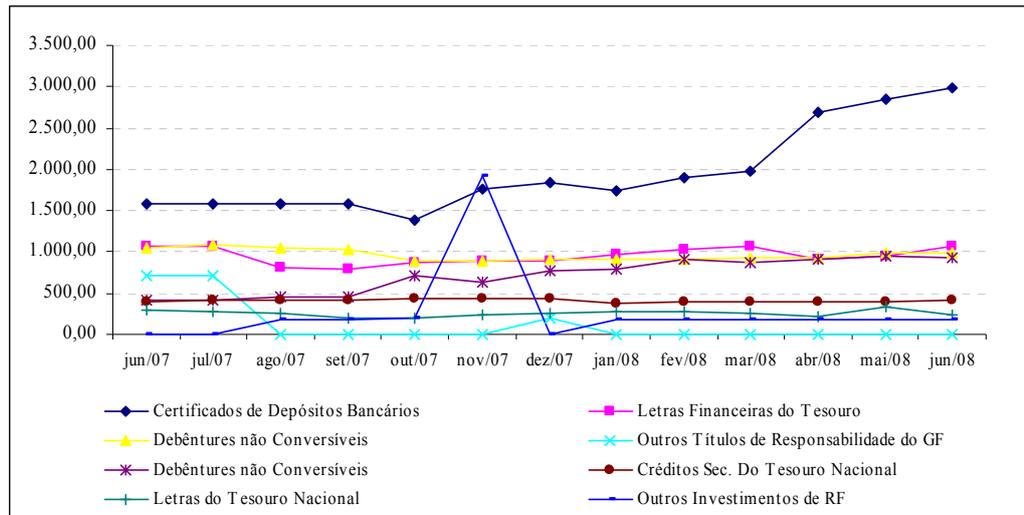


Gráfico 4 – Renda Fixa - Entidades Privadas (em R\$ mm)

Outro incentivador para essa migração de recursos é que as aplicações e resgates nos fundos que as cotas operam não incidem Imposto de Renda. O investidor apenas deverá recolher o tributo quando realizar resgates. Já o aumento dos CDBs deve-se a duas razões: primeiramente, são papéis de baixo risco e que contribuem para a liquidez da carteira de renda fixa. Segundo, conforme informações da revista Investidor Institucional, para o período analisado, os grandes bancos brasileiros pagavam CDBs com taxas de até 107% ou 109% do CDI, tornando a aplicação atrativa, tomando por base as metas atuariais das EFPCs nacionais.

#### 4.2 Renda Variável

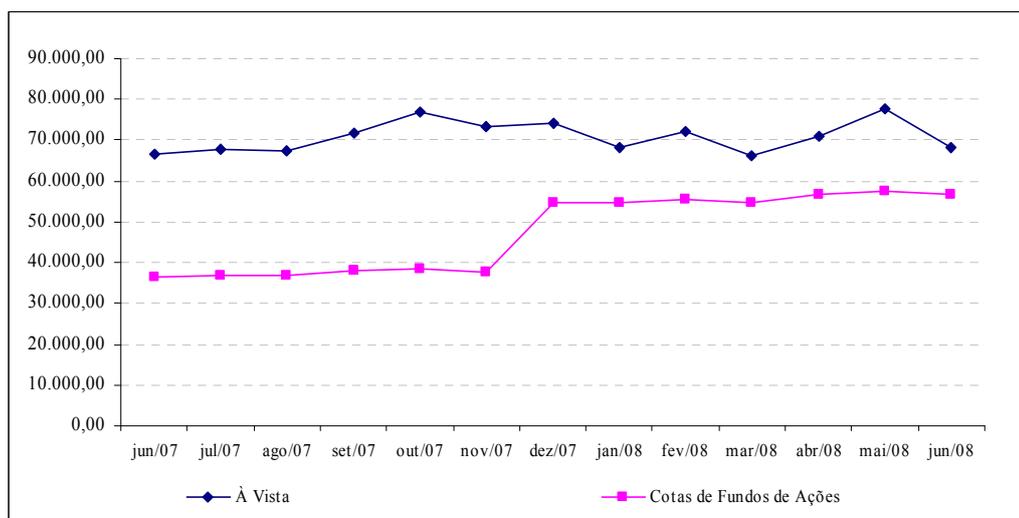


Gráfico 5 – Renda Variável - Entidades Públicas (em R\$ mm)

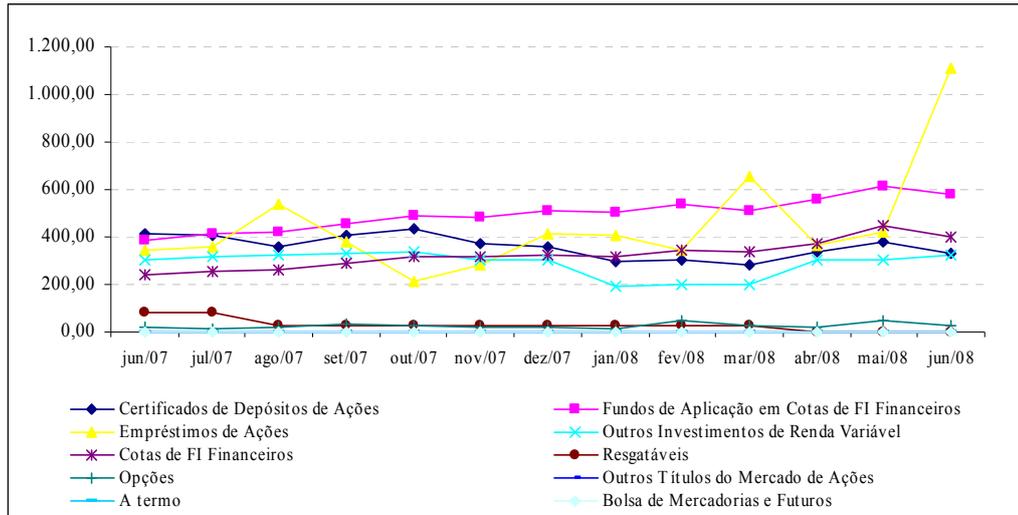


Gráfico 6 – Renda Variável - Entidades Públicas (em R\$ mm)

Na análise para o segmento de renda variável, verificou-se que as entidades privadas não apresentam movimentos significativos e estáveis que possam sinalizar possíveis mudanças no comportamento das entidades.

Nas instituições públicas, verificou-se um aumento na alocação em Cotas de Fundos de Ações e, a partir de Fevereiro de 2008, um aumento gradativo nos Empréstimos de Ações.

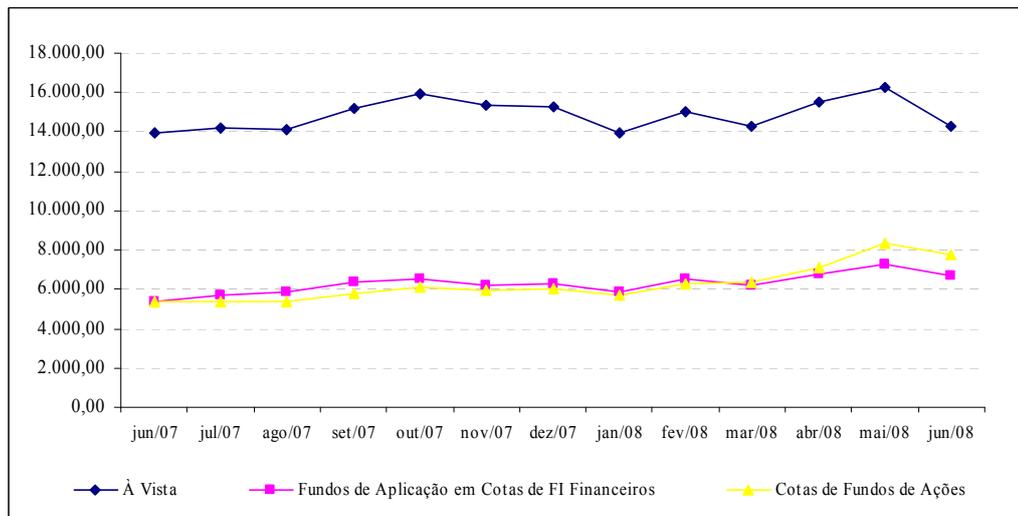


Gráfico 7 – Renda Variável - Entidades Privadas (em R\$ mm)

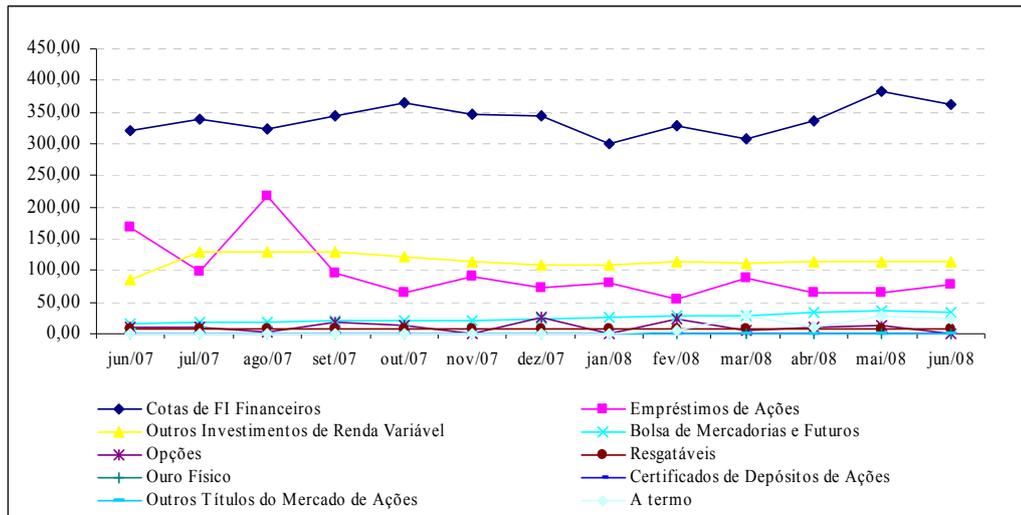


Gráfico 8 – Renda Variável - Entidades Privadas (em R\$ mm)

Semelhante às Cotas de Fundos de Investimentos, as Cotas de Fundos de Ações permitem as mesmas vantagens ao fundo, flexibilizando a gestão do patrimônio. Quanto ao crescimento da modalidade de Empréstimo de Ações, não se verifica correlação com tópicos específicos da legislação.

O empréstimo de ações, em sua constituição, permite um retorno fixo através das taxas cobradas e mesmo assim não isenta o doador de receber os proventos concedidos pela empresa emissora, no período que estiver emprestada. Entende-se um investimento de longo prazo como compatível com os interesses das entidades de previdência complementar que visam o cumprimento de obrigações para com seus participantes em um horizonte de tempo maior.

### 5.3 Alocação dos Segmentos

Abaixo segue a tabela com as alocações das entidades selecionadas e as respectivas alocações, em um comparativo entre dezembro de 2007 e 2008.

Tabela 1 – Alocação dos Segmentos

Segmentos	Entidades Públicas			Entidades Privadas		
	PREVI			VALIA		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	138.210.911	116.716.702	-21.494.209	10.043.860	9.894.430	-149.430
Renda Fixa	30,51%	37,43%	6,92%	69,89%	65,12%	-4,77%
Renda Variável	65,34%	57,01%	-8,34%	20,83%	28,05%	7,22%
Imóveis	2,13%	2,79%	0,66%	3,70%	3,25%	-0,46%
Empréstimos	2,02%	2,77%	0,75%	5,58%	3,58%	-2,00%
Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	PETROS			ITAUBANCO		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	40.318.816	45.194.865	4.876.049	9.126.265	9.268.717	142.452
Renda Fixa	64,53%	71,08%	6,55%	76,22%	84,85%	8,63%
Renda Variável	29,90%	23,50%	-6,40%	21,04%	12,61%	-8,43%
Imóveis	2,56%	2,51%	-0,05%	2,72%	2,51%	-0,21%
Empréstimos	3,00%	2,91%	-0,09%	0,02%	0,03%	0,01%
Outros	0,01%	0,00%	-0,01%	0,00%		0,00%
	FUNCEF			SISTEL		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	32.124.291	32.557.588	433.297	9.158.273	9.344.593	186.320
Renda Fixa	53,86%	56,53%	2,67%	77,10%	80,12%	3,02%
Renda Variável	36,85%	31,64%	-5,21%	19,05%	15,27%	-3,78%
Imóveis	5,91%	7,79%	1,88%	3,45%	4,23%	0,79%
Empréstimos	3,17%	3,88%	0,70%	0,40%	0,38%	-0,03%
Outros	0,20%	0,16%	-0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
	CENTRUS			BANESPREV		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	8.906.684	7.399.944	-1.506.740	8.893.860	9.184.235	290.375
Renda Fixa	47,20%	62,50%	15,30%	87,10%	91,55%	4,44%
Renda Variável	47,40%	31,10%	-16,30%	11,28%	6,66%	-4,63%
Imóveis	3,00%	3,10%	0,10%	0,30%	0,22%	-0,08%
Empréstimos	2,40%	2,60%	0,20%	1,31%	1,58%	0,26%
Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	FORLUZ			CBS		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	6.980	9.673	2.693	3.081.560	2.745.730	-335.830
Renda Fixa	80,65%	85,41%	4,77%	31,97%	40,28%	8,31%
Renda Variável	14,57%	8,56%	-6,01%	62,50%	53,61%	-8,89%
Imóveis	1,81%	3,03%	1,22%	2,42%	2,64%	0,22%
Empréstimos	2,92%	2,95%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
Outros	0,05%	0,05%	0,00%	3,11%	3,47%	0,36%

Segmentos	Entidades Públicas			Entidades Privadas		
	REAL GRANDEZA			VISÃO PREV		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	6.981.631	7.080.275	98,644	3.711.333	3.607.222	-104.111
Renda Fixa	72,31%	77,52%	5,22%	83,56%	86,98%	3,42%
Renda Variável	21,33%	14,72%	-6,61%	15,82%	12,36%	-3,46%
Imóveis	2,32%	3,62%	1,30%	0,00%	0,00%	0,00%
Empréstimos	4,05%	4,14%	0,09%	0,63%	0,66%	0,03%
Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	FAPES			TELOS		
	dez/07	dez/08	Variação (%)	dez/07	dez/08	Variação (%)
Patrimônio	5.874.215	5.891.922	17,707	3.547.358	3.810.716	263.358
Renda Fixa	55,33%	63,85%	8,52%	86,10%	88,27%	2,17%
Renda Variável	34,15%	23,59%	-10,56%	10,79%	8,81%	-1,98%
Imóveis	6,08%	7,32%	1,25%	1,44%	1,48%	0,05%
Empréstimos	4,44%	5,24%	0,80%	1,67%	1,43%	-0,24%
Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	FUNDAÇÃO COPEL					
	dez/07	dez/08	Variação (%)			
Patrimônio	3.550.724	3.158.845	-391.879			
Renda Fixa	70,18%	84,18%	14,01%			
Renda Variável	26,38%	11,65%	-14,72%			
Imóveis	1,74%	2,98%	1,25%			
Empréstimos	1,23%	0,59%	-0,64%			
Outros	0,48%	0,59%	0,11%			
	ELETROCEEE					
	dez/07	dez/08	Variação (%)			
Patrimônio	1.516.522	1.469.132	-47.390			
Renda Fixa	70,52%	78,52%	8,00%			
Renda Variável	26,55%	18,53%	-8,02%			
Imóveis	1,61%	1,58%	-0,03%			
Empréstimos	1,02%	1,33%	0,31%			
Outros	0,30%	0,04%	-0,26%			

Patrimônio em reais mil

Pela tabela de alocação apresentada acima, pode-se perceber que as entidades de previdência complementar brasileiras ainda se apresentam bem conservadoras, dando prioridade ao segmento de renda fixa para a alocação de recursos.

Com exceção da fundação CENTRUS e da PREVI, nenhuma das outras entidades chegou a alocar mais de 40% de sua carteira em renda variável.

É válido prestar atenção ao fato de que, para a amostra selecionada, o conservadorismo adotado nas alocações independe do fato da entidade ser administrada por patrocinadora pública ou privada contribui para caracterizar de forma geral as entidades brasileiras.

No comparativo pode ser vista também a migração clara de uma proporção do segmento de renda variável para o segmento de renda fixa, vide fundações como PETROS, ITAUBANCO, CENTRUS, SISTEL, BANESPREV, CBS, VISÃO PREV, FUNDAÇÃO COPEL, ELETROCEEE e PREVI.

Deve-se lembrar também que por disponibilidade de dados, o comparativo abrangeu um período de crise macroeconômica mundial, o que contribuiu para a adoção de posturas mais conservadoras por parte das entidades, a fim de proteger o patrimônio de seus participantes.

Outra entidade que se pode destacar é a VALIA, cujo comportamento foi diferenciado em relação às demais entidades, aumentando em 7,22% os recursos para o segmento de renda variável.

É importante também observar que os demais segmentos, não apresentaram variação de alocação relevante para o período analisado.

## 5. Conclusão

Este trabalho teve por objetivo analisar os impactos da Resolução do CMN nº 3.456 na alocação de ativos e segmentos das entidades privadas de previdência complementar, baseada na importância que há na alocação de tais recursos para o cumprimento da atividade fim dos fundos de pensão: benefício complementar aos participantes, com respeito às devidas metas atuariais e *benchmarks* adotados pela gestão.

Pôde ser observado que o segmento de renda fixa teve um aumento nas aplicações em Cotas de Fundos de Investimentos, gerado pelo benefício fiscal e operacional do ativo e nos Certificados de Depósitos Bancários, que no momento da análise, apresentavam boa relação entre risco e retorno para as entidades.

No segmento de renda variável, o ativo Cotas de Fundos de Ações teve aumento em sua alocação, por razões semelhantes às cotas da renda fixa. Outro ponto de destaque foram os empréstimos de ações, que apesar do aumento gradual de alocação para o período analisado, não apresenta correlação com a resolução em análise.

No íterim do patrimônio total da amostra de EFPCs selecionada, constatou-se a predominância percentual do segmento de renda fixa, com aumento na posição no ano de 2008, provavelmente provocados pelos fatos macroeconômicos ocorridos naquele ano.

Salienta-se que os dados utilizados bem como a análise realizada teve como base a legislação e as informações disponibilizadas até a data de início do trabalho, cabendo novas análises em caso de mudança de legislação<sup>4</sup>.

## 6. Referências Bibliográficas

BARROS, Louseanne Cavalcanti. **Avaliação da Performance de Fundos de Pensão**. Dissertação. UFMG, Belo Horizonte, p. 16. Julho, 2003.

BRITO, Osias Santana de. **Mercado Financeiro**. São Paulo. Editora Saraiva, 2005.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **BOVESPA faz balanço de 2007**. Janeiro/2008. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em maio/2009.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei Complementar nº 109 de maio de 2001**. Dispõe sobre o regime de previdência complementar e dá outras providências.

---

<sup>4</sup> Em 28 de setembro de 2009, o CMN lançou a Resolução nº 3.792, que regulamenta e institui novas regras de investimentos para as entidades de previdência complementar, cabendo uma nova avaliação dos impactos em um momento futuro.

CHAN, Betty Lilian; SILVA, Fabiana Lopes da; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Fundamentos da Previdência Complementar, da Atuária à Contabilidade**. São Paulo. Editora Atlas S.A., 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16 ed. Rio de Janeiro, Editora Qualitymark, 2005.

GULIAS JUNIOR, Silvio. **Risco de mercado e prudência na gestão dos recursos nos fundos de pensão: o caso da Funcef**. Dissertação.UnB, UFPB, UFPE e UFRN, Brasília, 2005.

JORION, Philippe. **Value at Risk**. 2 ed. São Paulo, Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2003.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio de Franco; LIMA, Iran Siqueira; PIMENTEL, Renê Coppe Pimentel. **Curso de Mercado Financeiro, Tópicos Especiais**. São Paulo. Editora Atlas S.A., 2006.

MACHADO, Márcia Regina Calvano; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio de Franco; LIMA, Iran Siqueira. **Evidenciação dos riscos atuariais nas demonstrações financeiras das seguradoras que operam previdência complementar aberta**. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, FEA/USP, 2006.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Informe Estatístico**. Período entre junho/2007 até junho/2008. Disponível em: <http://www1.previdencia.gov.br/docs>. Acesso em maio/2009.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Notícias: SPC: Fundos de Pensão ganham novas regras para aplicação de recursos**. Maio/2007. Disponível em: [http://www1.previdencia.gov.br/agprev/agprev\\_mostraNoticia.asp?Id=27401&ATVD=1&xBotao=1](http://www1.previdencia.gov.br/agprev/agprev_mostraNoticia.asp?Id=27401&ATVD=1&xBotao=1). Acesso em maio/2009.

NOBRE, Waldir de Jesus. **As entidades de previdência privada: revisão de conceitos, tendências e aspectos contábeis**. Dissertação. USP, São Paulo, p. 87, 1996.

PAIXÃO, Leonardo André; PINHEIRO, Ricardo Pena. **Nova regulação dos investimentos dos fundos**. Artigo. Jornal Valor Econômico, Seção Opinião, p. A14. Julho, 2007.

PAIXÃO, Leonardo André; PINHEIRO, Ricardo Pena; CHEDEAK, José Carlos Sampaio. **Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios**. Artigo. Revista de Previdência, n.º 3. Rio de Janeiro: Faculdade de Direito / UERJ, outubro de 2005, p. 35-53.

REVISTA INVESTIDOR INSTITUCIONAL. **Taxas do CDB recuam e fundações trocam papéis**. Edição 202; Ano 13; Abril 2009.

WESTENBERGER, Roberto; PEREIRA, Fernanda Chaves. **Previdência Social no Brasil**. CEPS-COPPEAD, Rio de Janeiro, nº 7, 1997.