

## **Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites**

### **Giuliano Contento de Oliveira**

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp)  
Doutor em Ciência Econômica pela Universidade Estadual de Campinas  
E-mail: giulianoliveira@gmail.com

### **Felipe Cioffi**

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp)  
E-mail: cioffifelipe@gmail.com

### **Bruno De Conti**

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp)  
E-mail: bmdeconti@gmail.com

### **Resumo**

Esse artigo objetiva discutir o conjunto dos fundos de pensão domésticos para refletir sobre o seu potencial no desenvolvimento dos mercados de ativos domésticos vinculados ao fornecimento de recursos de longo prazo para empresas emissoras. A partir de uma perspectiva pós-keynesiana, argumenta-se que esse processo requer dessas entidades uma diminuição do seu grau de preferência pela liquidez, a fim de ampliar sua exposição aos ativos de risco locais. Conforme explanado ao longo do artigo, esse movimento pode propiciar uma menor elasticidade dos preços dos ativos domésticos aos fluxos internacionais de capital, viabilizando um ambiente mais favorável a empresas em busca de recursos no mercado de capitais brasileiro.

**Palavras-chave:** fundos de pensão, financiamento de longo prazo, investidores institucionais.

**Classificação JEL:** E12, G11, G23

### ***The pension funds and the long term financing in Brazil: possibilities and limits***

#### ***Abstract***

*This article aims to investigate the pool of domestic pension funds to reflect on its potential on fostering the development of the domestic market of assets bonded to the supply of long-term funds to issuing companies. From a post-keynesian perspective, it is argued that such process requires of these entities to reduce their degree of liquidity preference and increase exposure to local risky assets. As explained throughout this paper, this movement might allow lesser elasticity of domestic asset prices to foreign*

*capital flows, giving place to an environment more favorable to companies seeking resources in the Brazilian capital market.*

**Key-words:** *pension funds, long term financing, institutional investors.*

**JEL Code:** *E12, G11, G23*

## 1. Introdução

Os fundos de pensão ocupam lugar cada vez mais central no capitalismo contemporâneo, caracterizado por complexas relações capital-trabalho e uma densa rede de inter-relações entre empresas, trabalhadores e finanças. Esses fundos passaram a constituir importantes fontes de renda previdenciária complementar para trabalhadores corporativos (ou associados a organizações profissionais/sindicais) e tornaram-se *players* centrais dos mercados financeiros globais, enquadrando-se na categoria dos grandes investidores institucionais. Estes são responsáveis pela gestão de parcela substancial do estoque da riqueza financeira mundial.

Esses fundos evoluíram como mecanismos relevantes de geração de renda de aposentadoria para trabalhadores *white* e *blue-collars*, sendo capitalizados pelas contribuições monetárias regulares dos membros participantes e de corporações ou entidades sindicais / profissionais patrocinadoras. Destarte, passaram a constituir, em diversos países, regimes de complemento da renda proveniente dos sistemas públicos e universais de seguridade social – dados os montantes por vezes diminutos dos benefícios pagos pelos governos de diversos países.

Esse movimento de coletivização das poupanças individuais suscitou (e tem suscitado) efeitos significativos sobre as perspectivas de retorno e risco dos participantes e patrocinadores. Além disso, tem implicado uma crescente mobilização de fundos capazes de, ainda que potencialmente, viabilizar o financiamento corporativo e estatal via mercado de capitais. Selam-se aí nexos financeiro-patrimoniais entre os fundos de pensão e múltiplos ramos da indústria e do setor público, conferindo funcionalidade econômica, do ponto de vista do financiamento do desenvolvimento econômico, aos regimes de previdência.

Levando em consideração esse movimento de ampliação progressiva da importância da previdência privada enquanto elemento central da dinâmica econômica contemporânea, este artigo tem o objetivo de discutir as possibilidades e os limites de atuação dos fundos de pensão enquanto instrumentos de mobilização da poupança privada e de seu potencial de direcionamento para o financiamento de longo prazo no Brasil.

Nesse sentido, o artigo está dividido em duas seções, além desta introdução e da conclusão. Inicialmente, discute-se a dinâmica de atuação dos fundos de pensão e o seu papel para o financiamento do crescimento econômico, a partir do referencial pós-keynesiano. Busca-se, com isso, estabelecer um marco teórico referencial para a discussão subsequente, a saber, a evolução dos fundos de previdência privada no Brasil e o seu papel potencial e efetivo para o financiamento de longo prazo na economia brasileira.

Importante salientar, ainda, que neste artigo são consideradas as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPCs), não sendo contempladas as Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPCs), por duas razões principais: i) há maior acessibilidade aos dados das EFPCs, disponibilizadas pela Associação Brasileira de Previdência Privada (ABRAPP); e ii) a estrutura de balanço dessas entidades é caracterizada pelo passivo de

prazo mais longo, já que os membros contribuintes não podem retirar os seus recursos antes de se aposentar ou perder o vínculo empregatício / de classe<sup>1</sup>.

Na medida em que o crescimento econômico sustentado requer a ampliação dos investimentos, de um lado, e a matriz de financiamento de longo prazo prevaiente na economia brasileira, além de ser altamente concentrada, tem esbarrado em constantes e crescentes constrangimentos, de outro, faz-se indispensável a realização de estudos que busquem vislumbrar alternativas para a constituição de um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil. A discussão proposta nesse artigo, dessa forma, insere-se nesse debate, em vista do papel destacado que os fundos de pensão podem cumprir para o financiamento de longo prazo na economia brasileira.

## **2. Fundos de pensão: dinâmica de atuação e importância para o financiamento de longo prazo**

Esta seção discute os principais elementos relativos ao funcionamento de um fundo de pensão, bem como sua relação com os mercados de valores mobiliários e o fornecimento de fundos para as empresas. A seguir, são apresentados o conceito e o funcionamento de uma entidade fechada de previdência complementar (EFPC), de um lado, e como ela se distingue da previdência complementar aberta, de outro. Faz-se uso do referencial teórico pós-keynesiano para a discussão sobre a relação entre fundos de pensão e financiamento de longo prazo na economia, enfatizando-se o aspecto do financiamento corporativo a partir do circuito do financiamento do investimento (*finance-investment-savings-funding*) e das diversas etapas de financiamento das empresas no processo de crescimento. A discussão contempla, ainda, a teoria da preferência pela liquidez e suas implicações para as decisões de alocação da riqueza dos atores econômicos, destacando-se os fundos de pensão e os determinantes gerais das políticas de investimentos dessas instituições, fundamentados em uma estrutura de balanço singular com potencial de estimular os mercados de ativos privados – dada a concentração do passivo em obrigações de longo prazo.

### **2.1 Planos fechados de previdência privada**

Um fundo de pensão diz respeito a uma pessoa jurídica sem fins lucrativos que tem por objetivo a montagem de planos de previdência privada para indivíduos com algum vínculo empregatício ou profissional. O fundo, associado a uma entidade patrocinadora - empresa, sindicato ou associação profissional de classe -, capta contribuições monetárias regulares a partir dos salários dos indivíduos participantes e do caixa do(s) patrocinador(es) (geralmente um múltiplo da contribuição do participante). Busca-se, assim, formar uma reserva de poupança futura para financiar o consumo das famílias na fase de inatividade laboral.

A indústria de previdência privada compreende as entidades de previdência aberta (EAPCs) e fechada (EFPCs). As EAPCs são planos de aposentadoria contratados por pessoas físicas ou grupos de pessoas físicas junto a bancos ou seguradoras<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Nas EAPCs há maior sujeição a saques e transferências dos recursos entre planos diferentes, o que frequentemente reduz os prazos de retenção dos ativos em carteira. Assim, atualmente as EAPCs são menos habilitadas a cumprir o papel de mobilizar recursos para o financiamento corporativo de longo prazo, comparativamente às EFPCs.

<sup>2</sup> No caso do Brasil, tais planos abrangem as variantes PGBL (*Plano Gerador de Benefícios Livre*, em que a tributação ocorre sobre o investimento integral e o plano pode ser dedutível da base de incidência do imposto de renda) e VGBL (*Valor Gerador de Benefícios Livre*, com a tributação incidindo apenas sobre os rendimentos das aplicações).

O padrão de financiamento usual dos fundos de pensão é baseado em regimes de capitalização, constituídos a partir da *acumulação* de recursos ao longo da fase ativa do trabalhador – em contraste com arranjos de financiamento baseados no esquema de repartição, em que participantes ativos financiam os inativos. Esse acúmulo de poupança tem origem nas contribuições monetárias de participantes ativos e entidades patrocinadoras, capitalizadas a uma taxa de retorno ao longo do tempo. Nesse sentido, fundos de aposentadoria privada podem ser atuarialmente justos, uma vez que possibilitam certa equivalência entre as contribuições atuais do membro associado e o valor presente de seus benefícios previdenciários futuros (Davis, 1995).

O processo de capitalização/rentabilização ocorre por meio da aquisição de uma miríade de ativos<sup>3</sup> e a captura dos fluxos de caixa a estes associados - via captação de dividendos, juros e rendas de aluguel ou revenda nos mercados secundários. O montante acumulado em carteira ao longo de uma geração ativa é, então, sacado em múltiplas parcelas pelo participante em sua fase de aposentadoria (em geral, na forma de um percentual do salário na fase de atividade). Por isso, o passivo dos fundos de pensão se refere a obrigações de longo prazo de maturação, assinalando uma posição singular de balanço dessas instituições (Pinheiro, 2007).

Quanto à distribuição dos riscos financeiros entre participante e patrocinador, pode-se subdividir o setor dos fundos de pensão em duas categorias, a saber: i) *contribuição definida*, em que as contribuições são conhecidas antecipadamente pelo patrocinador e participante, com exposição integral deste à trajetória financeira do fundo; e ii) *benefício definido*, em que os benefícios previdenciários são garantidos pelo patrocinador e calculados a partir de uma fórmula atuarial que embute uma série de premissas, tais como expectativa de vida, média salarial, rentabilidade esperada das aplicações e índices de preços. Neste caso, os riscos de desvalorização da carteira são assumidos pelo patrocinador – com eventual assunção parcial também pelos participantes –, mas este pode se apropriar da diferença caso a rentabilidade atingida supere as projeções realizadas (Davis, 1995).

O modelo contemporâneo de fundo de pensão desenvolveu-se principalmente nos EUA, como produto dinâmico de pressões sindicais e políticas, assim como da liberalização do setor financeiro. Nos anos do pós-guerra, sindicatos de trabalhadores corporativos colocaram em pauta negociações para a montagem de sistemas privados de aposentadoria, reivindicando fontes de renda previdenciária. Os subsequentes surgimento e desenvolvimento desses sistemas, bem como de sua regulamentação política, foi acompanhado por uma grande expansão de seu poder financeiro nos anos 1980, num cenário macroeconômico de inflação baixa, taxas de juro elevadas e uma vigorosa expansão do mercado acionário norte-americano (Sauviat, 2005).

Concomitantemente, o avanço da regulamentação das entidades fechadas e a expansão dos serviços de *money-management* no período impeliram a crescente terceirização da gestão da poupança acumulada nos fundos de pensão, transferindo as decisões de alocação de carteira das tesourarias dos fundos para as mesas de operação de bancos de investimento. Com o tempo, os fundos fechados de previdência privada adquiriram o *status* de grandes *investidores institucionais*: instituições que centralizam a poupança da sociedade e alocam volumes substantivos de recursos nos mercados financeiros globais, com amplas repercussões sobre a dinâmica destes e, por extensão, dos fluxos internacionais de capital: em 2014, os investidores institucionais sediados nos países da OCDE contabilizavam mais de US\$ 92,6 trilhões em ativos administrados, explicitando a relevância destes *players* nos mercados financeiros

<sup>3</sup> Segundo Carvalho (1992, p.112): “*Assets are ‘promises’ of future returns in a given form; therefore operations with assets are always (...) forward-looking.*”

globais<sup>4</sup>. Fazem parte também deste rol os fundos de *hedge*, seguradoras, fundos de riqueza soberana, dentre outras instituições de menor porte.

## 2.2 Os fundos de pensão e o financiamento de longo prazo

A formação da poupança nos fundos de pensão tende a assumir horizonte temporal peculiar, dada a concentração do passivo em obrigações de prazos mais longos. Por isso, as políticas de investimento dessas entidades podem facilmente acomodar ativos menos líquidos - com retornos, em geral, mais elevados -, de longo prazo, algo por vezes pouco praticável para outras modalidades de investidores institucionais, tais como seguradoras e, em maior medida, fundos de *hedge*, os quais, pela natureza de seus negócios, estão mais expostos ao risco de liquidez<sup>5</sup>.

Logo, essas entidades, assim como outras categorias de investidores institucionais, podem desempenhar efeitos significativos sobre os mercados de capitais, superando as famílias na retenção de ativos de maiores prazos, como ações, títulos de dívida corporativa e cotas de fundos de investimento coletivo (Freitas, 1996). E, nesse contexto, surge o papel potencial dos fundos de pensão na mobilização de recursos para o financiamento dos projetos de investimento de longo prazo das empresas (Davis, 1995).

A importância do mercado de capitais para a mobilização de recursos para o financiamento de longo prazo pode ser entendida a partir do circuito *finance-investment-saving-funding*. Nesse tipo de arranjo institucional para a viabilização do financiamento, que envolve empresas deficitárias, famílias, investidores institucionais e bancos comerciais e de investimento, o *finance* se refere à *demand por liquidez* das empresas para a viabilização do investimento - em geral para cobertura das necessidades correntes de capital de giro e incremento do ativo tangível -, enquanto o *funding* diz respeito ao processo de consolidação financeira das dívidas assumidas pelas empresas, de sorte a compatibilizar as maturidades dos ativos e passivos assumidos (Carvalho, 1992). Isto é, enquanto o *finance* permite a independência entre o ato de investir e o de poupar, o *funding* permite a consolidação das dívidas assumidas pelas empresas para a realização do investimento.

O financiamento dos projetos de investimento corporativos desenrola-se em dois estágios. Em um primeiro momento, a empresa obtém recursos de curto prazo (o *finance*) junto aos bancos comerciais / múltiplos, ao mesmo tempo em que inicia negociações junto a bancos de investimento para emitir títulos de dívida ou de propriedade nos mercados de capitais. O crédito concedido pelos bancos, seja via fundo rotativo seja mediante criação de moeda, possibilita a efetivação do investimento, promovendo geração autônoma de renda e, por conseguinte, o crescimento da poupança financeira disponível para as famílias, passível de ser transformada em poupança macroeconômica, mediante a aquisição de títulos e ações emitidos nos mercados primários. A poupança gerada via efeito multiplicador da renda, a partir do investimento inicial, viabiliza o *funding* e possibilita a validação da dívida bancária anteriormente assumida - alongando, dessa forma, os prazos de vencimento de suas obrigações (Carvalho, 1992; Oliveira, 2010a). Evidentemente, este é um dos arranjos institucionais possíveis para a viabilização de um sistema de financiamento de longo prazo em uma

<sup>4</sup> Ver OECD (2014).

<sup>5</sup> Fundos de *hedge* precisam estar munidos com ativos quase-líquidos para lidar com saques repentinos por parte dos clientes, geralmente em situações de estresse na economia global. Já as seguradoras necessitam de posição líquidas em carteira para fazer frente fluxo de saída de recursos decorrente dos sinistros.

economia capitalista, baseado em um arranjo que envolve tanto o sistema bancário como o mercado de capitais<sup>6</sup>.

A institucionalidade do mercado financeiro possibilita a atuação dos fundos de pensão em diversas fases do financiamento e, por conseguinte, do crescimento das empresas. Isso se processa mediante a aquisição de instrumentos financeiros emitidos por essas entidades, cuja funcionalidade consiste em captar fundos em diferentes etapas da operação da empresa. O esquema mencionado estiliza a evolução dessa relação entre volume de receita/geração de caixa e os meios disponíveis para se obter fundos em prazos e carência bastante diversos.

Empresas em fase pré-operacional, as *startups*, recorrem ao capital semente dos *angel investors* – indivíduos que provêm recursos em troca de participação -, para poder registrar patentes e/ou operacionalizar os seus projetos. Com o amadurecimento do plano de negócios da empresa, entra o papel das firmas de *venture capital*, que lançam cotas para investidores externos a fim de estruturar um fundo coletivo, captando recursos para o negócio emergente em troca de uma participação no capital da empresa. Nessa etapa, os recursos costumam ser utilizados em desenvolvimento de produto, *marketing* inicial ou logística / distribuição (ABDI, 2009).

Seguindo adiante, empresas com linhas de produtos / marcas já consolidadas e taxas de crescimento elevadas (geralmente superiores a 25% ao ano), podem receber aportes de firmas de *private equity*, que também captam recursos junto a investidores. O aporte de uma firma de *private equity*, financiado por um *mix* de *equity* e dívida levantado junto a investidores, costuma anteceder um IPO (*Initial Public Offering* ou oferta pública inicial de ações) - no qual investidores institucionais podem adquirir ações na oferta propriamente dita ou, posteriormente, no mercado secundário que sucede o IPO. Aqui, os aportes são comumente destinados à expansão de planta e rede distribuição, além de poder financiar a aquisição de empresas concorrentes (ABDI, 2009).

Por fim, a fase de maturidade que acompanha as companhias de capital aberto pode desdobrar-se em duas vias: i) ou há uma relativa estabilização do fluxo de caixa – que possibilita à empresa operar com indicadores financeiros saudáveis e garante o acesso facilitado a *fundraising* via mercado de dívida bancária ou colocação de debêntures; e ii) ou há um declínio acentuado na geração de caixa, deteriorando a situação financeira e sujeitando a empresa a uma provável reestruturação, com um possível aporte de uma firma de *private equity* focada no *turnaround management* de empresas em dificuldades/ concordata (*distressed investments*).

Destarte, a atuação dos fundos de pensão no financiamento corporativo pode se dar durante as diversas etapas do desenvolvimento (também chamado de “ciclo de vida”) das empresas, seja via aportes em fundos de participação (*venture capital, private equity* etc.), seja mediante o mercado de capitais – adquirindo títulos de dívida ou propriedade. Não obstante, esse movimento de maior participação no mercado de ações e dívida corporativa depende essencialmente da *composição das carteiras* desses atores, que alocam seus ativos segundo critérios próprios de retorno, risco (mercado, liquidez e *default*) e prazos de maturação de suas obrigações.

A necessidade de mitigar e diversificar os riscos de carregamento embutidos nos ativos, bem como a possibilidade de torná-los altamente líquidos, torna o mercado de capitais um canal extremamente relevante, ao menos potencialmente, de financiamento voluntário de longo prazo (Davidson, 2003, p. 110). Em sistemas nos quais os mercados de capitais cumprem papel relevante para o financiamento do crescimento das empresas,

---

<sup>6</sup> A esse respeito, ver Paula (2013).

a provisão de *funding* é viabilizada pela emissão de títulos patrimoniais e de dívida lançados em mercados primários de ativos. Estes, por sua vez, são negociados em mercados secundários cujo comportamento determina os preços e taxas a referenciar os novos ativos recém colocados no mercado. Vale salientar, contudo, que o valor de mercado da riqueza de papel se mostra sujeito a oscilações abruptas e inesperadas, com riscos para o equilíbrio patrimonial dos atores econômicos. Nessa perspectiva, a lógica essencialmente patrimonialista de gestão da riqueza mobiliária é um aspecto que pode, por si só, problematizar os mecanismos de consolidação de dívidas via mercado de capitais (Oliveira, 2010a).

### 2.3 Estrutura de Balanço e Acumulação de Ativos

Outro elemento altamente relevante para a viabilização do *funding* via mercado de capitais, além da *escala* da poupança financeira, diz respeito à *composição* dessa massa de riqueza detida pelos investidores institucionais - incluindo os fundos de pensão - entre classes alternativas de ativos. As estratégias de alocação de carteira adotadas pelos investidores institucionais são, assim, fundamentais para atribuir funcionalidade macroeconômica (ou não) a esses atores, no que diz respeito ao financiamento de longo prazo das economias. Cabe, então, para os propósitos deste artigo, analisar, ainda que brevemente, os fundamentos da escolha de ativos dos fundos de pensão, com base nas suas estruturas de haveres e obrigações e no arcabouço regulatório que rege as suas carteiras.

A estrutura de balanço dos fundos requer um balanceamento atuarial mínimo entre os ativos em carteira e o valor presente das obrigações assumidas junto aos participantes. As estratégias de gestão de recursos tendem a situar-se entre os seguintes eixos: i) o *asset-liability matching*, que privilegia a compatibilização temporal entre os fluxos de haveres e obrigações (por exemplo, por meio da retenção de ativos de renda fixa que rendam *cupons* de juros para cobrir as saídas de caixa previstas); e ii) a abordagem do *retorno total*, baseada na busca das melhores combinações entre retorno e risco – atingidas por via da aquisição de ativos imperfeitamente correlacionados<sup>7</sup> ou pelo recurso a práticas de *hedge* nos mercados futuros<sup>8</sup> (Stockton, 2006).

Na mesma linha, Rieche (2005) pondera que o *asset-liability management* em um fundo de pensão busca cobrir os riscos vinculados a: i) fluxo de caixa, privilegiando aplicações líquidas em proporções maiores quanto mais próximos forem os vencimentos das obrigações; e ii) desequilíbrios entre o valor de mercado dos ativos e o valor presente das obrigações, por meio de uma “[...] coordenação entre os fluxos (e estoques) de investimentos e obrigações” que assegure um balanço atuarial adequado ao fundo (Ibid, 2005, p. 227).

Em diversos países, o governo estipula uma meta de rentabilidade anual, chamada *meta atuarial*, que corresponde à “[...] taxa anual de capitalização mínima para que os investimentos do fundo previdenciário apresentem resultados que permitam a cobertura do passivo atuarial.” (Ferreira & Maffili, 2006, p.1). Por passivo atual, frise-se, entende-se a contabilização dos benefícios futuros dos participantes trazida a

<sup>7</sup> A importância da diversificação das carteiras diz respeito à aquisição de ativos financeiros cujos preços de mercado oscilam de forma não correlacionada, impedindo a acumulação de perdas quando da queda dos preços dos ativos. Em geral, a medida usada para mensurar o risco não diversificável de um ativo (isto é, um risco inerente ao portfólio que não pode ser mitigado pela compra de outros papéis) é a variável  $\beta$ , que mede o grau de exposição do valor do papel a um índice do mercado acionário (Ibovespa, S&P 500, FTSE 100 etc.).

<sup>8</sup> A formação de posições nos mercados futuros visa cobrir a exposição dos estoques a determinadas taxas de mercado (por exemplo, *Libor*, *Selic*, *CDI* etc.), protegendo as carteiras dos fundos.

valor presente. Ao deduzir deste valor o montante de ativos capitalizados em carteira, obtém-se o chamado *déficit atuarial* – métrica usada para sinalizar se um fundo de pensão encontra-se subcapitalizado ou não. Uma situação de déficit atuarial em um plano de pensão pode ser descrita pela relação  $VPbf + Dad > VPcf + PL\ fundo$ . Nela,  $VPbf$  é o valor presente dos benefícios futuros;  $Dad$  as despesas administrativas da entidade;  $VPcf$  o valor presente das contribuições futuras; e  $PL\ fundo$  o patrimônio líquido do fundo – ou a capitalização de mercado dos ativos em carteira (Ferreira & Maffili, 2006). Daí decorre a exacerbação dos riscos de carteira durante os mercados baixistas, que tendem a desequilibrar o patrimônio líquido.

Os riscos atuariais aos quais uma EFPC encontra-se exposta envolvem a formulação de premissas errôneas quanto à taxa de mortalidade entre os participantes e a ocorrência de retornos sobre os investimentos menores do que o esperado (Davis, 1995). Nesse sentido, a diretriz de buscar uma meta atuarial mínima objetiva impor previsibilidade e segurança para os beneficiários dos planos, reforçando a busca por rentabilidade e o recurso a diferentes políticas de investimento pelos gestores das carteiras.

Outra característica dos fundos de pensão que condiciona as suas políticas de investimento é a já mencionada existência dos planos de benefício definido (BD) e contribuição definida (CD). Para o caso dos planos de CD, nos quais os riscos de queda do valor dos ativos detidos pelo fundo são absorvidos pelos participantes, há, de modo geral, maior aversão ao risco na gestão de carteira, diante do objetivo de mitigar a exposição dos participantes ao risco – ainda que, em geral, ao custo de uma menor rentabilidade acumulada. Por outro lado, em um plano de BD, um eventual desempenho das carteiras abaixo da meta atuarial precisa ser compensado pelo patrocinador, induzindo estratégias de investimento mais arrojadas que possibilitem o atingimento ou superação da meta atuarial.

No âmbito da escolha de ativos, podemos observar que as entidades fechadas – sejam elas portadoras de planos BD ou CD - almejam aplicações com características de risco e retorno adequadas ao perfil dos seus balanços. De acordo com Studart (2000, p.227), “[...] *these characteristics are determined by three main factors: (i) macroeconomic environment, (ii) market organization and (iii) asset prices volatility*”. Esses fatores são, dessa forma, centrais para o entendimento das decisões de alocação de carteira entre classes alternativas de ativos dos investidores institucionais, em geral, e dos fundos de pensão, em particular.

Em se tratando de *organização de mercado*, faz-se imprescindível recorrer à teoria da preferência pela liquidez, elaborada por Keynes (1936), que confere centralidade à incerteza<sup>9</sup> como fundamento balizador dos preços e retornos esperados das demais classes de ativos - isso se deve, como se sabe, ao fato de a moeda constituir um ativo em uma economia capitalista.

No capítulo 17 da Teoria Geral, Keynes (1936) apresenta a sua teoria de escolha de ativos, também denominada teoria da precificação de ativos. Segundo o autor, o retorno esperado de um ativo é dado por:  $r = a + q - c + l$ , sendo  $q$  = fluxo de caixa esperado proporcionado pela posse do ativo;  $c$  = custo esperado de manutenção decorrente da posse do ativo;  $l$  = prêmio de liquidez do ativo; e  $a$  = ganho ou perda de capital esperado, decorrente da posse do ativo. O atributo  $l$  introduz o potencial de

<sup>9</sup> De acordo com Carvalho (1992), a centralidade da incerteza para o cálculo empresarial reside no fato das obrigações financeiras serem estabelecidas contratualmente, enquanto o fluxo de recebíveis futuros é incerto - dependendo de fatores de demanda exógenos ao negócio. Sendo assim, a posse de ativos líquidos pode servir como um colchão de segurança contra o risco de frustração dos retornos esperados, salvaguardando o encontro das obrigações no vencimento – “*cash is king*”, no jargão do mercado.



realização do ativo no modelo, sendo representado pela função  $l = f(p, t, x)$ ; em que  $p$  = preço;  $t$  = tempo; e  $x$  = probabilidade de liquidação do ativo em um curto intervalo de tempo sem variação significativa no seu valor de mercado<sup>10</sup> (Chick, 1993).

A existência de uma hierarquia de liquidez entre os ativos - estabelecida com referência ao ativo líquido *par excellence* (a moeda) – faz com que a opção por um dado ativo, em um dado momento, decorra do grau de preferência pela liquidez assumido pelo ator econômico. A posse de um ativo com menor grau de liquidez apenas será factível no caso de o seu retorno esperado superar sensivelmente a remuneração oferecida por papéis mais seguros - esse mecanismo, imperativo da precificação dos ativos financeiros, traz repercussões centrais para a composição da poupança financeira do sistema econômico como um todo.

A profundidade dos mercados secundários e o grau de liquidez dos ativos cumprem, portanto, papel essencial na estruturação de condições favoráveis à emissão de instrumentos financeiros. Essas variáveis incorporam riscos vinculados aos ciclos de preços, que consistem em fases de alta ou baixa prolongada dos níveis de preços e podem constituir obstáculo relevante ao pleno funcionamento dos mercados de capitais enquanto fontes de captação de recursos.

Os outros dois fatores mencionados por Studart (2000) acerca da composição de carteira dos fundos de pensão, a saber, *ambiente macroeconômico* e *volatilidade dos preços dos ativos*, encontram-se relacionados. Na definição das estratégias de investimento das entidades fechadas de previdência complementar, destacam-se alguns determinantes exógenos: a taxa de inflação, que corrói o atributo de reserva de valor de ativos denominados em moeda doméstica; a instabilidade de receita das empresas (*output instability*), que impacta as previsões de fluxo de caixa e exacerba o risco de capital dos ativos; e o grau de abertura financeira, em vista do efeito potencialmente instabilizador dos fluxos internacionais de capital sobre os preços dos ativos domésticos.

A existência de uma hierarquia monetária internacional faz com que a precificação dos ativos denominados em moedas inconversíveis embute riscos substancialmente superiores aos apresentados por aqueles denominados em moedas conversíveis (De Conti et al., 2014). A exposição dos investidores externos aos riscos de *default* e rápida desvalorização das moedas inconversíveis (quando das crises cambiais) faz com que os fluxos de capitais direcionados a esses países assumam caráter estruturalmente instável, sujeitando a taxa de câmbio e os preços dos ativos locais a fortes e inesperadas oscilações (Oliveira, 2012). Essa vulnerabilidade às reviravoltas que condicionam o comportamento dos fluxos globais de liquidez prejudica o grau de organização dos mercados secundários domésticos, corroendo a função de *liquidity time-machine* dos ativos locais e contribuindo negativamente para a constituição de um mercado de financiamento voluntário efetivamente voltado para o longo prazo.

Daí decorre uma especificidade dos mercados de capitais em países emissores de moedas inconversíveis: dada a baixa profundidade desses mercados, a ocorrência de episódios de fuga para a qualidade implica alterações abruptas e substantivas nos preços dos ativos financeiros locais. A ausência de uma autonomia e profundidade do mercado

---

<sup>10</sup> Davidson (2003) enfatiza os determinantes da liquidez dos ativos dentro da institucionalidade dos mercados financeiros. Por definição, ativos líquidos são aqueles transacionados em mercados *spot* bem organizados e ordenados - diferenças na magnitude de liquidez entre ativos residem nos distintos custos de transação de compra/venda e nos diferentes graus de estabilidade dos preços de mercado *spot* ao longo do tempo. Portanto, a preferência pela posse de ativos mais líquidos decorre da possibilidade de *saída rápida* de um mercado a um preço de venda que pouco difere do preço de mercado imediatamente anterior, a ser viabilizada pela presença de investidores altistas e *market makers*.

financeiro local dificulta, quando não inviabiliza, o financiamento de longo prazo a partir da emissão de títulos e ações.

### 3. As EFPCs no Brasil e o Financiamento de Longo Prazo

Esta seção discute os fundos de pensão no Brasil, particularmente das EFPCs, dentro do contexto do mercado financeiro nacional, bem como de sua interação com os mercados de ativos. É destinada atenção especial para a composição das carteiras das EFPCs, assinalando quais as categorias de investimento mais expressivas e analisando, ainda, a perspectiva mais ampla da carteira do conjunto dos investidores institucionais domésticos. Também discorre brevemente sobre a categoria dos investimentos não-tracionais (ou *ativos alternativos*), a fim de ilustrar seu potencial enquanto modalidade de aplicação de longo prazo. Por fim, são discutidos alguns os principais limites de atuação das EFPCs no mercado voluntário de financiamento de longo prazo no Brasil, enfatizando aspectos relacionados ao mercado de renda fixa e a baixa profundidade dos mercados secundários domésticos, mais voláteis aos fluxos de capital em moeda estrangeira.

#### 3.1 Evolução das EFPCs

Embora existam desde o início do século passado<sup>11</sup> – antes mesmo do que o próprio sistema público de previdência –, os fundos de pensão ganham relevância no Brasil a partir de esforços políticos do governo militar nas décadas de 1960/70 em criar um mercado de financiamento voluntário via bolsa de valores<sup>12</sup> e, paralelamente, atenuar as despesas correntes com aposentadoria pública por parte de autarquias federais diversas.

Decorre dessas iniciativas a constituição de diversas EFPCs vinculadas a empresas públicas do governo federal, destacando-se o Petros (Petrobrás), Valia (antiga Vale do Rio Doce) e FUNCEF (Caixa Econômica Federal) - principais criações do período que, juntamente com a PREVI, detêm hoje mais de R\$ 300 bilhões em ativos (ABRAPP, 2014b).

Pinheiro (2007), no entanto, observa certa inflexão nesse papel dos fundos de pensão brasileiros nos anos 1980. Embora tenha aumentado a tendência de instituição de sistemas fechados de previdência complementar corporativa, a crise da dívida externa e a subsequente aceleração da inflação acabaram levando à concentração das carteiras em aplicações de renda fixa do Tesouro Nacional indexadas à taxa de juros *overnight*, ante os impactos da inflação sobre o cálculo atuarial dos planos de pensão e a importância da liquidez dos ativos em carteira.

Com o Plano Real e a subsequente estabilização dos preços, possibilitou-se a retomada da atuação dos fundos de pensão nos mercados de capitais e no financiamento corporativo – ainda que limitada pela vulnerabilidade macroeconômica frente à liberalização financeira, em um sistema monetário internacional altamente

<sup>11</sup> O fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, que é hoje o maior fundo de previdência da América Latina, foi fundado ainda em 1904, sob o nome de “Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brazil” (Lopes, 2012)

<sup>12</sup> Essas necessidades de financiamento eram associadas, majoritariamente, aos setores de infraestrutura e indústria de base; e ajudaram a fundamentar as reformas financeiras de 1966/67 e a promulgação da lei das S.As em 1967. (Sochaczewski, 1993).

hierarquizado, e a prática de taxa básica de juros elevada. No período, vários dos grandes fundos de pensão vinculados às empresas estatais desempenham papel central nos leilões de privatização, formando Sociedades de Propósito Específico (SPEs)<sup>13</sup> com instituições financeiras privadas nacionais e estrangeiras para adquirir participação em empresas públicas.

As instabilidades enfrentadas pelas EFPCs nesse período, ligadas ao regime monetário em transição e ao movimento de privatização de empresas estatais dotadas de expressivos planos de pensão, acabaram gerando problemas de subcapitalização e premissas atuariais equivocadas em diversos fundos. Houve, assim, um processo de migração de diversos planos das modalidades de benefício definido para contribuição definida, além da transferência para sistemas abertos e até mesmo a ocorrência de episódios de insolvência de entidades<sup>14</sup> (Lopes, 2012).

Os fundos de pensão no Brasil experimentaram crescimento substancial ao longo das últimas décadas. O número total de entidades, por exemplo, experimentou aumento de 174% entre 1981 e 2013, com o número de trabalhadores cobertos aumentando em aproximadamente 102% no período, sinalizando o aumento do acesso à previdência privada dentro de empresas públicas e privadas no país (Tabela 1). A ampliação da cobertura da previdência privada fechada foi acompanhada pelo aumento da participação do patrimônio dos fundos de pensão, seja em termos nominais seja em relação ao PIB. Em 1981, os ativos das EFPCs contabilizavam US\$ 3,7 bilhões, atingindo US\$ 296 bilhões em 2013. Sua participação no PIB cresceu de apenas 1,4% nos anos 1980 para 14,7% em 2013 – estima-se que esse número atingirá 26% em torno de 2021 (Tabela 1).

*Tabela 1 – Dados históricos das EFPCs brasileiras*

	1981	1990	2000	2013	2021*
<b>Número EFPCs</b>	118	244	360	324	-
<b>Participantes (milhões)</b>	1,18	1,71	1,63	2,39	-
<b>Patrocinadoras</b>	500	1.000	2.333	2.815	-
<b>Patrimônio (bilhões US\$)</b>	3,7	12,1	66,5	296	-
<b>Patrimônio (% PIB)</b>	1,4%	2,3%	13,6%	14,7%	26%

Fonte: ABRAPP (2013). \* Projeção. Elaboração própria.

A despeito dos obstáculos, o número de fundos de pensão experimentou um aumento bastante considerável nas décadas de 1980/90, frente aos incentivos dados pelos departamentos de recursos humanos à formação de planos de pensão corporativos como mecanismo de captação e retenção de quadros – emulando as estratégias de grandes empresas estrangeiras (Freitas, 1996). Já nos anos 2000, Jardim (2009) chama atenção para um importante marco nesse setor. Em 2001, ocorreu a aprovação, no Congresso Nacional, das Leis complementares 108 e 109, que autorizaram a atuação dos fundos instituidores – fundos de aposentadoria privados geridos por sindicatos e/ou instituições profissionais de classe. Isso representou um passo importante no tocante à escala de recursos e aos participantes comprometidos com aplicações no mercado financeiro – assinalando, simultaneamente, um potencial de expansão de cobertura da

<sup>13</sup> Uma SPE constitui um arranjo jurídico comumente utilizado em aquisições de fundos de *private equity*.

<sup>14</sup> Esse movimento decorreu, de um lado, da menor exposição dos patrocinadores ao risco de provisionamento contábil de perdas imprevistas ou premissas atuariais equivocadas, e, de outro, da maior exposição dos membros participantes a políticas de investimento errôneas, governança corporativa problemática das empresas investidas e episódios de queda dos preços dos ativos nos mercados. Trata-se, porém, de um fenômeno não restrito ao Brasil, ocorrendo igualmente em diversos países do mundo.

previdência complementar e o ingresso de uma massa de recursos no mercado de capitais nacional<sup>15</sup>.

Em 2003, foi aprovada no Congresso Nacional uma reforma previdenciária válida para os servidores públicos através da EC número 41, que buscou nivelar as regras de aposentadoria entre os setores público e privado, ao revogar as condições historicamente mais vantajosas das aposentadorias dos funcionários públicos. O elemento-chave da reforma foi a criação do *Funpresp* (*Fundo de previdência dos servidores públicos*), estruturado sob um regime de contribuição definida e voltado para os funcionários públicos da União (níveis do Executivo, Legislativo e Judiciário), dotado de cerca de 200 patrocinadores entre autarquias, fundações e órgãos da administração<sup>16</sup>.

As EFPCs cobrem perto de 7 milhões de participantes ativos e dependentes, são regulados pelo Ministério da Previdência Social e sua fiscalização é feita pela Secretaria da Previdência Complementar (ABRAPP, 2014b). No âmbito das entidades abertas de previdência privada (EAPCs), em geral vinculadas a bancos ou seguradoras, a fiscalização é realizada pela Superintendência de seguros privados (SUSEP) e a prestação do serviço é oferecida por instituições financeiras regulamentadas pelo Ministério da Fazenda: instituem-se planos de benefício individuais ou coletivos diretamente contratados por pessoas físicas ou jurídicas - é o caso dos planos de previdência PGBL (Plano Gerador de Benefício Livre) e VGBL (Vida Gerador de Benefício Livre), que diferem entre si quanto ao regime fiscal incidente sobre os valores resgatados pelos participantes.

Passando ao quadro mais atual, a distribuição setorial das EFPCs segue a estrutura legada pelos fundos vinculadas às empresas estatais – com repercussões especialmente importantes para a composição da poupança voluntária no país, dado o peso significativo que esses fundos passaram a assumir. Como mostra a tabela 2, oito dentre os dez maiores fundos de pensão atualmente são patrocinados por atuais ou antigas autarquias públicas federais ou estaduais. O volume conjunto do ativo sob gestão dessas dez instituições correspondia a R\$ 402,15 bilhões em 2014, cerca de 7,3% do PIB e 60% do patrimônio combinado das EFPCs nacionais. Embora menor do que a participação prevalecente nos países desenvolvidos - nos EUA, por exemplo, o peso das dez maiores EFPCs correspondia a 10,4% do PIB em 2013 -, ainda assim trata-se de uma massa de riqueza representativa detida e gerida por essas entidades<sup>17</sup>.

*Tabela 2 - Classificação das 10 maiores EFPCs do Brasil por volume do ativo (2014)*

Colocação	Fundo de pensão	Origem	Ativos sob gestão (em bilhões R\$)	Ativos sob gestão (% PIB nacional)
-----------	-----------------	--------	---------------------------------------	---------------------------------------

<sup>15</sup> Outras inovações trazidas pela legislação foram a introdução dos planos de contribuição definida no país (de menor custo de manutenção para a entidade patrocinadora e mais risco para o trabalhador), novas regras de alocação para as carteiras e a instituição de mecanismos de portabilidade (pelos quais o participante pode transferir parcialmente os seus recursos acumulados no fundo, em caso de cessão do vínculo empregatício). Esse movimento de regulamentação da indústria foi alimentado pelos governos Lula I e II – que, em consonância com o seu projeto de inclusão financeira, estimularam a introdução no setor de novas medidas de transparência contábil e o ingresso de pequenas e médias empresas.

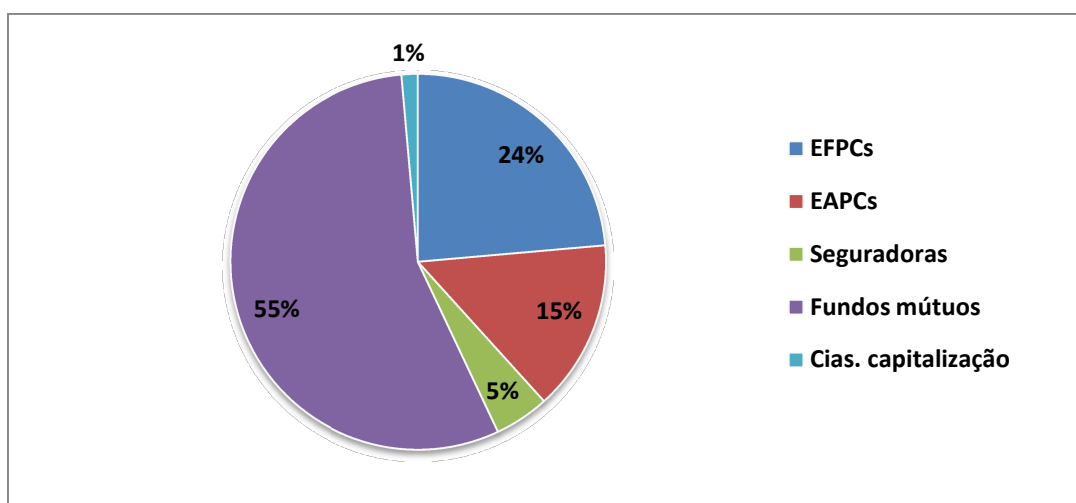
<sup>16</sup> Em razão da extensa folha de pagamentos do governo federal e das elevadas remunerações de algumas categorias, espera-se, com o crescimento do fundo, redução considerável do déficit da previdência pública e o ingresso de uma massa de recursos no mercado financeiro brasileiro.

<sup>17</sup> No caso brasileiro, a tendência de crescimento do patrimônio das EFPCs relativamente ao PIB pode ser explicada por dois elementos: i) dimensão e histórico das contribuições monetárias realizadas pelos membros ao longo de décadas, no caso de determinados fundos; e ii) a rentabilização contínua do seu patrimônio. Enquanto a primeira questão tem raiz em aspectos institucionais e trabalhistas, a segunda está mais vinculada às condições de mercado (externas e internas) e às estratégias de investimento utilizadas.

1	<b>Previ (Banco do Brasil)</b>	Público	166,59	3,02%
2	<b>Petros (Petrobras)</b>	Público	68,17	1,23%
3	<b>Funcef (Caixa Econômica Federal)</b>	Público	56,14	1,02%
4	<b>Fundação CESP (elétricas)</b>	Público	22,68	0,41%
5	<b>Fundação Itaú Unibanco</b>	Privado	19,71	0,36%
6	<b>Valia (Vale)</b>	Público	17,90	0,32%
7	<b>Sistel (teles)</b>	Público	14,59	0,26%
8	<b>Forluz</b>	Público	12,54	0,23%
9	<b>BANESPrev</b>	Público	11,84	0,21%
10	<b>Real Grandeza</b>	Privado	11,99	0,22%
-	<b>Conjunto 10 maiores EFPCs</b>	-	<b>402,15</b>	<b>7,29%</b>

Fonte: ABRAPP, 2014b. Elaboração própria.

Gráfico 1 – Composição da carteira consolidada dos institucionais por categoria de investidor (2014)



Fonte: CEMEC, 2014. Elaboração própria.

Atentando para o quadro mais amplo dos investidores institucionais, verifica-se um ganho substantivo na escala dos valores envolvidos. Em junho de 2014, seguradoras, fundos de previdência aberta e companhias de capitalização e EFPCs detinham, juntas, mais de R\$ 2,72 trilhões em ativos administrados (CEMEC, 2014). A distribuição dessa massa de riqueza entre as diferentes categorias de investidores pode ser verificada no gráfico 1. Observa-se a preponderância dos fundos mútuos de investimento, enquanto a previdência privada atinge cerca de 38% da capitalização bruta, cabendo às EFPCs 23% da riqueza total mobilizada por esses atores, equivalente a R\$ 625 bilhões.

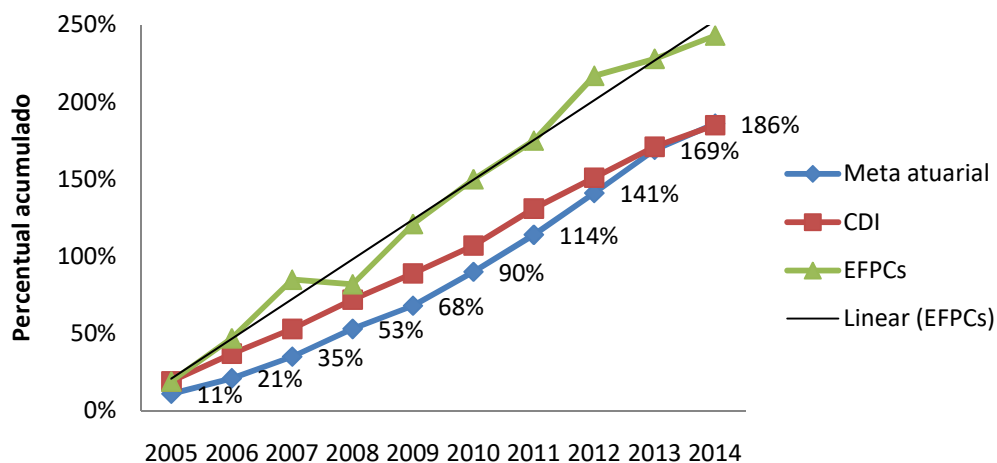
### 3.2 Estratégias de alocação das carteiras

Entre 2005 e 2014, os dois principais *benchmarks* usados como referência na gestão das carteiras das EFPCs foram superados: a taxa CDI acumulou 185%, enquanto a meta atuarial das entidades fechadas, composta pela variação anual do INPC mais 6%, atingiu 186%. A rentabilidade alcançada pelo patrimônio total dos fundos superou com boa margem ambas as taxas, tendo valorizado cerca de 243% no período (Gráfico 2) – isso significa que as EFPCs nacionais atingiram, de modo geral, uma rentabilidade superior ao mínimo necessário para a manutenção de seu balanço atuarial. Naturalmente, parcela substancial dessa valorização está associada ao desempenho da

bolsa de valores no período, bem como dos demais ativos financeiros disponíveis no mercado doméstico, frente à evolução da composição de carteira das entidades no período. O tópico da escolha de portfólio remete à meta de risco-retorno própria de cada entidade, que precisa levar em consideração o imperativo de alcançar ou superar a meta atuarial anual, equivalente à variação do INPC do período mais 6%.

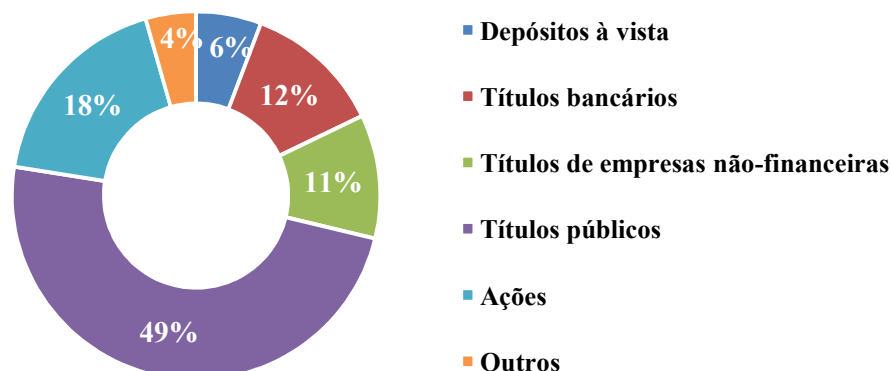
A contínua rentabilização da carteira consolidada das EFPCs infla o patrimônio combinado dos investidores institucionais nacionais e influencia a configuração das suas carteiras. No Gráfico 3, pode-se observar a elevada exposição dessas categorias como um todo aos títulos públicos e depósitos à prazo - atingindo 55% do total -, frente à reduzida participação das operações com ações, títulos de empresas não-financeiras e outros ativos (que contabilizavam, conjuntamente, 33% da carteira consolidada exclusive operações compromissadas - ou cerca de R\$ 681 bilhões no período). Os dados do volume alocado pelo grupo dos investidores institucionais capturam mais adequadamente a participação dos títulos públicos nas carteiras comparativamente aos dados disponíveis sobre as EFPCs nacionais - dada a preferência destas pela alocação em fundos de renda fixa gerenciados por gestores de ativos independentes.

*Gráfico 2: Rentabilidade acumulada da carteira consolidada das EFPCs nacionais (2005-14)*



Fonte: ABRAPP, 2014a. Elaboração própria.

Gráfico 3 – Composição da carteira consolidada\* dos investidores institucionais por modalidade de aplicação\*\*



\* Precificada em R\$ 2,04 trilhões em junho de 2014 (excluídos os valores das operações compromissadas).

\*\* Exclusive operações compromissadas.

Fonte: CEMEC, 2014. Elaboração própria.

No que diz respeito às estratégias de alocação dos recursos administrados por essas entidades, podemos analisar a carteira consolidada das EFPCs – isto é, o agregado de todos os ativos em posse dessas entidades. Em dezembro de 2014, verificava-se a seguinte composição: 64,2% dos ativos eram vinculados à renda fixa, sendo 12,4% títulos públicos (NTNs-B, LFTs, LTNs), 4,0% créditos privados (debêntures, CDBs, LCAs etc.) e outros 47,7% alocados em fundos de investimento de renda fixa diversos; 24,7% dos ativos da carteira eram compostos por ações na Bovespa; e os 10,6% restantes incluíam os chamados ativos alternativos e outros (Tabela 3).

Tabela 3 – Composição da carteira consolidada\*<sup>1</sup> das EFPCs no Brasil (2012 – 14)

Classes de ativos	2012	2013	2014
<b>Renda fixa (a + b + c)</b>	<b>61,70%</b>	<b>60,40%</b>	<b>64,20%</b>
Títulos públicos (a)	15,40%	10,50%	12,40%
Créditos privados/ depósitos (b)	5,10%	4,20%	4,00%
Fundos de investimento RF (c)	41,20%	45,70%	47,70%
<b>Renda variável</b>	<b>28,60%</b>	<b>29,00%</b>	<b>24,70%</b>
Investimentos estruturados* <sup>2</sup>	2,70%	3,00%	3,30%
Investimentos no exterior	0,10%	0,10%	N/D
Imóveis	4,00%	4,50%	4,70%
Financiamento de participantes* <sup>3</sup>	2,50%	2,70%	2,80%
Outros	0,40%	0,30%	0,30%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

\*<sup>1</sup> Precificada em R\$ 672,05 bilhões em dezembro/2014.

\*<sup>2</sup> Inclui cotas de fundos de participação e fundos imobiliários.

\*<sup>3</sup> Empréstimo livre a participantes e financiamento imobiliário.

Fonte: ABRAPP, 2014b. Elaboração própria.

Essa composição revela a maior participação de títulos públicos no portfólio das EFPCs – principalmente em função do risco de crédito muito baixo ou nulo

proporcionado por esses ativos e rentabilidade elevada, possibilitando o livre recurso a estratégias de asset-liability matching. É importante notar que os percentuais alocados em fundos de renda fixa gerenciados por terceiros (“Fundos de Investimento RF”) acabam por obscurecer a real parcela da carteira consolidada alocada em títulos públicos, subdimensionando o peso dessa categoria no total de ativos. Algumas entidades vêm criando fundos de investimento exclusivos, nos quais alocam um grande percentual de seus títulos públicos – na Previ e na FUNCEF os títulos públicos detidos diretamente na carteira já estão praticamente zerados.

Existe, ainda, uma diferença bastante significativa entre a alocação da carteira consolidada ponderada pelo valor de mercado dos ativos das entidades e as estruturas de carteira dos diversos segmentos das EFPCs, quando classificadas pelo volume do patrimônio. A alocação exibida na Tabela 3 é calculada a partir da participação de determinada modalidade de investimento na capitalização de mercado total das carteiras pertencentes à amostra. É possível, de outra forma, mensurar a alocação média das EFPCs através de uma média aritmética entre os percentuais alocados nas distintas categorias de investimento pelas diferentes entidades. Tal abordagem permite avaliar com maior precisão o grau de preferência pela liquidez por segmento.

A Tabela 4 apresenta esses dados a partir desta metodologia de cálculo. Pode-se verificar que a configuração dos portfólios varia bastante de acordo com a dimensão do patrimônio da entidade, isto é, enquanto fundos menores possuem maior aversão ao risco, buscando mais ativamente ativos de renda fixa e evitando a exposição aos mercados de ações e ativos alternativos (conforme observado na tabela, fundos com patrimônio de até R\$ 100 milhões mantem, em média, somente 10,2% dos seus ativos em ativos outros que não os de renda fixa), fundos maiores apresentam um perfil mais arrojado, preferindo exposição considerável em investimentos outros que não os de renda fixa (EFPCs com patrimônio acima de R\$ 10 bilhões, por exemplo, alocam em média cerca de 30% dos seus ativos em renda variável e outros investimentos não tradicionais).

Essa diferença de perfil decorre de duas razões distintas. Em primeiro lugar, pela maior capacidade de diversificação das EFPCs de porte mais elevado, que apresentam melhor capacidade de absorver desequilíbrios patrimoniais em mercados baixistas. Os fundos de menor porte buscam preservar o seu patrimônio buscando aplicações do tipo *buy and hold*, capazes de conciliar rentabilidade acima da meta atuarial, liquidez razoável e baixo risco de crédito. Como, no entanto, essas entidades menores compõem a maior parte das EFPCs – entidades com patrimônio de até R\$ 2 bilhões representam 80% do número das entidades existentes (ABRAPP, 2014b) –, a alocação média das EFPCs brasileiras fica enviesada no sentido de uma aversão acentuada a ativos de risco. Em segundo lugar, coloca-se a questão da natureza dos planos de benefício. As dez maiores EFPCs do Brasil, majoritariamente atreladas a atuais ou antigas autarquias públicas, têm parcela expressiva dos seus planos dentro da modalidade de BD, necessitando recorrer frequentemente a aplicações mais arrojadas para bater a meta atuarial anual estabelecida pelo governo. Os planos BD possuem um passivo rígido e devem gerir seus ativos almejando um nível de rentabilidade que lhes permita arcar com esse passivo. Os planos de CD, por sua vez, não têm compromissos rígidos, sofrendo um estímulo menor para a busca de ativos alternativos nos momentos de transformações no mercado, já que ativos e passivos movimentam-se automaticamente na mesma direção.



Tabela 4. Número de EFPCs por faixa de patrimônio e alocação média por categorias de investimento selecionadas (2014)

Faixa de patrimônio	Número EFPCs	Renda variável	Ativos alternativos* <sup>1</sup>	Outros* <sup>3</sup>
Até R\$ 100 mi.	51	6,00%	2,00%	2,20%
Entre R\$ 100 mi. e R\$ 500 mi.	90	8,50%	3,90%	0,45%
Entre R\$ 500 mi. e R\$ 2 bi.	76	8,40%	5,80%	0,59%
Entre R\$ 2 bi. e R\$ 10 bi.	42	8,40%	7,40%	0,48%
Acima de R\$ 10 bi.	10	18,20%	11,80%	0,17%
<b>Consolidado aritmético*<sup>2</sup></b>	<b>269</b>	<b>8,40%</b>	<b>4,90%</b>	<b>0,82%</b>

\*<sup>1</sup> Inclui investimentos estruturados, imóveis e operações com participantes.

\*<sup>2</sup> Valores percentuais referem-se à alocação média das carteiras das EFPCs.

\*<sup>3</sup> Demais modalidades de ativos exclusive renda fixa.

**Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em ABRAPP, 2014b.**

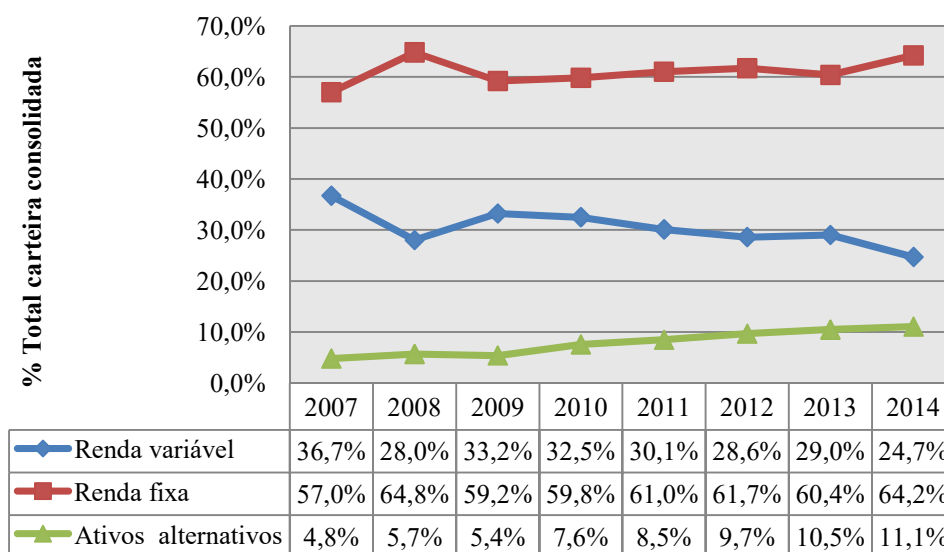
Ainda na Tabela 4, pode-se verificar uma participação reduzida, ainda que significativa, dos *ativos alternativos*. As modalidades mais relevantes dessa categoria, para os objetivos deste artigo, são as seguintes: i) quotas de participação em fundos de *venture capital* e *private equity* (os chamados *investimentos estruturados*); ii) imóveis e fundos imobiliários; e iii) operações de financiamento para participantes na forma de empréstimos livres ou financiamento habitacional. A evolução dessa categoria enquanto alternativa de investimento tem se tornado mais relevante não somente por constituir uma nova oportunidade de diversificação e rentabilização das carteiras, mas também por representar mecanismos diferenciados de captação de fundos pelas empresas, além dos tradicionais instrumentos de bolsa e dívida corporativa.

Considerando a carteira consolidada das EFPCs domésticas, o Gráfico 4 mostra que a classe dos ativos alternativos obteve o maior ganho de participação na carteira consolidada entre os anos de 2007 e 2014, aumentando de 4,8% para 11,1%. É interessante notar, ainda, o impacto da crise financeira global deflagrada em 2008 sobre os preços dos ativos em bolsa e o comportamento defensivo dos fundos: a participação da renda variável caiu 8,7 p.p. entre 2007 e 2008, enquanto a participação da renda fixa cresceu 7,8 p.p. no mesmo interregno. Nesse momento, porém, as EFPCs aproveitaram-se da prerrogativa de deterem um passivo preponderantemente de longo prazo, suspendendo temporariamente as operações no mercado acionário para não realizarem as perdas. Já no ano de 2009, a reprecificação dos ativos elevou ligeiramente a participação da renda variável e, a partir da normalização do mercado, as operações foram retomadas, com gradual queda do percentual alocado em renda variável.

A renda fixa, apesar de fortemente concentrada em títulos públicos e outros ativos financeiros indexados à taxa CDI-*over*, apresenta relativa variedade, englobando também as debêntures, FIDCs e fundos multimercados. A alternativa das debêntures é relativamente antiga no contexto das EFPCs brasileiras, que tendem a privilegiar os títulos com indexadores vinculados à variação do IPCA ou INPC, dada a necessidade de reajuste do passivo atuarial com base em índices de preços<sup>1</sup> (TORRES & MACAHYBA, 2012).

<sup>1</sup> O aluguel dos títulos em posse das EFPCs para outros investidores, que buscam ganhos especulativos através de vendas a descoberto (*short-selling*) e, indiretamente, promovem a dinamização do mercado secundário para esses títulos, favorece a redução dos prêmios de risco cobrados pelos investidores, quando da emissão de novos instrumentos por empresas demandantes de recursos. Essa possibilidade se aplica, por exemplo, às debêntures possuídas pelas EFPCs.

Gráfico 4 – Participação de classes de ativos selecionadas na carteira consolidada das EFPCs nacionais

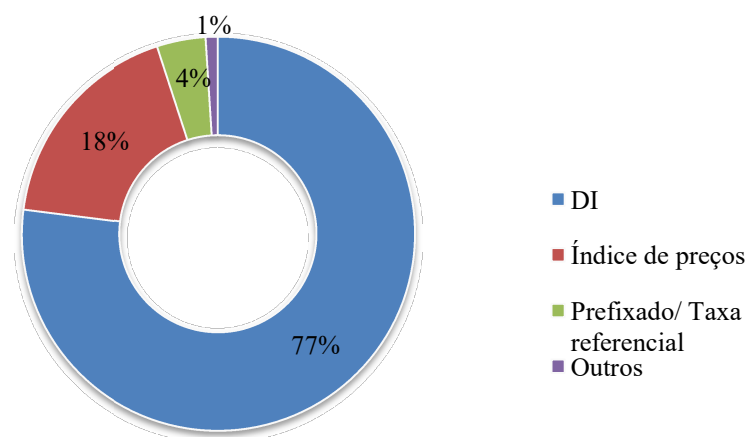


Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em ABRAPP, 2014b.

Contudo, as condições em que as debêntures são emitidas são muito condicionadas pela Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF), que funciona como um *benchmark* para a formação de preços e estabelecimento de prazos de maturação na sua contraparte privada: além da influência exercida pelo patamar da Selic e os prazos de vencimento da DPMF, a estrutura de indexação da dívida mobiliária federal também contribui para as condições prevalentes no mercado privado. Nesse aspecto, a dívida pública foi centrada durante muito tempo em indexadores vinculados à Selic-over, primeiro como mecanismo de *hedge* inflacionário durante a hiperinflação pré-Plano Real e, mais tarde, assumindo a função de proteger o valor de face dos títulos contra oscilações na Selic (Oliveira, 2010b). Por isso, a despeito da melhoria recente no perfil da dívida pública mobiliária interna (com a redução do custo de rolagem e o alongamento de prazos), o mercado de debêntures ainda tem expressiva participação de indexadores que capturam as variações da CDI-over (contraparte privada da Selic-over). Conforme pode-se observar no Gráfico 5, em 2012 cerca de 77% dos contratos de debêntures tinham remuneração baseada nesse indexador (CVM, 2013).

Tais condições desestimulam a emissão de bônus pelas empresas privadas por dois motivos. Primeiro, o fato dos contratos funcionarem como um *hedge* para os detentores dos ativos contra variações nas taxas de juros acaba por inibir variações significativas no valor de face dos mesmos, coibindo ganhos de arbitragem via transações especulativas e, conseqüentemente, o aprofundamento do mercado secundário e a percepção das debêntures enquanto *liquidity-time machines* – logo, os investidores demandam prêmios de risco maiores e mais onerosos para a empresa emissora. Segundo, as dificuldades operacionais de previsão do comportamento da DI-over futura acabam prejudicando o planejamento do fluxo de caixa futuro e expondo o emissor ao risco de taxa de juros. Isso, conjugado com o patamar elevado da taxa básica de juros, concorre para tornar o ambiente para o mercado de títulos privados pouco atrativo para muitas empresas no Brasil.

Gráfico 5 – Composição do estoque de debêntures por tipo de indexador (2012)

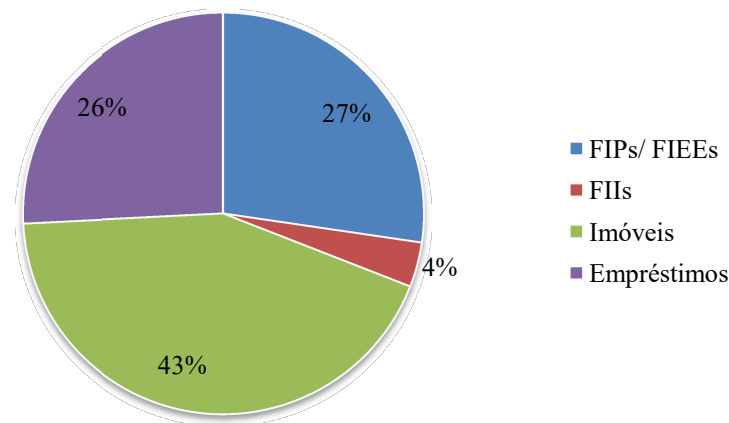


Fonte: CVM, 2013.

Ampliando o escopo dos ativos, vale analisar também os segmentos de investimento mais demandados pelas EFPCs dentro da categoria de investimentos não tradicionais. A valorização acentuada de imóveis comerciais e residenciais ocorrida no Brasil ao longo de boa parte dos anos 2000 suscitou o aumento da procura por essa modalidade de aplicação por parte dessas entidades, seja mediante aquisição de imóveis na planta (para arrendamento e/ou posterior revenda), seja através da aquisição de cotas em Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs). Isso justifica a participação expressiva desse segmento na carteira consolidada de ativos alternativos, respondendo por 47% da mesma em 2014 (considerando-se também as cotas de fundos imobiliários). Além disso, porém não menos importante, os investimentos em Fundos de Investimento em Participação (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs) contam com participação considerável na carteira, com 27% do consolidado, praticamente equivalente àquela das operações de empréstimo para participantes (Gráfico 6).

Dessa forma, os investimentos em ativos alternativos têm se mostrado uma opção de investimento bastante atrativa para as EFPCs nacionais em decorrência de motivos diversos. Seu menor grau de liquidez – já que não são transacionados em mercados secundários organizados com a atuação de *market makers* – possibilita certa blindagem contra tendências baixistas nos mercados de ativos, enquanto firmas de *private equity* e *venture capital* não necessariamente precisam recorrer ao mercado acionário como mecanismo de desinvestimento das empresas investidas. Por esse mesmo motivo, são categorias de investimento frequentemente não correlacionadas com ações e outras modalidades tradicionais - ainda que apresentem um perfil de risco próprio, em função do maior índice de falências entre empresas de menor porte. Isso possibilita maior diversificação das carteiras, com menor exposição do patrimônio das EFPCs a determinados setores e ataques especulativos externos.

Gráfico 6 – Composição da carteira consolidada de ativos alternativos\* (2014)



\*Precificada em R\$ 72,62 bilhões em dezembro/2014.

Fonte: ABRAPP, 2014b. Elaboração própria.

Trata-se de uma alternativa que se enquadra especialmente bem na perspectiva do fornecimento de fundos de longo prazo para empreendimentos privados em etapas distintas. O aporte em *IPOs* ou debêntures, por exemplo, beneficia de modo geral apenas empresas de grande porte e faturamento, enquanto os alvos das firmas dos fundos de participação abrangem empresas de pequeno e médio porte, ainda não listadas em bolsas de valores. No caso brasileiro, isso é especialmente interessante dada a relativa exclusão financeira das pequenas e médias empresas (PMEs) do mercado de crédito privado de longo prazo, que se limita à oferta de crédito de curto prazo (OLIVEIRA, 2010a).

Tabela 5 - Limites de alocação por modalidade de aplicação - EFPCs brasileiras (Resolução 3.792 CMN)

Modalidade de investimento	Limite aplicável (%)
<b>Renda fixa</b>	<b>100%</b>
Títulos públicos	100%
Crédito securitizado*	20%
<b>Renda variável</b>	<b>70%</b>
Ações Novo Mercado BM&F Bovespa	70%
Ações BM&F Bovespa (Nível II)	60%
Ações Bovespa Mais	50%
Ações BM&F Bovespa (Nível I)	45%
<b>Investimentos estruturados</b>	<b>20%</b>
Cotas de FIIs	10%
Investimentos no exterior	10%
Imóveis	8%
Operações com participantes	15%

\* Inclui FIDCs, CRI, crédito de exportação e bancário.

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Por fim, é preciso salientar que as decisões de carteira das EFPCs brasileiras precisam respeitar alguns limites estabelecidos no âmbito regulatório. A resolução 3.792 do Banco Central do Brasil impõe limites quantitativos para cada modalidade de aplicação. Além disso, também restringe a exposição excessiva a um único emissor de *securities* (Tesouro Nacional, companhias abertas, securitizadoras etc.). A tabela 5 mostra a relação dos ativos e o teto aplicável correspondente para cada modalidade. É interessante observar que esses limites diferem, por exemplo, quanto aos distintos níveis de governança existentes na bolsa BM&F Bovespa, a fim de limitar a exposição dos membros de EFPCs a problemas de gestão e/ou fraudes corporativas em potencial nas empresas investidas.

### 3.3 Limites, desafios e perspectivas

A evolução do patrimônio dos fundos de pensão no Brasil revela a representatividade desses atores dentro do *pool* de investidores institucionais no país. Os fundos de pensão dividem com outros investidores institucionais a função de infundir recursos nos mercados de ativos domésticos.

O potencial da previdência privada no país tem relação direta com a evolução da estrutura demográfica. Nesse âmbito, dois elementos contam a favor: i) a participação crescente da População Economicamente Ativa (PEA) na população total, que pode sinalizar uma expansão da massa de riqueza financeira na economia - em função da acumulação de recursos para posterior usufruto se dar durante a fase ativa do trabalhador; e ii) o envelhecimento populacional associado ao aumento da expectativa de vida, que se traduz em uma maior propensão a poupar das famílias (CVM, 2013). O fenômeno representa um potencial de aumento da carteira agregada da previdência privada (considerando tanto as EFPCs como as EAPCs). Isso posto, cabe uma ampliação da perspectiva de análise para acomodar o comportamento da “indústria” dos investidores institucionais como um todo e sua capacidade de atuação no mercado de capitais brasileiro. Essa esfera mais ampla, que comporta trilhões de reais, é indissociável do desenvolvimento dos mercados de capitais, como revela, por exemplo, a experiência norte-americana.

O efeito prático dessa baixa mobilização de recursos para o mercado de ações relativamente à poupança agregada em posse dos investidores institucionais é a baixa liquidez e profundidade dos mercados secundários locais, que se tornam mais dependentes da infusão de capital estrangeiro. Como visto anteriormente, a organização e profundidade dos mercados secundários de ativos é um condicionante central para o investidor, porque determina o grau de liquidez dos ativos e representa a possibilidade de desinvestimento sem perda de capital significativa.

Pelo lado das empresas emissoras, títulos emitidos em condições de liquidez e estabilidade de mercado tendem a pagar prêmios de risco menores, permitindo a prática de custos menores de captação e estimulando novas emissões para propósitos de *funding*, financiamento de investimentos e aquisições estratégicas, dentre outros. A excessiva volatilidade dos mercados secundários prejudica, portanto, a colocação de novos ativos de risco no mercado por ambos os lados, da oferta – ao tornar mais aguda a apreensão dos riscos de perda patrimonial para os investidores – e da demanda – por representar uma elevação em potencial dos custos de captação.

No caso específico do mercado acionário nacional, cujo estoque de riqueza estava precificado em US\$ 720 bilhões em fevereiro de 2015, toda essa vulnerabilidade frente aos episódios de fuga dos investidores estrangeiros para mercados mais líquidos tem explicação na composição societária de grande parte das companhias abertas na

Bovespa. Diferentemente, por exemplo, do caso norte-americano, a bolsa brasileira apresenta participação bastante expressiva de capital estrangeiro: na Tabela 6, pode-se observar a preponderância dos investidores estrangeiros na propriedade das ações em bolsa, chegando a controlar 52,4% do valor de mercado total. É interessante o contraste em relação aos EUA, onde essa cifra atinge 15,7% - sendo muito mais imponente a presença dos investidores institucionais domésticos, com 45,8% do mercado. Essa elevada participação dos investidores estrangeiros no caso da bolsa de valores brasileira, conjugada à instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capital, concorre para tornar esse mercado ainda mais sensível às mudanças das expectativas e às alterações na direção desses fluxos. Além disso, mas não menos importante, trata-se de um mercado altamente concentrado em poucas empresas (Oliveira, 2010a; 2012).

*Tabela 6 - Participação dos investidores no volume do mercado acionário no Brasil e nos EUA (2014\*1)*

<b>Tipo de investidor</b>	<b>Brasil</b>	<b>EUA</b>
<b>Pessoas físicas</b>	14,3%	37,1%
<b>Investidores Institucionais*2</b>	26,7%	45,8%
<b>Investidores Estrangeiros</b>	52,4%	15,7%
<b>Empresas públicas/privadas</b>	1,1%	0,0%
<b>Instituições Depositárias</b>	5,5%	0,8%
<b>Outros*3</b>	0,0%	0,6%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%

\*1 Valores de setembro/14 para os EUA (NYSE/ NASDAQ) e novembro/14 para o Brasil (Bovespa).

\*2 Inclui fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos/ de investimento.

\*3 Governos federal, estadual e municipal.

**Fonte: Estatísticas mensais BM&F Bovespa e Federal Reserve. Elaboração própria.**

A participação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro, de pouco mais de um quarto do valor total (26,7%), é consideravelmente menor do que em outras economias – destacadamente as desenvolvidas. Essa discrepância é fruto não apenas da escala diminuta destes em relação às instituições norte-americanas (como no caso dos fundos de pensão), por exemplo, mas também da *composição* da poupança em poder dos investidores institucionais brasileiros, que tendem a privilegiar os ativos de renda fixa, conforme já observado.

No que concerne à composição das carteiras dos fundos de pensão, algumas tendências podem ser observadas. A primeira é a manutenção de um elevado percentual alocado em títulos públicos. É bem verdade que a gradual redução no patamar da taxa Selic ao longo dos últimos dez anos tem gerado nos gestores dos fundos de pensão a percepção de que precisam diversificar seus portfólios, mas, como visto acima, isso ainda não se traduziu em uma redução relevante no peso desses títulos nas carteiras. O interregno em que a taxa Selic manteve-se em 7,25% ao ano, entre outubro de 2012 e março de 2013, despertou a esperança de um amplo movimento de realocação das carteiras que, na prática, acabou sendo tímido. Como principais razões, pode-se apontar: a pequena duração desse período; a coincidência com um período de baixo dinamismo da economia brasileira (e, portanto, baixo potencial de rentabilidade em algumas outras modalidades de investimento); e expectativa prévia dos gestores com relação a essa redução no patamar dos juros, que os levaram à aquisição preponderante de títulos prefixados (quase que exclusivamente NTNs), e de que esse patamar não seria sustentável ao longo do tempo, em um horizonte de médio prazo.

Uma segunda tendência, apontada claramente pelas três maiores EFPC brasileiras, é a de elevação dos investimentos no exterior. A participação dessa modalidade de investimentos é ainda extremamente baixa (cerca de 0,1% da carteira consolidada), mas diversos fundos de pensão têm anunciado a intenção de aumentar expressivamente essa parcela, como forma de diversificar seus portfólios. Essas entidades alegam, inclusive, que o descasamento cambial pode ser benéfico, já que em cenários de crise da economia nacional esses ativos detidos no exterior poderiam se valorizar pela mera elevação da taxa de câmbio, constituindo-se como eficientes *hedges*. Trata-se, portanto, de uma potencial – e preocupante – janela de evasão de recursos, que deve ser acompanhada com atenção nos próximos anos.

Em contrapartida, uma tendência favorável ao uso dos recursos dos fundos de pensão como fonte de financiamento de longo prazo, é a de continuidade da elevação da participação dos investimentos estruturados nas carteiras. Diversas entidades vêm anunciando esse objetivo que, como visto acima, pode ser extremamente benéfico a investimentos estratégicos para o país, principalmente no setor de infraestrutura. Por mais que sejam ainda marginais em relação ao total das carteiras, os recursos alocados em fundos de investimento em participação (FIPs) – sobretudo por parte de Previ, Petros e FUNCEF – têm sido essenciais para obras ligadas, por exemplo, à energia elétrica, ao pré-sal e às concessões rodoviárias, aeroportuárias e metroviárias.

#### 4. Conclusão

Este artigo buscou explorar uma questão central para o crescimento econômico sustentado da economia brasileira, a saber, o papel dos fundos de pensão no financiamento corporativo, em vista da necessidade crescente de se viabilizar um sistema financeiro privado de longo prazo no Brasil. Verificou-se que os fundos de pensão podem desempenhar um papel muito importante nesse sentido, particularmente as EFPCs. Os fundos de pensão constituem uma das maiores fontes institucionais de recursos para os mercados de capitais, contabilizando um patrimônio consolidado representativo. Não obstante, a atuação mais incisiva dessas entidades no financiamento voluntário de longo prazo passa primordialmente por duas questões fundamentais, a saber: i) a *escala* de recursos em posse dos fundos de previdência privada e outros investidores institucionais nacionais, associada às contribuições monetárias realizadas por participantes e patrocinadores dos planos; e ii) a *composição* dessa poupança financeira, que pode ser alocada para adquirir instrumentos de captação emitidos tanto pelo setor público como pelo privado, de um lado, e entre classes alternativas de ativos, com diferentes graus de liquidez, de outro.

A questão da escala ou *volume* de poupança tangencia a estrutura demográfica e a renda per *capita* do país, dado que ambas as variáveis influenciam o patamar e a taxa de crescimento das contribuições monetárias realizadas por participantes e patrocinadores dos fundos. Pesam também os arranjos previdenciários vigentes no governo e autarquias públicas, cujas extensas folhas de pagamento e, não raro, generosos planos de patrocínio representam enorme potencial de capitalização dos fundos de pensão – basta atentar para a origem da maioria das grandes EFPCs no Brasil, vinculadas ao governo ou empresas originalmente públicas.

Já no que diz respeito ao aspecto da *composição* da poupança financeira, enfatizado neste trabalho, destacou-se que as decisões de alocação dos recursos mobilizados por essas entidades são tomadas em um ambiente de *hierarquia de liquidez* entre os ativos, assinalada pela existência de combinações de risco e retorno bastante diversas. No caso brasileiro, argumentou-se que a composição da poupança financeira

em posse das EFPCs e demais investidores institucionais apresenta um viés no sentido de uma concentração das aplicações no mercado de renda fixa, especialmente nos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.

Essa concentração é fruto de uma combinação singular proporcionada por esses ativos, qual seja, baixo risco e rendimento e liquidez de mercado elevados. Conjugação esta, vale salientar, viabilizada pelo patamar elevado da taxa Selic e pela institucionalidade da indexação financeira, que propicia uma ampla estrutura de indexadores da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF). Esse viés embutido nas decisões de carteira das EFPCs produz o efeito de reduzir o volume de recursos mobilizado para o mercado de capitais, o que restringe a liquidez dos mercados secundários e, assim, torna os preços dos ativos mais sensíveis aos fluxos internacionais de capital. Disso resulta, a propósito, o recuo dos fundos de pensão de menor porte em relação a papéis de risco, mais expostos aos choques deflacionários associados à recomposição das carteiras dos investidores estrangeiros. Esse aspecto concorre no sentido de prejudicar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e, assim, o financiamento voluntário de longo prazo no país.

Nesse sentido, na perspectiva da composição da *poupança* previdenciária-institucional, é essencial a redução do patamar e da volatilidade da Selic, além da progressiva desindexação dos contratos de dívida, principalmente no que tange a taxa *DI-over*. Na esfera da *escala* das EFPCs, faz-se importante atentar-se para a tendência de crescimento dos fundos instituidores, vinculados a associações de classe e sindicatos, e com potencial de inserir camadas populacionais de média e baixa renda no circuito da previdência privada fechada. Vale mencionar, ainda, os prospectos de crescimento da cobertura e do patrimônio do *Funpresp*, vinculado aos servidores públicos do Governo Federal aos moldes do titânico *Thrift Savings Plan* norte-americano<sup>2</sup>.

O equacionamento desses entraves é essencial para o avanço do mercado de capitais no Brasil, capaz de contribuir de forma mais relevante para o financiamento de longo prazo. A viabilização de um fluxo contínuo e regular de poupança doméstica para os mercados de capitais por meio dos investidores institucionais locais, incluindo os fundos de pensão, pode lograr a constituição de um sistema híbrido mais funcional ao desenvolvimento econômico, a partir da combinação entre o *capital market-based system* e o *bank-based system*, viabilizando a expansão dos mecanismos de *funding* privado na economia brasileira.

Dessa forma, é imperativo que a composição da poupança financeira doméstica evolua progressivamente no sentido de uma menor preferência pela liquidez e maior exposição aos mercados de ações e ativos alternativos vinculados à atividade produtiva. A estruturação de um modelo de financiamento que busque fazer uso ativo do mercado de capitais passa, necessariamente, não somente pelo aumento contínuo da escala da poupança em posse dos investidores institucionais locais, mas também por uma maior inclinação destes à assunção de riscos – alocando volumes crescentes de recursos com os mercados de ativos domésticos. A concentração dos portfólios em ativos de baixo risco de *default* e maior grau de liquidez pode comprometer a demanda por papéis que incorporem maior risco e sejam necessários à viabilização do *funding* corporativo.

---

<sup>2</sup> O *Thrift Savings Plan* cobre servidores federais civis e militares nos EUA, constituindo um plano de contribuição definida composto por aproximadamente 4,6 milhões de participantes e contabilizando mais de US\$ 400 bilhões em ativos sob gestão.



## Bibliografia

- ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital**. 2º Censo Brasileiro. Brasília, DF: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009.
- ABRAPP. **Consolidado estatístico de dezembro de 2013**. São Paulo: ABRAPP/SINDAPP, 2013.
- \_\_\_\_\_. **Consolidado estatístico de junho de 2014**. São Paulo: ABRAPP/SINDAPP, 2014a.
- \_\_\_\_\_. **Consolidado estatístico de dezembro de 2014**. São Paulo: ABRAPP/SINDAPP, 2014b.
- CEMEC. **Contas financeiras – Setembro 2014**. São Paulo: CEMEC, 2014.
- CARVALHO, F.J.C. **Mr. Keynes and the post-Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary economy**. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- CHICK, V. **Macroeconomia após Keynes: um reexame da Teoria Geral**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.
- CVM. **Tendências demográficas e econômicas e o mercado de capitais**. Rio de Janeiro, RJ: Assessoria de Análise de Pesquisa (ASA) e Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), 2013.
- DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the real world**. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2003.
- DAVIS, E. P. **Pension funds: retirement-income security and capital markets (an international perspective)**. New York: Oxford University Press Inc., 1995.
- DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; e D. PLIHON. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, p. 341-372, 2014.
- FERREIRA, B.; MAFFILI, D. Análise de indexadores vinculados aos investimentos previdenciários: como a meta atuarial de regimes próprios de previdência está relacionada às variações das alternativas de investimento da resolução 3.244/04 do CMN? **Anais do 30º Encontro da ANPAD**, Salvador/BA, 2006.
- FREITAS, M. C. P. **Os fundos de pensão e o financiamento da infraestrutura**. Brasília: IPEA, 1996.
- JARDIM, M. A. Chaves. **Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula**. São Paulo: Annablume; Fapesp, 2009.
- KEYNES, J.M. **The general theory of employment, interest and money**. New York: Harcourt Brace and World, 1936.
- LOPES, G.N. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão brasileiros**. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.
- OECD. **Pension Markets in Focus**. – New York, NY: OECD, 2014. Disponível em <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2014.pdf>.
- OLIVEIRA, Giuliano C. de. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para a periferia (1990-2009). In: CINTRA,

M. A. M.; GOMES, K. da R. (orgs.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. vol.2. Brasília: IPEA, 2012. p.501-545.

\_\_\_\_\_. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda, 2010a. p.89-128.

OLIVEIRA, Giuliano Contendo de. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 24, p. 7-26, 2010b.

PAULA, L. F. R. de. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do Sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.43, n.2, p.363-396, abr.-jun.2013.

PINHEIRO, R. P. **A demografia dos fundos de pensão**. Brasília: Ministério da previdência social. Secretaria de políticas da previdência social, 2007.

RIECHE, F. C. Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil: situação atual da legislação e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n.23, 2005.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da nova finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAY, F. (org.) **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.

SOCHACZEWSKI, A. C. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968**. São Paulo, SP: Trajetória Cultural, 1993.

STOCKTON, K. A. **Pension Plan issues: Investment Framework**. Valley Forge, PA: Vanguard Marketing Corporation, 2006.

STUDART, R. **Pension funds and the financing of productive investment**. An analysis based on Brazil's recent experience. Santiago, Chile: United Nations, 2000.

TORRES FILHO, E. T. & MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial (IEDI), 2012.