

3 Fundamentos Teóricos

3.1. Breve Histórico do Sistema Previdenciário Brasileiro

Apesar da existência de mecanismos previdenciários desde o período do Império, o país só passou a contar com um marco legal com a lei Eloy Chaves de 1923, que regulamentava as chamadas caixas de aposentadorias e pensões (CAPs). A lei que tratava inicialmente das empresas ferroviárias, foi estendida posteriormente para outras classes de trabalhadores, como o objetivo de amparar os indivíduos após o seu período laboral.

O sistema das CAPs era caracterizado por um pequeno número de segurados e um grande número de instituições. No entanto, nos anos de 1930, com maior atenção do Estado às questões previdenciárias e em um contexto de fortalecimento dos sindicatos, começava-se a constituir nessa época esquemas previdenciários por categoria profissional. Neste contexto surgiram os Institutos de Aposentadoria e Pensões (IAPs), responsáveis pela cobertura previdenciária de diversas categorias.

Em 1966, com a criação do INPS, os IAPs foram unificados em uma mesma estrutura e a cobertura previdenciária foi estendida aos empregadores e autônomos em geral. Posteriormente, na primeira metade da década de 1970, a previdência social foi estendida entre outros, aos trabalhadores rurais e empregadas domésticas.

Em 1977, após a criação do Ministério de Previdência e Assistência Social (MPAS) em 1974, o INPS foi dividido dando origem a mais dois novos órgãos, o Instituto de Administração da Previdência e Assistência Social (IAPAS) que ficou responsável por administrar e recolher os recursos do ainda existente INPS e o Instituto Nacional de Assistência Médica e Previdência Social (INAMPS) cuja responsabilidade era administrar o sistema de saúde. Em 1990 o INPS foi refundido com o IAPAS, dando origem ao Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), e o INAMPS foi absorvido pelo Ministério da Saúde.

Atualmente o sistema previdenciário brasileiro está apoiado em três modalidades: o regime geral operado pelo INSS é destinado à maioria dos trabalhadores (Constituição Federal, art. 201); os regimes próprios da União, Distrito Federal, Estados e cerca da metade dos municípios brasileiros, criados para os seus servidores públicos titulares de cargos efetivos (Constituição Federal, art. 40); e o regime de previdência complementar (Constituição Federal, art. 202). (Pinheiro et al, 2005)

O regime geral passou por reformas em 1998 (Emenda constitucional 20) e em 2002 (Emendas constitucionais 40 e 41), mas a Previdência Social básica continua apresentando dificuldades, principalmente em razão da queda da taxa de natalidade e do aumento da expectativa de vida da população brasileira.

Segundo o IBGE, o censo demográfico de 2000 evidenciou que a expectativa de vida da população masculina ao nascer passou de 58,5 anos para 67,7 anos, e da população feminina, de 64,6 para 75,9 anos. De acordo com as projeções do instituto, a população em idade superior a 60 anos, que em 1980 representavam 6,07% da população brasileira, representará 24,66% em 2050. Por outro lado, a população com idade entre 15 e 24 anos passará de 21,11% para apenas 12,62%, de 1980 para 2050, respectivamente, conforme a tabela 2.

Tabela 2: Participação relativa percentual da população por grupos de idade na população total: 1980/2050

Grupos de Idade	1980	1990	2000	2007	2010	2020	2030	2050
0 a 14	38,24	35,33	29,78	27,52	26,94	24,06	21,26	17,83
15 a 24	21,11	19,53	19,74	18,30	17,09	15,82	14,92	12,62
0 a 24	59,35	54,86	49,52	45,82	44,03	39,88	36,18	30,45
15 a 64	57,75	60,31	64,78	66,15	66,36	67,21	66,60	63,34
55 ou mais	8,71	9,58	11,29	12,91	13,85	18,19	22,39	30,44
60 ou mais	6,07	6,75	8,12	9,18	9,80	12,93	17,02	24,66
65 ou mais	4,01	4,36	5,44	6,34	6,70	8,73	12,14	18,82
70 ou mais	2,31	2,65	3,45	4,06	4,38	5,58	7,86	13,22
75 ou mais	1,20	1,45	1,90	2,38	2,55	3,34	4,65	8,72
80 ou mais	0,50	0,63	0,93	1,21	1,35	1,83	2,49	5,29

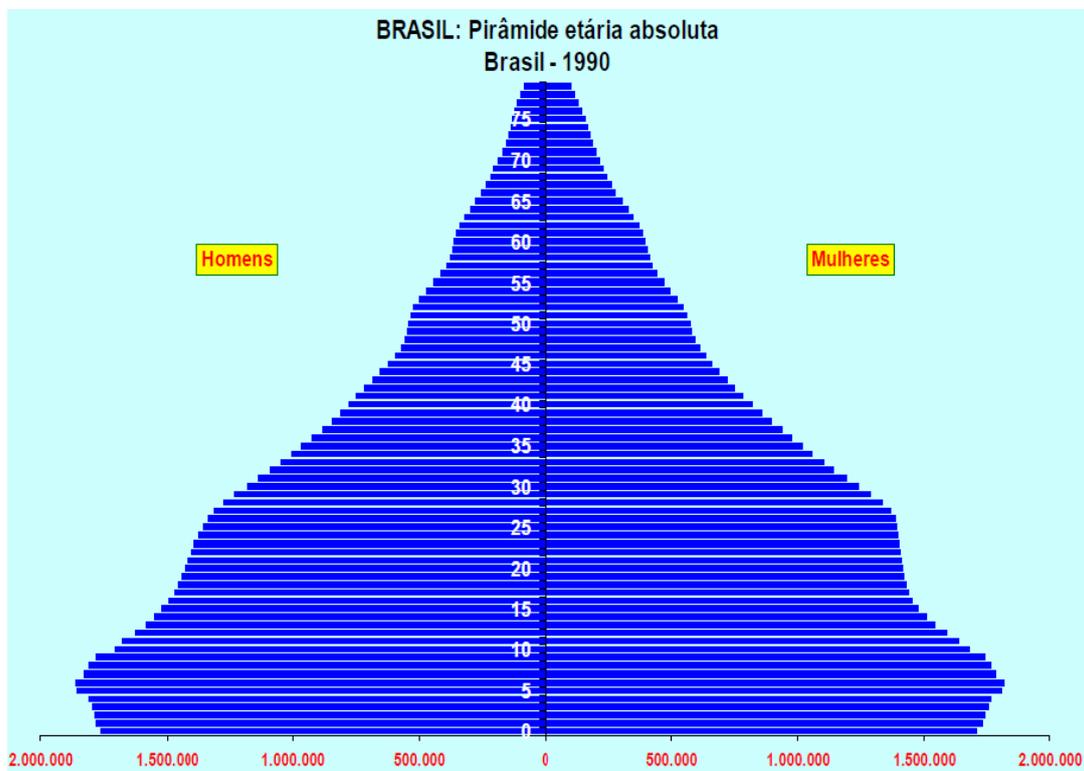
Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de População e Indicadores Sociais.

As alterações sociodemográficas e as mudanças introduzidas no sistema previdenciário brasileiro nos últimos anos têm reduzido significativamente a proporção de trabalhadores ativos em relação à quantidade de beneficiários, contribuindo significativamente para os graves déficits apresentados pela Previdência Social gerando, conseqüentemente, dificuldades em garantir o pagamento àqueles que estão aptos ao benefício da aposentadoria.

Essas mudanças somadas a outros fatores como o aumento do mercado informal de trabalho têm gerado um grande desequilíbrio entre contribuições e benefícios no sistema previdenciário público. Segundo Giambiagi e Além (2000), a queda da relação entre o número de contribuintes e de beneficiários da previdência social é um fenômeno mundial que decorre do envelhecimento gradativo das sociedades, da queda da taxa de crescimento da população e da dificuldade de mudar as regras de aposentadoria.

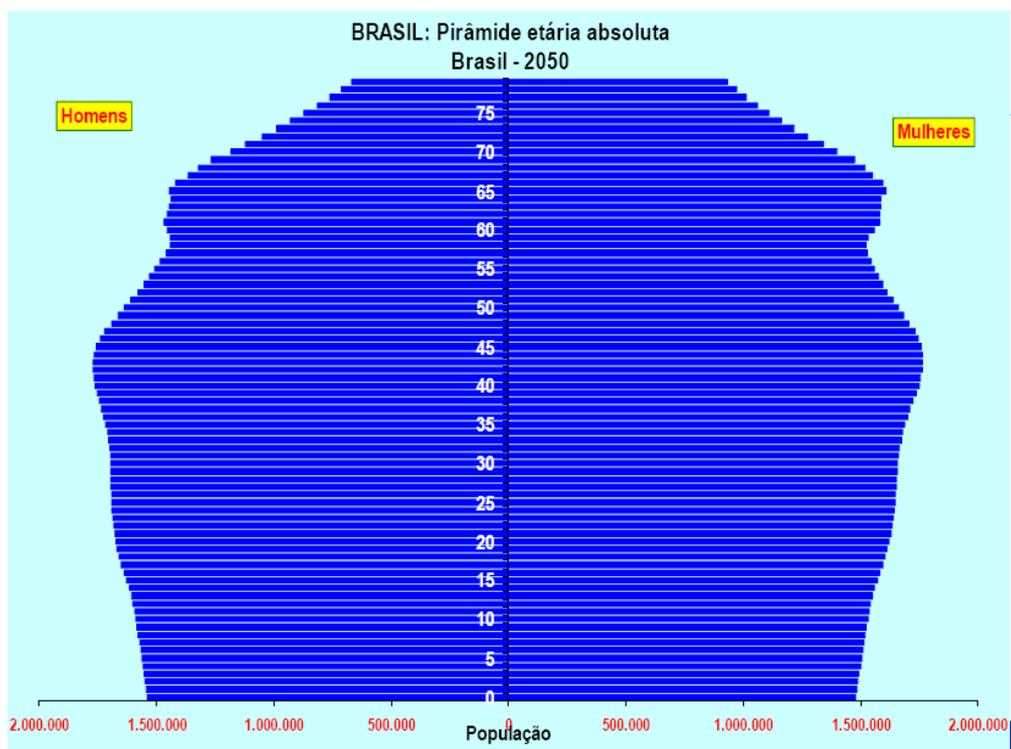
Nas projeções elaboradas pelo IBGE para o período de 1980 a 2050 fica evidente o estreitamento da base das pirâmides e o alargamento do corpo ao longo do tempo, indicando crescimento diferenciado nos diferentes grupos etários.

Figura 5: Pirâmide Etária da população brasileira em 1980



Fonte: IBGE

Figura 6: Projeção da Pirâmide Etária da população brasileira para 2050.



Fonte: IBGE

Além desses fatores, o benefício oferecido pelo INSS possui teto máximo e, portanto, atende apenas à parcela da população com um determinado nível de rendimento. Aqueles que possuem nível de rendimento acima desse patamar não podem depender apenas da previdência pública para atingir um nível de benefício que mantenha o seu nível de renda em patamares que não alterem o seu padrão de vida.

Neste contexto, os indivíduos preocupados com a situação atual da previdência pública e aqueles que precisam elevar seu nível de benefício no período de aposentadoria podem contar com os dispositivos de Previdência Complementar.

O sistema de previdência complementar pode ser dividido em Previdência Complementar Aberta, operado pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e algumas sociedades seguradoras e Previdência Complementar fechada, operado por Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), regidos pelas leis complementares nº 108 e nº 109 de maio de 2001, respectivamente.

3.2. Sistema de Previdência Privada no Brasil

Apesar da existência de planos de aposentadoria complementar no Brasil ser observada desde o início do século, o primeiro grande impulso para seu desenvolvimento se deu na década de 1970. Neste período a economia brasileira expandia-se fortemente e o Estado exercia amplamente o seu papel de empresário e de precursor no processo de modernização da economia brasileira, utilizando os fundos de pensão como forma de atração e retenção de pessoas. Neste período foram criados os fundos de pensão ligados às empresas estatais como a PETROS (Fundação Petrobrás de Seguridade Social), ELETROS (Fundação Eletrobrás de Seguridade Social), PREVI (Fundação Banco do Brasil de Seguridade Social), TELOS (Fundação Embratel de Seguridade Social), VALIA (Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social), etc.

Foi nesse cenário que surgiu a primeira lei destinada a regulamentar o funcionamento das entidades de previdência privada, a lei nº 6.435/77, considerada o marco legislativo do sistema de previdência privada. A nova lei

formalizou iniciativas pioneiras de um pequeno grupo de empresas que criaram planos de benefícios para seus funcionários por livre iniciativa. Antes da regulamentação, essas empresas detinham apenas fundos contábeis que constavam em seus passivos sem qualquer amparo legal ou normativo.

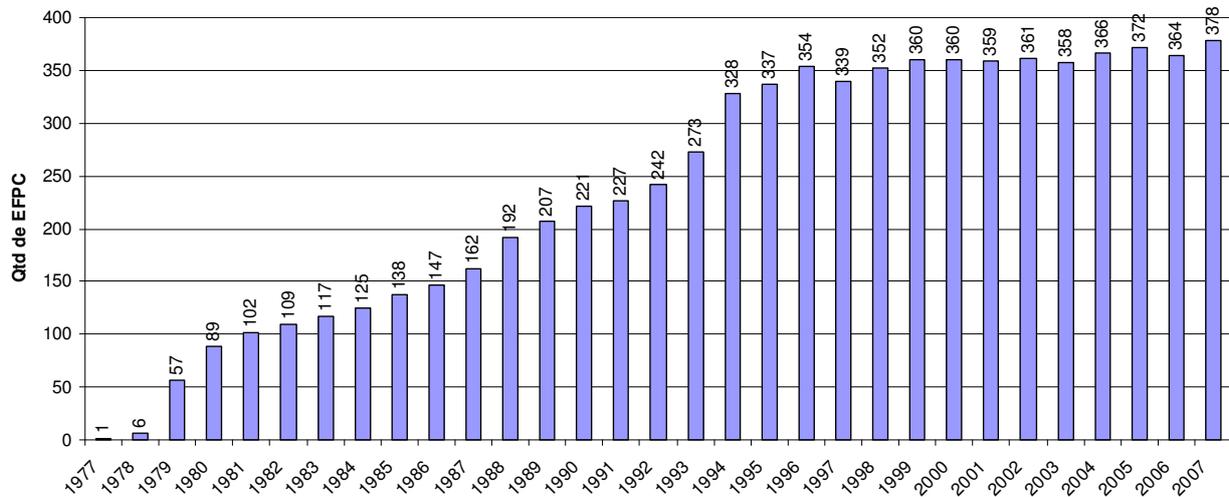
Em 1998, a Emenda Constitucional nº 20 ofereceu ao sistema maior autonomia em relação ao Regime Geral de Previdência Social, deixou claro que a contribuição paga pelo empregador não integra o contrato de trabalho e estabeleceu a paridade contributiva. Essa emenda requeria leis complementares e deu início à modernização da Previdência Complementar.

Em atendimento ao comando institucional supracitado, no ano de 2001 foram promulgadas duas Leis Complementares (LC), quais sejam, A LC 108/01 tratando das relações entre o setor público e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar por ele patrocinadas; e a LC 109/01 que regulamenta o conjunto do sistema de previdência complementar, tendo como principal característica conferir maior transparência, flexibilidade e segurança ao sistema.

O novo marco regulatório trouxe institutos novos como a portabilidade, o benefício proporcional diferido, o resgate e o auto-patrocínio, além de abrir o caminho para a instituição de fundos de pensão por sindicatos, associações e cooperativas. Além disso, introduziu o foco nos planos de benefícios e não mais nas Entidades que o administram, gerando maior independência e aferição mais precisa dos resultados.

À reboque das mudanças ocorridas na legislação observa-se um expressivo crescimento do sistema de previdência privada. A figura abaixo ilustra a evolução do número de EFPCs desde a promulgação da lei nº 6.435/77.

Figura 7: Quantidade de EFPC desde 1977



Fonte: Cadastro / SPC.

A diferença entre Entidade fechada e aberta é que a primeira é acessível exclusivamente aos empregados de uma empresa ou de um grupo de empresas; aos servidores públicos da União, Estados e Municípios, as quais serão denominadas patrocinadoras; e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominados instituidores. As entidades fechadas deverão, necessariamente, ser organizadas sob a forma de entidades sem fins lucrativos, assumindo a forma de sociedades civis ou fundações. As Entidades Abertas de Previdência Complementar são destinadas a todas as pessoas físicas que desejem auferir um benefício de aposentadoria, sem quaisquer outras exigências que não a adesão ao plano através do aporte das contribuições requeridas.

Tanto as entidades fechadas como as abertas operam em regime de capitalização, ou seja, mediante a aplicação dos recursos arrecadados sob a forma de contribuições, garante-se o pagamento dos benefícios. Sob o regime de capitalização cada indivíduo forma a poupança que será convertida em benefício de aposentadoria no futuro, não havendo, portanto, transferência de riqueza ou encargos entre as gerações como ocorre no Regime Geral da Previdência Social, que opera no regime de repartição, através do qual o benefício dos aposentados atuais é garantido pelas contribuições de quem se encontra hoje no mercado de trabalho.

De acordo com dados da ABRAPP de fevereiro de 2008, a previdência complementar no Brasil conta com 2.091.930 participantes ativos, 4.294.883 dependentes e 648.107 assistidos, totalizando 7.034.920 vidas cobertas pela previdência complementar.

Os fundos de pensão desempenham, portanto, um importante papel na economia, por injetarem no mercado financeiro montantes elevados de recursos para investimentos de longo prazo, e um importante papel social, ao complementar a seguridade básica oferecida pelo governo.

3.2.1. Tipos de Planos de Benefícios oferecidos

A lei nº 6.435/77 foi concebida abordando apenas os planos de Benefício Definido (BD) e somente a partir da década de 1980 começaram a surgir os planos de Contribuição Definida (CD). Com a Lei Complementar nº 109 de 2001, além desses dois tipos de planos, foi contemplado também o plano de Contribuição Variável (CV).

Segundo Blake (1999), os fundos de pensão têm por objetivo criar um fundo de investimentos através das contribuições atuais e fazer com que as receitas e rendimentos dos ativos possam financiar a pensão futura dos participantes do fundo.

Os planos BD oferecem benefício por contrato e garantem ao assalariado uma pensão calculada atuarialmente, de acordo com o tempo de participação no fundo de pensão e o salário (Boulier e Dupré, 2003). Esses planos se caracterizam por suas contas coletivas de caráter mutualista e contam com uma regra pré-estabelecida para a determinação do valor dos benefícios, mas que podem exigir contribuições crescentes caso as reservas acumuladas não sejam suficientes para pagar-lhes.

Como nos planos BD os benefícios são previamente determinados, as contribuições e o retorno das aplicações financeiras são variáveis. Isso significa que caso haja desequilíbrio financeiro-atuarial do plano será necessário alterar o nível de contribuição para retorná-lo à situação de equilíbrio. Segundo Romaniuk (2005), a empresa atua como garantidor de última instância do pagamento do benefício contratualmente definido, se responsabilizando por uma eventual falta

de fundos para honrar as obrigações financeiras do plano.

Ainda segundo Boulier e Dupré (2003), os planos CD são aqueles que recebem pagamentos de contribuições voluntárias parcialmente dedutíveis do imposto de renda a pagar e que são depositadas em contas individualizadas. Nessa modalidade de plano a contribuição do empregador é facultativa e tem um limite máximo.

Sob o plano CD cada participante tem uma conta na qual ele e a patrocinadora do plano fazem contribuições regulares, mas nesse caso as contribuições vertidas ao plano são previamente fixadas e o benefício é determinado apenas no momento de sua concessão, com base no saldo de conta acumulado. Nesses planos não é definido o valor do benefício a ser pago no período de aposentadoria pois este depende exclusivamente do período de capitalização dos recursos acumulados, ou seja, das contribuições feitas ao longo do tempo mais a rentabilidade auferida com a gestão dos investimentos.

Os planos CV, também conhecidos como planos mistos ou híbridos, representam uma variação dos planos de Contribuição Definida, onde às características deste último são incorporadas as características de um plano de Benefício Definido. Os planos de Contribuição Variável mais comuns são aqueles que funcionam como um plano CD no período de capitalização e oferecem o benefício da renda vitalícia na fase de gozo de benefício, no entanto, diferentemente do que ocorre em plano BD, nesse caso o benefício de renda vitalícia é calculado a partir do saldo de conta individual acumulado.

Tem se demonstrado uma tendência no Brasil e no resto no mundo a redução da utilização de planos de Benefício Definido e o crescimento dos planos desenhados nos moldes de Contribuição Definida e Contribuição Variável, principalmente porque as patrocinadoras não mais desejam assumir o risco de déficit do plano, uma vez que não controlam todas as variáveis presentes na construção da reserva matemática necessária para o pagamento dos benefícios, como o comportamento da economia, medidas governamentais e o desempenho do mercado financeiro.

O modelo inicial de Benefício Definido foi uma escolha baseada na experiência norte-americana, entretanto, ao contrário do que acontece nos EUA, no Brasil as patrocinadoras não estão autorizadas a incorporar em seu benefício

eventuais superávits produzidos pelo desempenho de seus planos de aposentadoria. A opção por planos CD e CV respalda-se justamente pela eliminação do risco da patrocinadora, pois nesses tipos de planos ela não se compromete em pagar um determinado nível de benefício, que nesse caso dependerá exclusivamente das contribuições vertidas ao plano e do retorno obtido com a aplicação das reservas, ou seja, o benefício do participante será determinado a partir de seu saldo de conta acumulado. Ressalta-se porém, que nos planos constituídos na modalidade CV, quando da existência do benefício de renda vitalícia, o risco de sobrevida não é eliminado.

3.2.2. Estratégias de Investimentos dos Fundos de Pensão

Obviamente, as diferentes características de cada plano exigem diferentes estratégias de investimentos. Em um plano de Benefício Definido geralmente a estratégia de gestão busca reduzir o risco de déficit e aumentar a probabilidade de superávit. Segundo Campbell e Viceira (2005), o superávit em um determinado período pode ser definido de forma simplificada pela diferença entre a soma dos ativos e das obrigações financeiras nesse mesmo período. Para o alcance desse objetivo normalmente são utilizados estudos de Asset Liability Management (ALM).

Canner, ManKiw e Weil (1994) definem o ALM como uma estratégia que atende conjuntamente às metas de risco e retorno que visam atender as obrigações futuras de um fundo de pensão. Os estudos de ALM buscam projetar o passivo e o ativo de um plano ao longo do tempo, sugerindo uma alocação estratégica que evite o descasamento ou mesmo problemas de liquidez quando do pagamento de benefícios. Esses estudos podem ser determinísticos ou estocásticos, no primeiro um número de cenários conhecidos é considerado nas projeções e no segundo as projeções são efetuadas com uma quantidade ilimitada de cenários. Conforme Rieche (2005), um modelo de ALM deve conter as seguintes etapas:

1. Seleção de um cenário hipotético que descreva como diversas variáveis (referente ao ativo, passivo e à macroeconomia) podem evoluir ao longo do tempo.
2. Projeção da evolução do valor dos ativos e passivos

3. Teste de um grande número de cenários

Todavia essa não é a única possibilidade de estratégia de investimentos possível para um plano de Benefício Definido, mas a definição dessa estratégia exige um conhecimento detalhado das características de cada plano. Para um plano de Benefício Definido saldado, por exemplo, onde o fluxo de pagamento de benefícios é conhecido e, portanto, dispensa projeções, um estudo de imunização dos ativos seria suficiente para garantir que os passivos fossem cobertos com alta probabilidade. O estudo de imunização caracteriza-se pela definição de uma carteira de ativos que garanta o pagamento dos benefícios, já conhecidos, protegendo-os inclusive de possíveis variações nas taxas de juros e problemas de liquidez.

Conforme Bodie (1988), um plano de Benefício Definido possui estratégia de investimentos bastante diferente de um plano de Contribuição Definida. No plano CD não existe garantia do nível do benefício pago na aposentadoria e todo o montante acumulado será transformado em renda. Isso poderia levar, inicialmente, a busca pelo maior retorno possível, entretanto, é preciso levar em conta as aspirações da população envolvida, pois o nível de risco assumido na gestão dos investimentos não será percebido de modo homogêneo pelos participantes do fundo (Boulier e Dupré, 2003). Dessa forma, a gestão dos ativos do fundo de pensão deverá buscar a relação risco e retorno mais adequada às características de seus participantes.

Eventualmente a massa de participantes poderá apresentar características tão distintas que apenas uma carteira não será suficiente para atender às aspirações da população. Nesse caso, será necessário criar grupos de participantes que possuam características e níveis de aversão a risco semelhantes, esses grupos são chamados de perfis de investimentos. Para cada perfil, será criada uma carteira que melhor atenda sua relação retorno e risco.

Como os planos de Contribuição Variável combinam características dos planos CD e BD, normalmente a estratégia de gestão dos investimentos desses planos também é realizada de forma mista. Isso significa dizer que, para o período em que o plano comporta-se como um plano de Contribuição Definida, ou seja, o período de capitalização, deverá ser utilizado um estudo de otimização da relação risco e retorno do fundo. No período de gozo de benefícios, quando da existência do benefício de renda vitalícia, o fluxo de pagamento de benefícios é conhecido e,

portanto, dispensa a utilização de um estudo de ALM, sendo um estudo de imunização suficiente para garantir o pagamento de benefícios e reduzir o risco de déficit do fundo de pensão.

Charupat e Milevski (2002) e Cairns (2004) identificam a divisão entre o período de acumulação de reservas (Accumulation Phase) e o período de pagamento de benefícios (Decumulation Phase) como o ponto mais importante da estratégia de investimentos de um fundo de pensão.

Obviamente, essas estratégias são abordadas de forma genérica, pois a definição da estratégia de investimentos de um fundo de pensão depende do conhecimento das características do plano e de seus participantes, da composição do passivo e da carteira de ativos atual do fundo. Entretanto, é de senso comum que os fundos de pensão possuem uma vantagem competitiva em relação aos fundos de investimentos comuns por serem investidores com vocação de longo prazo.

Para Butler e Domain (1993) e Tonks (2001), os fundos de pensão podem assumir o risco de carregamento de ativos por prazos bastante longos, diluindo o risco ao longo do tempo, garantindo assim um retorno mais alto para um mesmo nível de risco, então teoricamente os fundos de pensão podem alcançar uma carteira mais próxima da fronteira eficiente.

3.3. O Mercado de Fundos de Pensão no Brasil

De acordo com dados da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), em junho de 2007 o sistema de previdência complementar contava com 371 fundos de pensão em atividade no Brasil mantidos por 2.271 patrocinadores, administrando um total de ativos da ordem de R\$ 414 milhões, conforme as tabelas abaixo.

Tabela 3: Quantidade de EFPC por tipo de patrocínio predominante e quantidade de patrocinadores

Tipo de patrocínio	Quantidade	
	EFPC	Patrocinador
Público	79	300
Privado	292	1971
Total	371	2271

Fonte: Cadastro - SPC/MPS

Tabela 4: Ativo total das entidades segundo tipo de patrocínio predominante

Tipo de patrocínio	Ativo	%
Público	265.635.815.489,38	64,13%
Privado	148.566.021.252,05	35,87%
Total	414.201.836.741,43	100,00%

Fonte: Balancete - SPC/MPS

Ainda que 79% das EFPCs sejam pertencentes ao setor privado, o patrimônio dos fundos de pensão está fortemente concentrado nas entidades patrocinadas por empresas do setor público, que respondem por aproximadamente 64% do total de ativos do setor.

Vale ressaltar que os ativos dos fundos de pensão estão fortemente concentrados nas maiores entidades do setor. Segundo dados da Secretaria de Previdência Complementar (SPC) as 10 maiores EFPCs representam 60,5% dos ativos totais. Essa concentração é ainda maior nas entidades de patrocínio público, conforme a tabela abaixo, neste segmento 83,4% dos ativos pertencem aos 10 maiores fundos de pensão.

Tabela 5: Relação das 10 maiores EFPC segundo o ativo total

Posição	Patrocínio Público		Patrocínio Privado	
	EFPC	Ativo (R\$)	EFPC	Ativo (R\$)
1	Previ/BB	116.733.390.281,72	Fundação Cesp	17.355.765.902,88
2	Petros	36.399.158.747,84	Sistel	9.149.538.782,96
3	Funcef	28.162.580.977,36	Valia	9.110.700.242,17
4	Centrus	9.108.827.627,24	Itaubanco	8.750.637.537,96
5	Forluz	7.277.629.830,22	Banesprev	8.358.207.282,64
6	Real Grandeza	6.633.981.197,97	Cxusiminas	4.376.954.562,45
7	Fapes	5.339.247.032,38	Visão Prev	3.516.145.427,37
8	Fundação Copel	4.754.406.585,10	HSBC	2.488.143.558,40
9	Postalís	3.576.173.890,04	Telos	3.346.833.407,33
10	Eletoceee	3.501.848.371,84	IBM	2.999.077.346,52
Total	10 maiores	221.487.244.541,71	10 maiores	69.452.004.050,68
Total	Setor Público	265.635.815.489,38	Setor Privado	148.566.021.252,05

Fonte: Balancete SPC/MPS

Somente a Fundação Banco do Brasil de Seguridade Social (Previ/BB) responde por 43,9% dos ativos pertencentes às EFPC do setor público, com efeito, a Previ/BB é herdeira do patrimônio de instituições criadas há mais de um século. Sem os ativos da Previ/BB o setor público conta com R\$ 148,9 milhões, patrimônio bem próximo dos R\$ 148,6 milhões das entidades do setor privado. As entidades patrocinadas por empresas privadas também apresentam forte concentração de recursos, porém em menor proporção, onde as 10 maiores entidades desse segmento representam 46,7% do total.

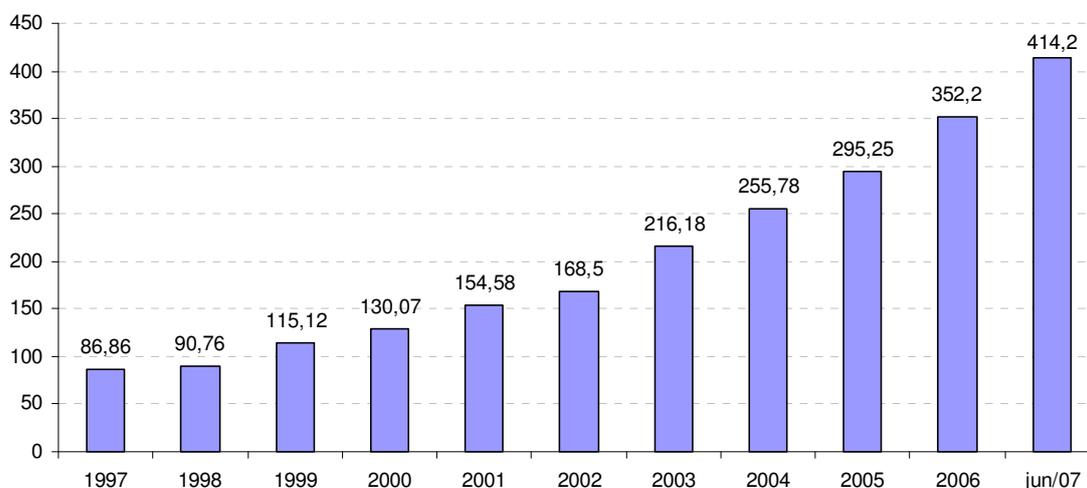
Os ativos dos planos de previdência cresceram significativamente após sua regulamentação através da Lei nº 6435 de 1977, revogada somente em 2001 pela Lei complementar nº 109 de 2001. O setor ainda possui grande potencial de crescimento devido, principalmente, à possibilidade da criação de fundos de pensão patrocinados por associados ou membros instituidores, conforme o Decreto 4.206 de 2002.

O grande incremento observado no volume dos ativos da EFPC advém de

três fatores básicos. O primeiro está relacionado à rentabilidade do montante previamente existente; o segundo ao ingresso de contribuição dos afiliados; e o terceiro, à adesão de novos afiliados que também passarão a contribuir (PEREIRA et al, 1997).

A figura 8 mostra o crescimento dos ativos dos fundos de pensão nos últimos 10 anos. Neste período o patrimônio das entidades deram um salto de 377%.

Figura 8: Evolução dos ativos dos fundos de pensão no Brasil (1997 – jun/2007)

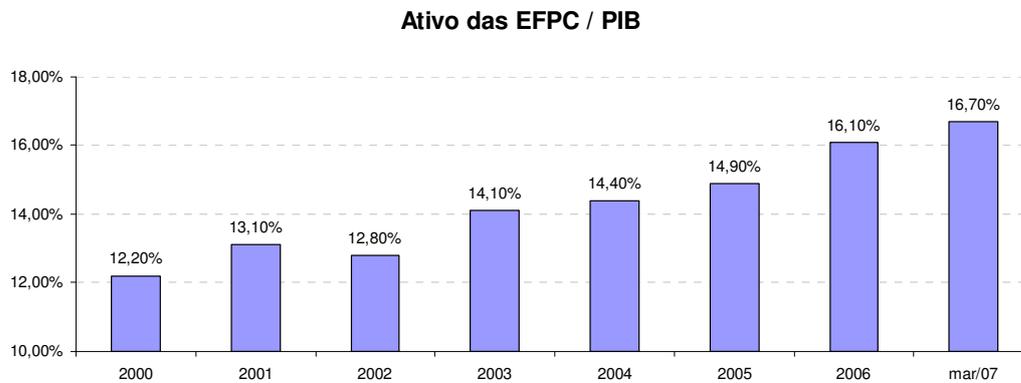


Fonte: Consolidado Estatístico ABRAPP

Além do importante papel social que os Fundos de Pensão representam, na medida em que gerem recursos de terceiros com o objetivo de rentabilizá-los para complementar o benefício oferecido pelo regime geral operado Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS), os números colocam as EFPC na posição de mais importante investidor institucional do país, desempenhando um importante papel na acumulação de poupança interna de longo prazo, dado que a relação entre o participante de um plano de benefícios e um Fundo de Pensão dura normalmente mais de 50 anos, considerando o período de formação de poupança e recebimento do benefício.

Segundo dados da Associação brasileira das entidades fechadas de previdência complementar (ABRAPP) a relação entre o patrimônio líquido dos fundos de pensão e o Produto interno bruto (PIB) cresceu de 3,3% de 1990 para 16,7% em março de 2007, conforme ilustrado na figura 9.

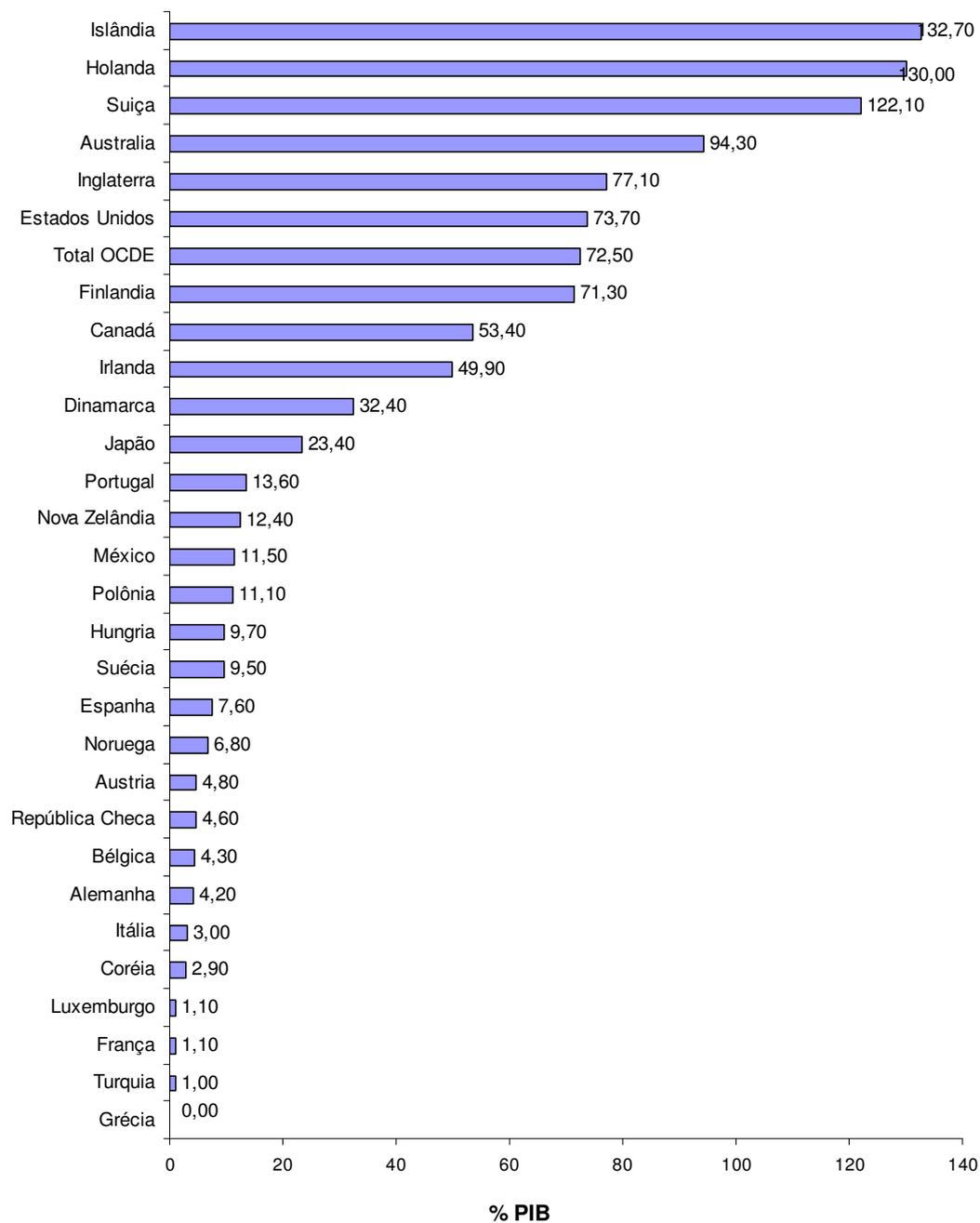
Figura 9: Ativos das EFPC em relação ao PIB



Fonte: IBGE / ABRAPP

Essa relação mostra a importância do sistema de previdência complementar como formador de poupança de longo prazo, mas ainda pode ser considerada relativamente pequena quando comparada a outros países. A participação média dos ativos dos fundos de pensão dos países da OCDE, ponderada pelos seus respectivos PIBs é de 72,5%. A figura abaixo mostra a relação entre o patrimônio dos fundos de pensão dos países da OCDE e seus respectivos PIBs.

Figura 10: Importância dos fundos de pensão em relação ao PIB nos países da OCDE, 2006



Fonte: OCDE, Global Pension Statistics

3.4. Fundos *Long and Short*

A configuração atual do cenário econômico nacional, marcado principalmente pela redução das taxas de juros, tem proporcionado um grande

crescimento da indústria de fundos multimercado. Dentro desse grupo, de acordo com a classificação ANBID, encontram-se os chamados fundos *long and short*.

Segundo a definição da revista Bloomberg (2006), os fundos *long and short* são aqueles que podem tomar posições compradas e vendidas em ações, sendo necessário alto nível de especialização da gestão a fim de identificar anomalias capazes de permitir ganhos não correlacionados com o mercado.

Ao contrário de uma estratégia *buy and hold*, onde o investidor adquire uma carteira e a mantém durante um determinado período, uma estratégia *long and short* amplia consideravelmente as possibilidades de investimentos, pois permite ao investidor auferir ganhos mesmo no momento em que o mercado esteja em uma tendência negativa. Isso é possível, pois neste tipo de estratégia, o gestor pode assumir posições vendidas.

De fato, no caso dos fundos *long and short*, o retorno gerado independe do movimento do mercado, estando este diretamente relacionado a capacidade do gestor de gerar *alpha*, ou seja, de obter resultado oriundo da habilidade de realizar as apostas corretas a despeito da direção do mercado. A estratégia *long and short* transfere, portanto, o principal risco da carteira, do mercado para a capacidade do gestor de identificar as melhores oportunidades de investimentos. Estes fundos podem adotar uma estratégia versátil dado o tamanho, a liquidez e a transparência na formação de preços do mercado de ações.

Uma estratégia *long and short* tipicamente busca obter exposição neutra ao mercado. Segundo Pova (2006), o desempenho de um fundo que utilize esta estratégia não depende do humor do mercado, uma vez que normalmente o gestor fica sem exposição direcional, apostando na *performance* relativa das ações compradas e vendidas. Segundo o autor, as estratégias mais exploradas, na ordem de risco e retorno potencial, são realizadas: a) com a mesma ação, apostando no desempenho das ações ordinárias ou preferenciais; b) com ações do mesmo grupo, confiando no desempenho da *holding* ou da operadora; c) intra-setorial, comprando e vendendo ações de um mesmo setor e d) inter-setorial, apostando no desempenho de diferentes setores. Essas estratégias geralmente envolvem a compra de ações sub-avaliadas e a venda daquelas sobre-avaliadas.

Os primeiros fundos *long and short* classificados pela ANBID surgiram em 2006. A existência de um mercado de capitais pouco desenvolvido e pouco líquido tem grande contribuição no surgimento tardio desses fundos no Brasil.

Além disso, o histórico de taxas de juros elevadas tornava pouco atrativo assumir maiores riscos, já que era possível obter boa rentabilidade com baixo nível de risco através da aquisição de títulos públicos federais.

Entretanto, nos EUA a história dos fundos *long and short* está ligada a própria origem dos *hedge funds*. De acordo com Petersen (2007), a denominação *hedge fund* foi utilizada pela primeira vez em 1966 em um artigo publicado na revista Fortune. O artigo referia-se ao fundo de investimentos criado por Alfred Winslow Jones que tinha como objetivo comprar ações sub-avaliadas e, ao mesmo tempo, vender a descoberto ações negociadas acima de seu preço justo, neutralizando assim a exposição ao mercado. Dessa forma, a estratégia desenvolvida por Jones viabilizava o alcance de retornos positivos mesmo em momentos em que os mercados operavam em baixa. Estava criado, portanto, o primeiro fundo *long and short*, onde os resultados eram gerados exclusivamente pela competência do gestor na avaliação das empresas e não pela direção do mercado de ações.

Um *hedge fund* é um fundo que busca a melhor relação risco e retorno através da utilização de diversos instrumentos e estratégias de investimentos disponíveis no mercado financeiro. Portanto, esses fundos não se limitam aos mercados de ações e títulos de renda fixa, e muito menos a posições *long only*, onde o investidor pode tomar apenas posições compradas. A composição desses fundos pode conter desde câmbio e *commodities* a complexas operações com derivativos, utilizando-se de futuros, opções, arbitragem ou até mesmo outros *hedge funds*.

Diversos estudos mostram a importância da utilização de *hedge funds* na construção de *portfolios* eficientes, uma vez que esses fundos ampliam consideravelmente o leque de oportunidades de investimentos, além de constituírem opções pouco correlacionadas com o mercado. Segundo Varga (2000), estudos realizados nos EUA no final da década de 90 indicaram que os *hedge funds* apresentam melhor retorno ajustado ao risco que os fundos mútuos. No entanto, para Branco e Franco (2004), no Brasil, a fronteira entre os *hedge funds* e os fundos mútuos não está claramente delimitada e a melhor *performance* dos primeiros não é evidente, mas a maior exposição a risco na busca por melhores retornos e a utilização de estratégias diversas são pontos em comum entre os *hedge funds* brasileiros e americanos.

Como não existe uma clara definição de *hedge funds* na legislação de investimentos, o mercado classifica esses fundos de acordo com a estratégia que seguem, entre essas estratégias, as principais são as *long and short*. Segundo Hedge Fund Research Inc. (2005) as estratégias *long and short* são as mais utilizadas entre as diversas classes de *hedge funds* nos EUA, representando aproximadamente 30% de US\$ 1 trilhão em ativos alocados nesses fundos.

No Brasil, os fundos *long and short* são classificados pela ANBID dentro da categoria multimercados, conforme indica a tabela abaixo:

Tabela 6: Classificação ANBID de Fundos de Investimento

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos	
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC	
	Aplicação Automática		
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência	
	Referenciado Outros		
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros Mercado Doméstico + Ind de Preços	
	Renda Fixa Médio e Alto Risco	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços	
	Renda Fixa com Alavancagem	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem	
Multimercados	Balanceados	Diversas Classes de Ativos	
	Multimercados Sem RV		
	Multimercados Com RV		
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem		
	Multimercados Com RV Com Alavancagem		
	Capital Protegido		
	Long And Short - Renda Variável	DI/SELIC + Renda Variável + Alavancagem	
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio	
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência	
	Ações IBOVESPA Ativo		
	Ações IBOVESPA Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem	
	Ações IBrX Indexado	Índice de Referência	
	Ações IBrX Ativo		
	Ações IBrX Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem	
	Ações Setoriais Telecomunicações	Setores Envolvidos	
	Ações Setoriais Energia		
	Ações Setoriais Livre		
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - FGTS		
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - Recursos Próprios		
	Ações Setoriais Privatização Vale - FGTS		
	Ações Setoriais Privatização Vale - Recursos Próprios		
	Ações Privatização FGTS - Livre		
	Ações Small Caps		
	Ações Dividendos		
	Ações Sustentabilidade/Governança		
	Ações Livre		
	Ações Livre Com Alavancagem		Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações		
Cambial	Cambial Dólar Sem Alavancagem	Moeda de Referência	
	Cambial Euro Sem Alavancagem		

Fonte: ANBID

A mudança no cenário que levou a um movimento de queda das taxas de juros, o grande volume de ofertas públicas iniciais registradas nos últimos dois anos e o desenvolvimento do mercado de empréstimo de ações vêm colaborando amplamente para o aumento da atratividade dos fundos *long and short* no Brasil.

Com uma quantidade cada vez mais diversificada de setores, esses fundos poderão obter bom desempenho qualquer que seja o cenário. Além disso, uma vez que a correlação desses fundos com os demais ativos da carteira é muito baixa ou até mesmo negativa, este constitui-se em um excelente instrumento de diversificação (Povoa, 2006). Para Mui (2002), essas estratégias, quando bem implementadas, podem gerar altos retornos absolutos positivos com pouca ou nenhuma correlação com o mercado.

O ambiente de mercado atual, onde os retornos absolutos serão possivelmente menores que no passado, exigirá que as carteiras assumam maior nível de risco para superar seus índices de referência. Nesse contexto, estratégias *long and short* podem desempenhar um importante papel, minimizando o risco total da carteira de ativos de um fundo de pensão.