

## **4 Regulação dos Investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil**

O objetivo principal dos fundos de pensão reside no pagamento de aposentadoria aos participantes dos planos de benefícios por eles operados e para o êxito na consecução deste fim, devem aplicar os recursos obtidos através das arrecadações previdenciárias ao longo do tempo. Gerir os recursos arrecadados, portanto, constitui uma atividade meio dos fundos de pensão. Uma vez que se trata de recursos de terceiros, a gestão dos investimentos dos fundos de pensão tem sido amplamente regulamentada, com o objetivo de proteger os interesses dos participantes dos planos de benefícios (Pinheiro et al, 2005).

Desde 1978 as normas que regem a aplicação dos recursos garantidores das EFPCs vêm passando por constantes mudanças. A tabela abaixo apresenta a evolução recente das regulamentações que tratam dos investimentos dos fundos de pensão.

Tabela 7: Evolução recente da regulação dos investimentos dos fundos de pensão

<b>Diploma Legal</b>	<b>Data</b>
Resolução CMN no.2.324	30 de outubro de 1996
Resolução CMN no.2.405	25 de junho de 1997
Resolução CMN no.2.518	29 de junho de 1998
Resolução CMN no.2.716	12 de abril de 2000
Resolução CMN no.2.720	24 de abril de 2000
Resolução CMN no.2.791	30 de novembro de 2000
Resolução CMN no.2.829	30 de março de 2001
Resolução CMN no.2.850	02 de julho de 2001
Resolução CMN no.2.910	29 de novembro de 2001
Resolução CMN no.2.922	17 de janeiro de 2002
Resolução CMN no.3.121	25 de setembro de 2003
Resolução CMN no.3.142	27 de novembro de 2003
Resolução CMN no.3.305	29 de julho de 2004
Resolução CMN no.3.357	31 de março de 2006
Resolução CMN no.3.456	01 de junho de 2007

Fonte: ABRAPP in Pereira et al, 1997

A regulação dos investimentos dos fundos de pensão modificou-se sempre de forma a atender as mudanças no cenário econômico em vigor. A primeira iniciativa de regulamentação dos investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar surgiu em 1978 com a publicação da Resolução nº 460 do Conselho Monetário Nacional (CMN), onde foram fixados limites máximos e mínimos de alocação dos ativos. Essa medida surgiu em um ambiente onde o governo almejava desenvolver o mercado de capitais e, dessa forma, fazia sentido estipular limites mínimos de alocação no segmento de renda variável e, conseqüentemente nos demais segmentos.

Um dos grandes méritos dessa resolução foi a indução da diversificação dos ativos dos fundos de pensão através da determinação de limites mínimos de aplicação em determinadas classes de ativos, como ações, debêntures e fundos de

investimentos. Uma vez que não existiam parâmetros que norteassem a aplicação dos investimentos antes dela, as carteiras das entidades demonstravam um exagerado tradicionalismo nas suas aplicações.

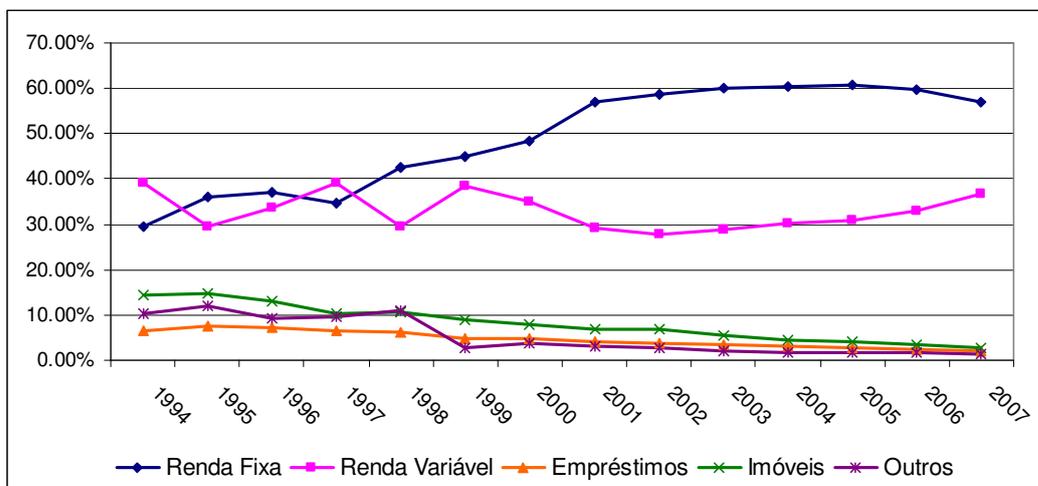
Em contrapartida à fixação de limites mínimos, a Resolução n<sup>o</sup> 460 deixava claro a preocupação com o risco de concentração, determinando limites por concentração de ativos e de um mesmo emissor.

A partir de 1994, com a Resolução n<sup>o</sup> 2.109 do CMN os limites mínimos foram extintos e a regulação passou a se basear apenas em limites máximos. Nesse momento, o governo estava mais voltado para a necessidade de financiar a dívida pública e, portanto, já não fazia mais sentido a determinação de limites mínimos para alocação em renda variável, pois em um ambiente de juros altos era previsível o movimento que ocorrera de transferência de recursos do segmento de renda variável para a renda fixa.

Essa forma de regulação através de limites máximos, a fim de limitar a concentração dos recursos em determinados segmentos ou ativos, vigora até os dias atuais. Atualmente esses limites são impostos pela Resolução CMN n<sup>o</sup> 3.456, que substituiu a partir de junho de 2007 a Resolução CMN n<sup>o</sup> 3.121.

Uma análise da evolução da carteira de investimentos das entidades fechadas de previdência complementar permite verificar o impacto que as mudanças no marco regulatório provocaram na alocação dos ativos dos fundos de pensão.

Figura 11: Evolução dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil



Fonte: Consolidado Estatístico, ABRAPP

Com o fim da imposição de limites mínimos de aplicação, os recursos dos fundos de pensão migraram em grande volume para o segmento de renda fixa, saindo de um patamar de 30% em 1994 para 57% em 2007. Por sua vez, a alocação em renda variável que era de 40% em 1994 chegou a representar menos de 30% dos investimentos totais em 2001, retomando essa participação em função do bom desempenho do segmento nos últimos anos, encerrando 2007 com participação de aproximadamente 37% do total de ativos.

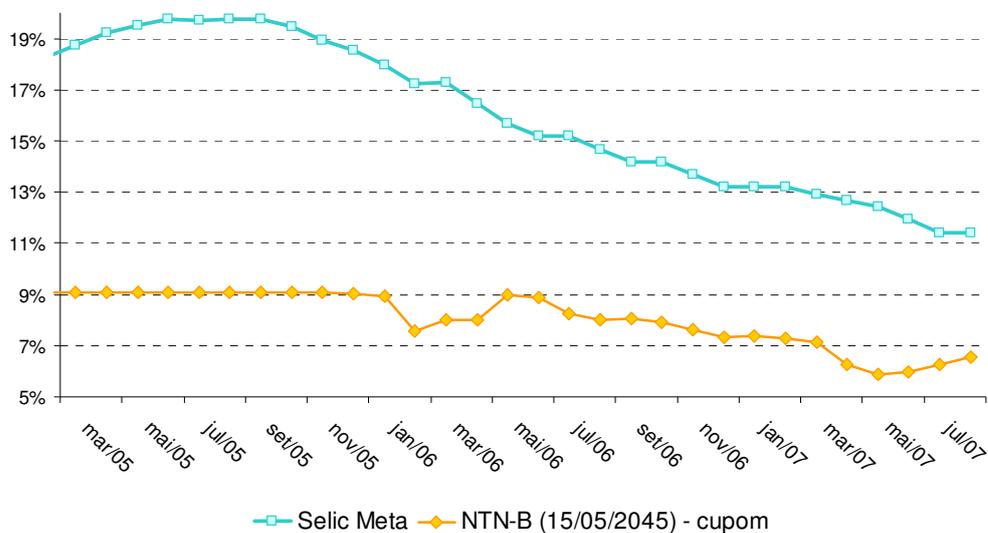
Além da redução da participação do segmento de renda variável, o crescimento da carteira de renda fixa se deu em grande medida pela redução da aplicação em imóveis. A aplicação em imóveis, que podiam representar até 40% do total de ativos em 1978, atualmente está limitada a 11%, percentual que será reduzido para 8% a partir de 1º de janeiro de 2009. De 1994 a 2007, a aplicação neste segmento foi reduzida de aproximadamente 14% para menos de 3%. Além disso, as operações de empréstimos a patrocinadora que representavam em média 8% dos recursos totais, foram vedadas a partir de 2008.

Esses fatores, somados às elevadas taxas de juros que remuneravam os títulos públicos, contribuíram para o expressivo crescimento da participação dos títulos de renda fixa na carteira dos fundos de pensão. No entanto, a mudança no cenário econômico ensaiada nos últimos anos, indica que será necessário assumir mais risco para que seja possível obter taxas de retorno capazes de manter o equilíbrio financeiro dos planos de benefícios. Segundo Pinheiro et al (2005), neste momento de mudança e consolidação da previdência complementar como instrumento de poupança privada, o processo de flexibilização dos critérios regulatórios torna-se imprescindível para dar estabilidade aos participantes.

Assim como as demais regulamentações dos investimentos dos fundos de pensão, a Resolução CMN nº 3.456 surge como uma tentativa de adequação da gestão dos investimentos ao novo contexto econômico. Esse novo cenário, de inflação controlada e de taxas de juros cadentes, somado a um ambiente econômico dotado de condições para continuidade do movimento de queda das taxas de juros, obriga as EFPC a buscarem alternativas de investimentos que representem melhores oportunidades de rentabilidade de longo prazo com risco maior. O gráfico abaixo mostra a evolução das taxas de juros, onde as taxas de longo prazo já chegam abaixo do nível de 6%, componente de juro real da taxa mínima atuarial utilizado com maior frequência pelos fundos de pensão para o

cálculo de suas reservas técnicas.

Figura 12: Hipóteses Econômicas Utilizadas nas Avaliações Atuariais

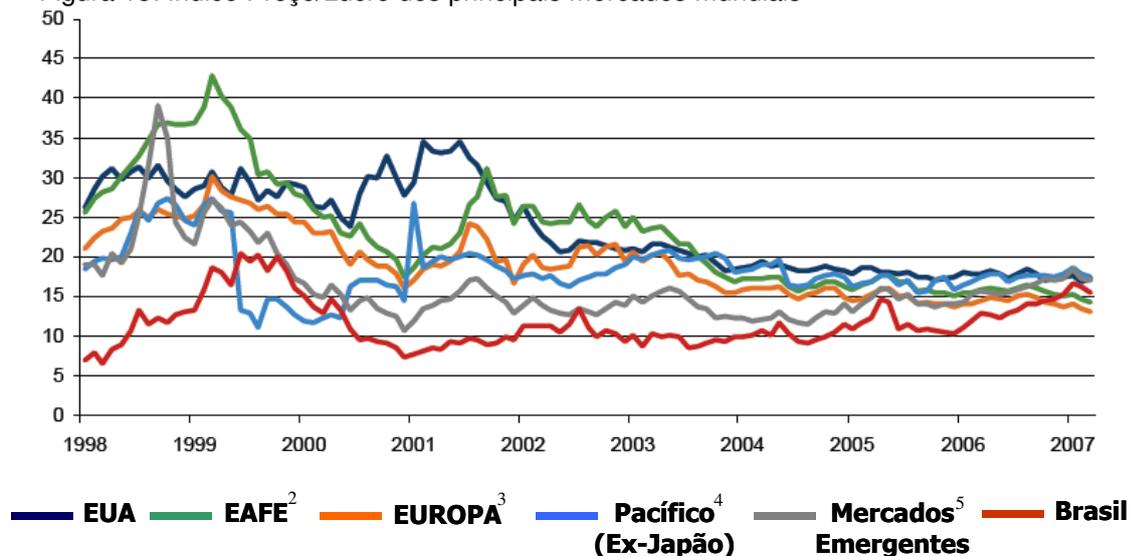


Fonte: Andima

Isso significa dizer que não será mais possível superar a meta atuarial, no caso dos planos de benefício definido, ou manter o poder de compra dos benefícios, no caso dos planos de contribuição definida, apenas através da compra de títulos públicos brasileiros, como ocorria quando esses títulos eram remunerados a taxas exorbitantes.

Além disso, o índice preço/lucro dos principais mercados mundiais tem convergido para um mesmo patamar, o que pode representar um sinal de que a magnitude dos ganhos obtidos no mercado de ações no Brasil pode ser reduzida daqui para frente.

Figura 13: Índice Preço/Lucro dos principais mercados mundiais



Fonte: Russel, MSCI, Bloomberg, Datastream, Bovespa

Diante desse contexto, ainda que de forma tímida, a regulamentação vigente para os investimentos dos fundos de pensão implementou algumas medidas a fim de flexibilizar a resolução anterior. Dentre as alterações efetuadas destacam-se o aumento do limite de alocação em fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC) e certificados de recebíveis imobiliários (CRI), e a permissão para alocação de até 3% do patrimônio em fundos multimercados, classificados como renda variável – outros ativos, com possibilidade de realizar, por exemplo, operações *long and short*, *day-trade*, alavancagem e investimentos no exterior, operações anteriormente vedadas pela Resolução CMN nº 3.121.

A tabela abaixo apresenta os principais limites impostos pela Resolução CMN nº 3.456:

<sup>2</sup> Austrália, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Singapura, Espanha, Suécia, Suíça e Inglaterra.

<sup>3</sup> Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Inglaterra.

<sup>4</sup> Austrália, Hong Kong, Nova Zelândia e Singapura.

<sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia.

Tabela 8: Limites da Resolução CMN 3.456 de 1º de junho de 2007

<b>RENDA FIXA</b>	
<b>Carteira com baixo risco de crédito</b>	
<b>Classe de Ativo</b>	<b>Limite</b>
Títulos Federais	100,00%
Tít. Estad/Munic+CDBs/RDBs/Op. Compromissadas + Poupança + Debênture + CRIs + CDCAs + FIDCs	80,00%
FIDCs + CCBs	20,00%
CRIs + CCI	20,00%
CDCAs	5,00%
Fundos de Dívida Externa	10,00%
<b>Carteira com médio e alto risco de crédito</b>	
<b>Classe de Ativo</b>	<b>Limite</b>
Tít. Estad/Munic+CDBs/RDBs/Op. Compromissadas + Poupança + Debênture + CRIs + CDCAs + FIDCs	20,00%
FIDCs	10,00%
CRIs	10,00%
CDCAs	2,00%
<b>RENDA VARIÁVEL</b>	
<b>Ações de Mercado</b>	
<b>Classe de Ativo</b>	<b>Limite</b>
Novo Mercado+Nível 2	50,00%
Nível 1	45,00%
Sem Nível	35,00%
Bovespa Mais	40,00%
RV Outros	3,00%
Total RV	50,00%
<b>IMÓVEIS</b>	
<b>Classe de Ativo</b>	<b>Limite</b>
Investimentos em empreendimentos imobiliários para comercialização, imóveis para aluguel, quotas de fundos de investimento imobiliário e outros investimentos imobiliários	11%
<b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b>	
<b>Classe de Ativo</b>	<b>Limite</b>
Empréstimos e Financiamentos imobiliários a participantes	15,00%

Fonte: Resolução CMN nº 3.456, elaborado pelo autor.

Os fundos de pensão podem alocar até 100% dos seus recursos em títulos públicos federais. Já a alocação em títulos emitidos por estados, municípios e instituições privadas, desde que classificados como baixo risco de crédito, está limitada a 80% dos recursos garantidores do plano de benefícios. Quando classificados como médio ou alto risco, o limite é reduzido para 20%.

Ainda no segmento de renda fixa, de acordo com Resolução CMN nº 3.456, a alocação em FIDCs classificados como de baixo risco foi majorada de 10% (Limite imposto pela Resolução CMN no 3.121) para 20%. No entanto, esse limite de 20% passa a abarcar, não apenas os FIDCs, mas também os CCBs, anteriormente enquadrados no limite de 80% junto com os demais títulos de crédito privado. Quando de médio ou alto risco, o limite de alocação nesses ativos passou de 5% para 10%. De fato, na prática a resolução dobra o limite de aplicação em FIDC, uma vez que a alocação em CCB representa um percentual pouco significativo do total de ativos dos fundos de pensão.

Além disso, também foi criado um limite específico para aplicação em CRI e CCI, anteriormente incluídos no limite de alocação em títulos privados, de acordo com a sua classificação de risco. Segundo a nova regra, o limite para aplicação nesses ativos, é de 20% quando classificado como baixo risco e 10% quando de médio ou alto risco de crédito. Vale enfatizar que, a verificação desse limite implica a soma da alocação nas duas classes de ativos.

Em relação ao segmento de renda variável, os limites de aplicação estão relacionados à adesão aos padrões de governança corporativa definidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

O total de recursos destinados ao segmento limita-se a 50% do total de recursos garantidores do plano de benefícios. No entanto, o limite máximo de alocação destina-se apenas às ações de emissão de companhias que sejam admitidas à negociação em segmento especial mantido nos moldes do Novo Mercado ou classificadas nos moldes do nível 2 da Bovespa.

Quando admitidas à negociação nos moldes do nível 1 e do Bovespa Mais, os limites são de 45% e 40%, respectivamente. Quando da não adesão a nenhum dos segmentos, o limite reduz-se para 35%.

A alteração mais importante promovida pela nova regra no segmento de renda variável refere-se à permissão para alocação em fundos multimercados,

incluídos na carteira de renda variável - outros ativos. A denominação “multimercados” atribuída pela Resolução CMN no 3.456, provoca divergências em sua interpretação, pois em momento algum define-se essa classe de ativos. Entretanto, no Art. 65, a resolução esclarece que esses fundos podem realizar operações de *day-trade*, utilizar derivativos que gerem exposição superior a uma vez o seu patrimônio, operações a descoberto com derivativos, aplicar recursos no exterior e alugar, sem restrições, ativos de sua carteira.

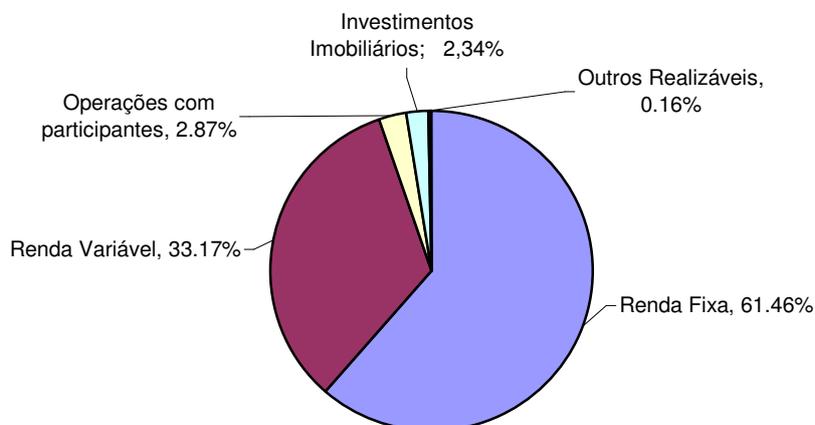
O limite de aplicação nessa classe de ativos é de 3% dos recursos garantidores do plano e a entidade não pode adquirir mais do que 25% do patrimônio líquido do fundo. Observa-se, portanto, grande cautela por parte do regulador ao expandir as classes de ativos disponíveis para aplicação dos fundos de pensão.

No segmento de imóveis, o limite para aplicação é de 11% dos recursos garantidores do plano de benefícios. Esse limite será reduzido para 8% a partir de 1º de janeiro de 2009, de acordo com a Resolução CMN nº 3.456. Além disso, a norma determina regras que as entidades devem observar em relação à avaliação de seus imóveis.

Os fundos de pensão podem realizar também operações de empréstimo e financiamento a seus participantes e assistidos, essa classe de ativos funciona como um benefício oferecido, além do próprio benefício de aposentadoria que é a atividade fim do plano de previdência. Vale ressaltar que a concessão de empréstimos não é obrigatória, esta é mais uma opção de investimentos e não existe limite mínimo de aplicação em nenhuma classe de ativos. A concessão de empréstimos está limitada à 15% dos recursos do plano de benefícios, sendo este percentual de 10% no caso dos investimentos incluídos na carteira de financiamentos imobiliários.

Essas duas categorias, empréstimos e imóveis, não farão parte do escopo deste estudo. Além da pequena representatividade dessas operações no conjunto de investimentos das EFPC, existe pouca informação disponível no mercado sobre esses investimentos, pois não se tratam de ativos negociados no mercado financeiro e de capitais. Segundo dados da Secretaria de Previdência Complementar, a alocação em investimentos imobiliários e operações com os participantes representavam, em junho de 2007, respectivamente, 2,34% e 2,87% do total de ativos.

Figura 14: Composição dos investimentos das EFPC (junho de 2007)



Fonte: Balancete – SPC/MPS

A legislação relativa aos investimentos dos fundos de pensão define, além dos limites de aplicação nas diferentes classes de ativos, regras de diversificação por emissão e emissores. Essa limitação impede que os fundos de pensão realizem investimentos expressivos em uma única empresa, protegendo o interesse dos participantes através da redução do risco de concentração dos ativos e evitando distorções nos preços dos ativos financeiros, dada a magnitude dos recursos administrados pelas EFPCs.

A avaliação dos aspectos legais é extremamente importante na determinação do processo de otimização de carteiras, pois limita as opções de investimentos disponíveis para aplicação. Dessa forma, as carteiras que formam a fronteira eficiente possível para um fundo de pensão não serão as mesmas quando considerados o conjunto de ativos disponíveis no mercado, pois ainda que a soma da participação dos ativos deva ser igual a 1, estes não poderão assumir qualquer proporção.

Essas restrições limitam o efeito da diversificação na gestão dos investimentos e deslocam a fronteira eficiente para baixo, uma vez que limitam as possibilidades de investimentos. Estudos desenvolvidos por Pinto (1985) concluíram que a regulamentação tem um efeito negativo sobre a decisão de investimentos das EFPCs deslocando sua fronteira eficiente para baixo.

Segundo Contador e Costa (1999), além do efeito provocado pelas limitações legais, a carteira dos fundos de pensão está localizada abaixo de sua fronteira eficiente, mesmo considerando os aspectos legais na sua construção. Isso significa que existe possibilidade de ganho de eficiência em relação à carteira atual, ainda que mantidas constantes as condições impostas pelo regulador.

Este trabalho buscará verificar o efeito da diversificação proporcionada pela possibilidade de investimentos em uma nova classe de ativos decorrente da mudança no instrumento legal que rege os investimentos das EFPCs, qual seja, os fundos de investimentos multimercados classificados como renda variável – outros ativos. Buscar-se-á, especificamente, averiguar os efeitos da diversificação internacional e da aplicação em fundos *long and short* no desempenho das carteiras considerando diferentes graus de flexibilidade para alocação nesses ativos.

Para tanto, os cálculos dos processos de otimização levarão em consideração os principais limites legais impostos pela Resolução CMN nº 3.456, onde não serão permitidas a realização de operações a descoberto e alocações superiores aos limites máximos definidos para cada segmento.