

Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios

(Artigo publicado na Revista de Previdência da UERJ/Faculdade Direito/CEPED, nº 3, set/2005)

Por Ricardo Pena Pinheiro, Leonardo André Paixão e José Carlos Sampaio Chedeak.*

Resumo: O trabalho aborda a regulação dos investimentos nas entidades fechadas de previdência complementar exercida pelo Estado, a partir da necessidade de constituição de uma poupança estável de longo prazo que visa assegurar o pagamento de benefícios aos participantes e assistidos de planos previdenciários administrados por essas entidades. Para isso, as aplicações dos recursos devem observar as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez exigidas para tal finalidade. As diretrizes de investimentos dos fundos de pensão são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional, que de fevereiro de 1978 a setembro de 1994, estabeleceu limites mínimos e máximos de aplicação, passando a partir de então, a fixar somente limites máximos. Atualmente, em função das condições macroeconômicas, os recursos aplicados pelas entidades de previdência complementar no País estão muito concentrados em ativos de renda fixa, como títulos públicos federais. Por fim, numa terceira fase da regulação, em que abre-se o debate – à luz da evolução natural da regulação dos investimentos observada nos países desenvolvidos – a respeito da elaboração de regras prudenciais, em que os limites quantitativos perdem importância, ganhando relevo, para seleção das opções de aplicação mais adequadas e flexíveis, as características próprias de cada plano de benefícios administrado por entidade fechada de previdência complementar.

Sumário: 1. Introdução 2. Razões para a regulação dos investimentos 3. Breve histórico da regulação dos investimentos 4. Evolução do perfil dos investimentos e situação atual. 5. Da regulação quantitativa à regulação prudencial 6. Conclusão 7. Referências bibliográficas.

Palavras-chaves: fundos de pensão; previdência complementar; investimentos; regulação quantitativa e prudencial; Resolução do CMN-Conselho Monetário Nacional.

1. Introdução

O sistema previdenciário brasileiro está apoiado em três modalidades diferentes de regimes previdenciários: o regime geral, operado pelo Instituto Nacional de Seguro Social – INSS, e destinado à grande maioria dos trabalhadores brasileiros (Constituição Federal, art. 201); os regimes próprios da União, Distrito Federal, Estados e cerca de metade dos Municípios brasileiros, criados para seus servidores públicos titulares de cargos efetivos (Constituição Federal, art. 40); e o regime de previdência complementar (Constituição Federal, art. 202).

A previdência complementar é regida, além da disposição constitucional, por duas Leis Complementares que a regulamentam (Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 29 de maio de 2001), e por uma série de atos normativos infra-legais. É operada, de um lado, por entidades abertas de previdência complementar e algumas sociedades seguradoras (LC nº 109/01, artigos 36 e 77), e, de outro lado, por entidades fechadas de previdência complementar (LC nº 109/01, artigos 31 e seguintes).

As entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) são também chamadas de fundos de pensão¹, e são pessoas jurídicas de direito privado que “têm como objeto a administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária²”. Gerem, portanto, recursos de terceiros (os participantes), acumulados em um ou mais planos de benefícios de

¹ Nome consagrado pela prática, embora não conste da lei, e que resultou da versão imperfeita da expressão inglesa “*pension funds*”. A versão mais adequada teria sido “fundos de previdência”, já que pensão, no Brasil, é termo mais associado a um tipo específico de benefício previdenciário, pago a cônjuge sobrevivente e filhos menores de um segurado em regime previdenciário, e não à previdência em sentido amplo, que abrange, além das pensões, benefícios por doença, invalidez, aposentadoria, etc.

² Lei Complementar nº 109/01, art. 32.

caráter previdenciário, sendo que, no caso de administrarem mais de um plano, a contabilização e controle devem ser feitos de forma segregada por plano e consolidados por entidade fechada de previdência complementar³.

Para a consecução de seus fins, os planos previdenciários administrados por fundos de pensão recebem contribuições previdenciárias e investem os recursos arrecadados. Esta é sua atividade-meio. Com os capitais assim acumulados e rentabilizados, os planos de previdência fazem o pagamento de benefícios de caráter previdenciário⁴, o que constitui a sua atividade-fim.

Vê-se desde logo, portanto, que o sucesso no objetivo principal do fundo de pensão (pagar benefícios) depende do êxito na aplicação dos recursos de terceiros que ele arrecada e que, na qualidade de administrador, investe.

De um modo geral, a relação do participante de plano de previdência com o fundo de pensão encarregado de administrar este plano se estende por décadas. Normalmente, há contribuições e formação de poupança previdenciária por vinte e cinco ou trinta anos, e depois um período de recebimento de benefícios por mais trinta ou quarenta anos. É razoável considerar que recursos aportados a um plano previdenciário – ressalvados os casos de morte prematura, invalidez, desligamento do plano e outros deste tipo – serão geridos pelo fundo de pensão por mais de cinquenta anos.

Sendo assim, alguns aspectos são fundamentais quando se menciona a questão dos investimentos dos fundos de pensão: são recursos de terceiros, e portanto devem ser geridos com a prudência que esta situação exige, principalmente porque sua finalidade é pagar benefícios quando há perda da capacidade laborativa do participante (morte, invalidez); são recursos de vulto, porque são resultado da reunião da poupança previdenciária de várias pessoas, para ser investida coletivamente; são recursos disponíveis por longo prazo, porque em geral a relação de um participante com seu plano de previdência administrado por fundo de pensão dura décadas; são, finalmente, recursos destinados a se tornarem líquidos, porque em algum momento deverão ser convertidos em dinheiro para pagamento de benefícios previdenciários (renda mensal, pecúlio, etc).

Ao fundo de pensão, na qualidade de administrador de recursos de terceiros acumulados em planos de previdência, cabe pensar em tudo isto quando for investir o capital gerido: a segurança do investimento, o balanceamento entre a parcela de recursos que pode ser investida no longo prazo, provavelmente alcançando maior rentabilidade, e a parcela que deve ser mantida com a devida liquidez, para fazer frente aos compromissos de curto prazo (despesas administrativas, benefícios já concedidos).

Em síntese, o fundo de pensão deve adequar a atividade-meio (investir) à atividade-fim (pagar benefícios).

2. Razões para a regulação dos investimentos

Ainda que as entidades fechadas de previdência complementar sejam pessoas jurídicas de direito privado, que gerem recursos de terceiros igualmente privados (as pessoas físicas participantes dos planos de previdência), a sua atividade é disciplinada pelo Estado.

E por que o Estado regula a atuação dos fundos de pensão? Porque em razão desta atuação ocorre a formação de uma poupança previdenciária de grandes proporções, que tem origem em

³ Lei Complementar nº 109/01, art. 23, parágrafo único.

⁴ E, excepcionalmente, benefícios de caráter assistencial, na forma prevista na Lei Complementar nº 109/01, art. 76.

um esforço coletivo de diversas pessoas físicas e jurídicas, que conta com incentivos fiscais por parte do Estado e que tem a finalidade social de pagar benefícios.

É atividade privada, mas sujeita a regulação pelo poder público.

Neste contexto, cabe lembrar que a ação do Estado deverá ser exercida, entre outros, com os objetivos de “proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios⁵”, compatibilizando as atividades dos fundos de pensão “com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro⁶” do Brasil e determinando “padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios⁷”.

Estas disposições legais, que valem para todas as atividades dos fundos de pensão, possuem tonalidades específicas quando se trata da questão do investimento dos recursos acumulados nos planos previdenciários.

As entidades fechadas de previdência complementar são investidores institucionais com grande volume de poupança doméstica, capazes de interferir na condução da política econômica do País, dada a sua capacidade de impulsionar ou retrain atividades econômicas específicas, pelo aumento ou retração dos investimentos que fazem em determinados setores da economia.

2.1. Aspectos microeconômicos

Do ponto de vista microeconômico, a regulação dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar torna-se particularmente importante quando se enfoca a necessidade de serem observadas as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez dos investimentos realizados.

A **segurança** dos investimentos está intrinsecamente ligada ao gerenciamento dos riscos envolvidos nas operações a serem realizadas pelos administradores e gestores responsáveis pela aplicação dos recursos acumulados em planos de benefícios administrados por fundos de pensão. A identificação e utilização de critérios que visem mensurar os riscos envolvidos nas oportunidades de investimentos, bem como a existência de uma análise criteriosa, executada pela pessoa que, dentro da estrutura organizacional dos fundos de pensão, é a responsável pelos investimentos, permite uma redução considerável no processo de exposição aos riscos de mercado, de liquidez e de crédito⁸.

Entretanto, apesar da imperativa necessidade de investir com segurança o capital pertencente aos participantes de planos previdenciários administrados pelos fundos de pensão, um segundo elemento relevante na composição da alocação de ativos é a **rentabilidade** a ser auferida no processo de alocação da carteira de aplicação do fundo de pensão.

Neste aspecto, nota-se que o processo de diversificação de investimentos ganha importância, uma vez que, numa perspectiva de longo prazo, os ativos financeiros dos fundos de pensão devem aumentar sua participação em relação ao PIB, hoje em torno de 16%. Este incremento decorrerá de diversos fatores, que vão desde um maior incentivo fiscal para os planos de previdência privada, trazido pela Lei nº 11.053, de 30 de dezembro de 2004, até a expansão

⁵ Lei Complementar nº 109/01, art. 3º, VI.

⁶ Lei Complementar nº 109/01, art. 3º, II.

⁷ Lei Complementar nº 109/01, art. 3º, III.

⁸ Segundo ROSS (1995), risco de liquidez decorre da falta de numerário/caixa (quantidade de unidades monetárias) necessário para o cumprimento de uma ou mais obrigações; risco de crédito é o risco de uma contraparte não cumprir uma obrigação de direito; e risco de mercado é o risco de variações nas taxas e preços de mercado que compõe a carteira de investimentos de um fundo de pensão.

do setor decorrente da criação de previdência complementar para o servidor público (Constituição Federal, art. 40, § 15, com a redação dada pela EC nº 41/03), passando pela crescente conscientização da população quanto à importância da formação de uma poupança previdenciária.

Além disso, a expectativa de longo prazo é que a economia entre num processo gradativo de redução da taxa de juros, o que provavelmente incentivará a criação de novos produtos e de maior mercado de títulos e valores mobiliários para o segmento de renda variável, como por exemplo, os investimentos em ações de companhias listadas em bolsa de valores.

Todavia, apesar da constante busca de opções de investimentos rentáveis, faz-se necessário observar a **liquidez** desses ativos, ou seja, as possíveis formas de saída da posição de investidor e conversão das aplicações em dinheiro. Não podemos esquecer que para vender um ativo ou desfazer-se de uma posição qualquer é necessário que haja um mercado para absorvê-la, fato este ainda incipiente no Brasil em relação a diversos ativos disponíveis para o investidor institucional.

O último critério a ser observado é a **solvência** dos planos de benefícios, ou seja, a capacidade para honrar as suas obrigações no longo prazo. A solvência liga-se ao conceito de *ALM-Asset Liability Management* ou de “casamento” dos ativos financeiros com os passivos atuariais dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, sendo um dos fatores primordiais para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro e atuarial dos planos previdenciários dessas entidades.

2.2. Aspectos macroeconômicos

Do ponto de vista macroeconômico, além das questões relativas à situação econômica do País, a regulação dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar, segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2001), envolve três aspectos que necessitam da intervenção do Estado.

O primeiro ponto diz respeito às dificuldades de acesso às informações referentes aos serviços financeiros prestados pelos agentes envolvidos (administradores, gestores, entidades de previdência), o que pode gerar, em alguns casos, ineficiências alocativas e perdas generalizadas aos participantes, justificando assim a ação do Estado pela regulação da solvência dos planos de benefícios ou de se estabelecer um padrão mínimo, para se evitar essa **assimetria de informações** no processo de diversificação que envolve mais de 40 anos de capitalização dos recursos e pagamento de benefícios previdenciários nos fundos de pensão.

O segundo ponto a merecer a intervenção do Estado se refere às possíveis **externalidades** geradas pela previdência privada, o que justifica a regulação dos investimentos de maneira a mitigar o risco sistêmico de quebra generalizada ou contágio dos agentes financeiros envolvidos, e seus efeitos sobre a solvência dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Positivamente, a ação do Estado envolveria a necessidade de redução dos custos da seguridade social e de fomento ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Por fim, uma última razão para a regulação dos investimentos dos fundos de pensão está ligada ao **risco de monopólio** na escolha de determinadas modalidades de aplicação, podendo representar prejuízos para os participantes e assistidos dos planos de benefícios, uma vez que poderia acontecer a concentração das atividades de administração, gestão, custódia, auditoria e outros, não se resguardando o potencial conflito de interesse, implicando talvez, em aumentos

expressivos nos custos com a administração dos recursos garantidores dos planos de benefícios dos fundos de pensão.

3. Breve histórico da regulação dos investimentos

Cabe ressaltar, de início, que desde a edição da primeira norma regulamentadora da previdência complementar, posteriormente revogada e substituída pela LC nº 109/01, a fixação das diretrizes de aplicação dos recursos dos planos de benefícios administrados por fundos de pensão sempre esteve a cargo do Conselho Monetário Nacional – CMN⁹, instituído pela Lei nº 4.595/64 e que é o órgão máximo do sistema financeiro nacional, tendo, entre outras atribuições, a de orientar a política creditícia e monetária do País.

No campo específico da previdência complementar, a regulação dos investimentos dos fundos de pensão conheceu, em síntese, quanto aos limites de aplicação, duas fases: a primeira, de 1978 até 1994, e a segunda, que dura até hoje.

Tabela 1 – Quadro-Resumo da legislação consolidada de investimentos dos fundos de pensão, no período de 1978 a 2005.

Nr.	Resolução CMN nº	Regulação	Limites de Aplicação
1	460, 23fev78		10<n>40: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
2	729, 24mar82		30<n>50: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
3	794, 11jan83		20<n>50: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<40: Imóveis.
4	964, 12mar84	limites mínimos e máximos	n<35: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<35: Imóveis.
5	1.025, 05jun85		n<20: Tit.Públ.Federal; 20<n>40: Ações; n<35: Imóveis.
6	1.148, 11ago86		n<30: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<10: Imóveis; n<7 Empr.Financ.Partic.
7	1.362, 30jul87		n<30: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
8	1.612, 23jun89		n<25: Tit.Públ.Federal(1); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
9	2.038, 23dez93		n<35: Tit.Públ.Federal(1)(3); n<25: Ações(2); n<20: Imóveis; n<17 Empr.Financ.Partic.
10	2.109, 20set94	limites máximos	n>100: Tit.Públ.; n>50: Ações; n>20: Imóveis; n>10 E.F.Partic.; n>30 Oper.Patrocinadora.
11	2.324, 30out96		n>100: Tit.Públ.; n>50: Ações; n>20(descr): Imóveis; n>7 E.F.Partic.; n>10 Oper.Patrocinadora.
12	2.720, 24abr2000		n>100: Tit.Públ.Federal; n>60: Ações; n>16(descr): Imóveis; n>10 Empr.Financ.Partic.
13	2.829, 30mar2001		n>100: Tit.Públ.Federal; n>35(PCD): Ações; n>16(descr): Imóveis; n>10 Empr.Financ.Partic.
14	3.121, 25set2003		n>100: Tit.Públ.Federal; n>50: Ações; n>14(descr): Imóveis; n>15 Empr.Financ.Partic.

Fonte: Resoluções CMN.

Elaboração: DECON/SPC.

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

Discute-se, atualmente, e este artigo pretende contribuir para o debate, a passagem para uma terceira fase, em que os limites prudenciais ganham destaque em relação aos limites meramente quantitativos, conforme será exposto no item 5 abaixo.

3.1. Primeira fase (1978-1994)

A primeira norma que regulou os investimentos dos fundos de pensão foi a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 460, de 23 de fevereiro de 1978, que tinha como principal característica a fixação de limites mínimos e máximos (ver tabela 1) para aplicação em títulos públicos federais, ações de empresas e imóveis.

⁹ Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977, art. 40, § 1º, e Lei Complementar nº 109/01, art. 9º, § 1º.

Examinando o contexto, verifica-se que na época acabava de ser promulgada a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), que vinha para substituir a legislação societária de 1940. Era objetivo do governo da época o desenvolvimento e o fortalecimento do mercado de capitais, e para isto fazia-se necessária a criação de uma expressiva poupança nacional. Se esta poupança nacional pudesse ter vocação para o longo prazo, e pudesse ser alocada em investimentos produtivos, preferencialmente no próprio mercado de capitais que se queria fomentar, tanto melhor. Neste cenário, era natural que se elaborasse uma norma incentivando e disciplinando de modo mais adequado um fenômeno que já existia, embora de forma incipiente e pouco regulamentada: os fundos de pensão. Nasceu deste contexto a Lei nº 6.435/77.

Por isto, nesta primeira fase as resoluções do CMN que disciplinaram os investimentos dos fundos de pensão impuseram limites quantitativos, mínimos e máximos, de aplicação e diversificação em ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro do País.

3.2. Segunda fase (1994-2005)

A regulação dos investimentos dos recursos dos planos de benefícios operados por fundos de pensão conheceu ainda uma segunda fase, iniciada a partir da Resolução do CMN nº 2.109, de 1994, quando a regulação passou a se basear na definição apenas de limites quantitativos máximos de alocação de recursos, abandonando-se a idéia de limites mínimos, que vinham causando, em muitos casos, distorções alocativas que não otimizavam a relação risco e retorno, na medida que impunha restrições mínimas de aplicação dos recursos.

O abandono dos limites mínimos foi posteriormente confirmado pela LC nº 109/01, que vedou “o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação” (art. 9§ 2º).

Cabe destacar que, no início desta segunda fase da regulação dos investimentos dos planos de benefícios administrados por fundos de pensão, o cenário já era bem diferente. De um prisma macroeconômico, por um lado o mercado de capitais havia sido devidamente alavancado, estando em posição de maior pujança em relação ao contexto de meados dos anos 1970, tornando desnecessário o investimento obrigatório em bolsa de valores. Por outro lado, a orientação do governo da época já tinha em mente outros objetivos.

O novo desenho da regulação quantitativa foi imposto pelos formuladores da política econômica, que em 1994 tinham a necessidade de financiar a dívida pública nacional. Viam os fundos de pensão como clientes cativos – e também passivos – dos títulos e valores mobiliários emitidos pelo Tesouro Nacional, principalmente nos anos 80 e primeira metade dos anos 90 do século passado, em que o processo inflacionário recrudescera e impediu o crescimento sustentável da economia brasileira.

Desde o advento do novo arcabouço legal dado ao setor – primeiro pela nova redação do art. 202 da Constituição dada pela EC nº 20/98, depois pelas Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 29 de maio de 2001 – existe um processo gradativo de ajuste e adequação das normas infra-legais.

Especificamente no campo dos investimentos, a nova legislação manteve no CMN a responsabilidade pelo estabelecimento de diretrizes para a aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos constituídos pelas entidades fechadas de previdência complementar.

Dando cumprimento a tal determinação legal, o CMN editou a Resolução nº 3.121, de setembro de 2003, que estabeleceu a necessidade de elaboração anual de uma política de

investimentos, a qual visa orientar os investimentos segundo as características e perfil das obrigações passivas do plano de benefícios, em que são avaliados os cenários macroeconômicos de curto, médio e longo prazos e a forma de seleção dos ativos, constituindo passo importante para se conhecer as perspectivas de aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar.

Tabela 2 - Limite de aplicação das EFPC, por modalidades selecionadas, conforme Resolução CMN 3.121/03.

Segmento de aplicação	Modalidades de Investimento	Limite (%)
Renda Fixa - Baixo Risco de Crédito	Títulos emissão TN-Tesouro Nacional	100%
	FIEX - Fundos de Investimento no Exterior	10%
	FI, CDB, CPR-F, Debêntures, CRI, FIDC	80%
Renda Fixa - Médio/Alto Risco de Crédito	FI, CDB, CPR-F, Debêntures, CRI, FIDC	20%
Renda Variável	FI, Ações - Novo Mercado e Nível 2 da BOVESPA	50%
	FI, Ações - Nível 1 da BOVESPA	45%
	FI, Ações - Não citados anteriormente (tradicional)	35%
	Participação em SPE em inversão própria (% patrimônio)	20%
	Infra-Estrutura (FIEE, FIP, Debêntures SPE)	20%
Imóveis	Imóveis (Desenvolvimento, Aluguéis e FI.Imobiliário)	14%
Empréstimos e Financiamentos	Empréstimos a participantes/assistidos	15%
	Financiamento Imobiliário a participantes/assistidos	10%

Fonte: Resolução CMN 3.121, de 25/set/2003.

A resolução trata também de limites máximos para determinados investimentos de forma a limitar a concentração em determinados segmentos ou ativos que possam comprometer o processo de acumulação de reservas. A tabela acima sintetiza os principais limites de aplicações da regulamentação de investimentos das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC).

4. Evolução do perfil dos investimentos e situação atual

A alteração na regulação dos investimentos dos planos de benefícios administrados por fundos de pensão resultou em uma paulatina modificação do perfil dos ativos garantidores, sendo profunda a alteração verificada na última década.

A partir de 1994, em um ambiente macroeconômico de juros altos com objetivo de manter a estabilidade do nível geral de preços, passa a ocorrer um progressivo deslocamento (gráfico 2) dos recursos investidos pelos fundos de pensão, passando-se do patamar de 29% alocados em **renda fixa** para o patamar de 63%, alcançado no final de 2004.

Esta concentração em renda fixa é composta principalmente de títulos públicos federais, os quais representam 48% do programa de investimentos, considerando os investimentos em fundos e em carteira própria. Todavia, ressalte-se que os investimentos em títulos públicos correspondem a 80% de toda a carteira de renda fixa das EFPC.

No segmento de **renda variável** o movimento foi inverso: os investimentos diretos das entidades fechadas de previdência complementar em ações de companhias abertas caíram consideravelmente, de um nível de 39% do total de ativos, em 1994, para 20% em 2004 – mesmo

considerando a participação expressiva dos fundos de pensão no processo de privatização das empresas estatais na segunda metade dos anos 90. A aplicação em renda variável dos fundos de pensão é completada pelos fundos de investimento em renda variável que representaram 10% em 2004.

Gráfico 1 - Evolução da carteira de investimentos das entidades fechadas de previdência complementar no período de 1980 à 1993.

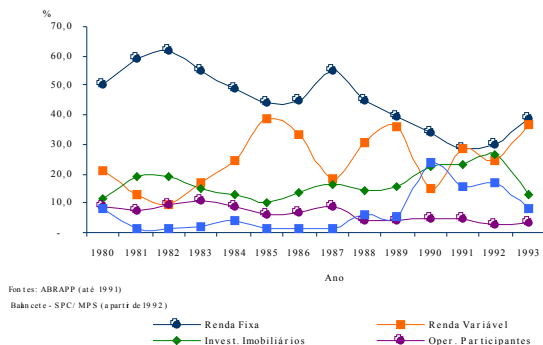
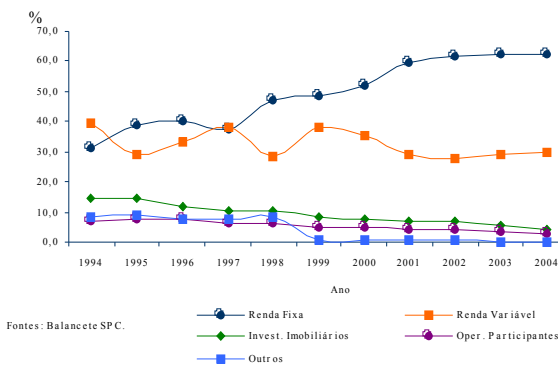


Gráfico 2 - Evolução da carteira de investimentos das entidades fechadas de previdência complementar no período de 1994 à 2004.



Não obstante a migração de investimentos de renda fixa para renda variável, principal tendência do período pós-1994, os fundos de pensão tiveram participação relevante no mercado acionário, através de aquisições feitas em função do Programa Nacional de Desestatização (PND), constituído em 1991, que ensejou a privatização de participações acionárias do poder público nas estatais federais e estaduais, em geral aquelas com atuação nos setores de siderurgia, química e petroquímica, ferrovias, mineração, infra-estrutura portuária, energia elétrica e telecomunicações. Dos US\$ 105,56 bilhões arrecadados com o Programa, os fundos de pensão tiveram participação expressiva, em um processo marcado pela grande participação do capital estrangeiro.

As aplicações em **imóveis**, que na primeira Resolução do Conselho Monetário Nacional em 1978, tinham um limite mínimo de aplicação de 40% do total dos recursos, decresceram na última década, passando de uma participação de 14% em 1994 para 4% em 2004.

Para o segmento de **empréstimos e financiamentos** a participantes e assistidos dos planos de previdência, que compreende tanto as carteiras de empréstimos diretos quanto as de financiamentos imobiliários, a participação nos investimentos totais reduziu-se pela metade, saindo de um nível de 6% em 1994 para 3% em 2004. As operações ativas de empréstimos a patrocinadoras, que sempre apresentaram uma participação média de 8% dos investimentos, foram proibidas a partir de março/2000.

O sistema de previdência complementar passa atualmente, por um momento de crescimento e consolidação como meio de poupança privada. E, nesse sentido, o processo de flexibilização de critérios regulatórios torna-se imprescindível para dar estabilidade aos participantes.

Os ativos totais do sistema de previdência complementar acumulavam, no final de 2004, um patrimônio aproximado de R\$ 280 bilhões, com grande concentração no segmento de renda fixa.

Numa análise mais detalhada, ao excluir a fundação Previ/BB, que administra um quarto dos recursos garantidores dos planos de benefícios geridos por fundos de pensão, esta concentração fica ainda mais evidente, passando essa participação de 63% para 73% dos investimentos em aplicações de renda fixa sobre o total de investimentos, como pode ser visto pelos gráficos 3 e 4 a seguir.

Gráfico 3 - Composição dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar, em dez/2004.

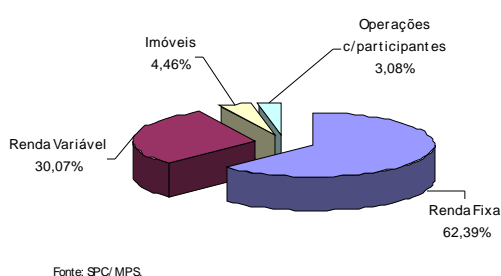
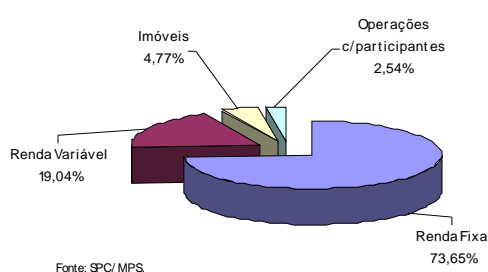


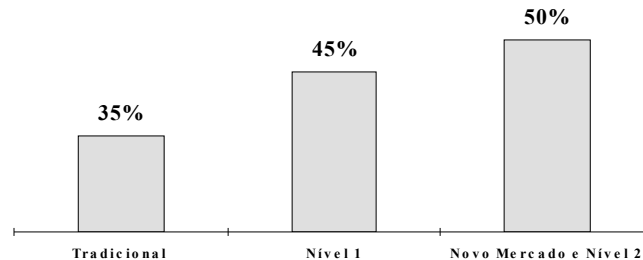
Gráfico 4 - Composição dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar, excluindo a PREVI/BB, em dez/2004.



A regulamentação dos investimentos também tem estimulado os fundos de pensão a assumirem papel ativo na participação da gestão e governança corporativa das empresas com ações negociadas em bolsa de valores, a partir do estabelecimento de limites diferenciados de aplicação dos recursos dos planos de benefícios, na carteira de ações em mercado, em função da adesão ou não das companhias aos padrões de governança societária¹⁰ definidos pela BOVESPA, como mostra gráfico 5.

¹⁰ A partir de dezembro/2000, a BOVESPA-Bolsa de Valores de São Paulo implementou o NM-Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (N1-Companhias Nível 1 e N2-Companhias Nível 2), que são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. No **N1**, as companhias se comprometem, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. No **N2**, as companhias, além da aceitação das obrigações contidas no N1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Para o **NM**, as companhias se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação, tendo como principal inovação, a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias.

Gráfico 5 - Limite máximo de aplicação dos planos de benefícios dos fundos de pensão na carteira de ações por nível de governança.



Fonte: Res. CMN3121/03.
Elaboração: DECON/SPC/MPS

O respeito aos minoritários, a abertura e transparência das informações (*disclosure*), a opção pelas ações ordinárias, a sujeição à câmara de arbitragem, a adoção de um padrão contábil internacionalmente aceito e a divulgação do calendário corporativo são pontos de uma boa governança que vão permitir às empresas a recepção de maior volume de recursos dos fundos de pensão.

Isto mostra o papel que os fundos de pensão podem desempenhar no incentivo às melhores práticas de gestão e governança corporativa, otimizando o desempenho de uma empresa, por meio de indicação de conselheiros para o Conselho de Administração e investimentos diretos em larga escala.

No caminho inverso identificamos empresas que não detinham os fundos de pensão em seu quadro de acionistas e optaram pelo fechamento do seu capital, o que fez limitar assim as oportunidades de desenvolvimento empresarial.

Em síntese, os fundos de pensão detêm participação acionária em mais de duzentas companhias, que se orientem pela busca de geração de valor para os acionistas e pela contribuição ao crescimento econômico do País. Os fundos de pensão atuam, para alcançar tais finalidades, no sentido de reforçar o conjunto de práticas de proteção aos investidores, empregados, credores, fornecedores, facilitando o acesso das companhias ao mercado de capitais, inclusive externo, bem como no sentido de proporcionar uma estrutura com objetivos empresariais definidos e de orientar a empresa para um crescimento sustentado e uma postura socialmente responsável.

Alguns fundos de pensão têm assumido um papel de vanguarda nesse processo, influenciando o mercado no sentido de melhores práticas. Essa dinâmica tende a se acentuar. As empresas que desejam se capitalizar com recursos de fundos de pensão terão que se mostrar competitivas e acessíveis aos seus investidores. Foi-se o tempo do *sleeping partner*.

5. Da regulação quantitativa à regulação prudencial

Como visto acima, a regulação dos investimentos dos recursos de planos de benefícios administrados por fundos de pensão conheceu duas fases bem distintas. A primeira, em que havia a fixação de limites quantitativos mínimos e máximos, e a segunda, que dura até hoje, em que apenas limites quantitativos máximos são impostos pelas Resoluções do CMN.

Por sua vez, o contexto econômico determinou a modificação do perfil de aplicação dos recursos pelos fundos de pensão, destacando-se o incremento dos investimentos em renda fixa, em detrimento daqueles do segmento de renda variável.

No momento atual, coloca-se em discussão a passagem para uma terceira fase da regulação, em que abre-se o debate – à luz da evolução natural da regulação dos investimentos observada nos países desenvolvidos – a respeito da elaboração de regras prudenciais, em que os limites quantitativos perdem importância, ganhando relevo, para seleção das opções de aplicação mais adequadas, as características próprias de cada plano de benefícios administrado por entidade fechada de previdência complementar.

Essa mudança exige que o foco da atenção seja colocado no risco.

Segundo BERNSTEIN (1997), a declaração mais abalizada sobre risco nos investimentos foi proferida numa sentença do juiz Samuel Putnam, em 1830, acerca de uma decisão judicial sobre a administração do patrimônio de um cidadão americano que deixou distribuído metade dos seus recursos para um colégio e um hospital na cidade de Boston/EUA.

“(...) Faça você o que fizer, o capital corre risco... Tudo que se pode exigir de administrador de fundo fiduciário ao investir é que ele seja leal e criterioso. Ele deve observar como homens prudentes, criteriosos e inteligentes gerenciam seus próprios negócios, não no tocante à especulação, mas à disposição permanente de seus fundos, considerando a renda provável, bem como a segurança provável do capital a ser investido.” (Bernstein, 1997:248)

Em 1979, essa regra “*prudent man*” foi introduzida no ERISA-Employee Retirement Income Security Act (lei americana da previdência privada), que pregava quatro regras básicas para os investimentos dos fundos de pensão americanos:

- I. administração independente e profissional dos fundos de pensão, bem como dos fundos mútuos de investimento;
- II. investimento mínimo ou mesmo nulo, na empresa em que o empregado/participante do plano de benefícios trabalha;
- III. nenhum investimento em qualquer empresa deve ultrapassar mais que 5,00% do capital total da referida empresa;
- IV. nenhum investimento em qualquer empresa além de 10,00% dos recursos totais do plano de benefícios do fundo de pensão.

Em 1980, incluiu-se ainda o princípio “*safe harbor*” que orientou os fundos de pensão norte-americanos na mudança prudencial nos investimentos em empresas emergentes (*venture capital*), levando-os a limitarem os riscos de exposição geral dos recursos aplicados.

No Brasil, o estágio atual da regulação dos investimentos dos fundos de pensão permite o debate acerca da superação dos “limites quantitativos” em favor de uma “regulação prudencial”. Nossa legislação é quase totalmente quantitativa e precisa flexibilizar-se, incorporando aspectos de uma regulação qualitativa e prudencial, não no sentido da eliminação dos limites – tendo em vista o exemplo negativo do fundo de pensão dos funcionários da empresa americana de energia, a Enron, que possuía mais de 80% dos recursos do plano de benefícios investidos na própria empresa – mas no sentido de promover a complementação das regras atuais de investimentos para os fundos de pensão. Esse é desafio atual do órgão regulador.

Nesse sentido, os limites impostos por Resolução do CMN não podem ter por finalidade última determinar a aplicação dos recursos dos fundos de pensão, mas somente funcionar como meio para otimizar a relação risco e retorno, de modo a não gerar ineficiências alocativas e inibição na diversificação mais adequada às características e perfil das obrigações passivas do plano de benefícios.

A idéia é construir um modelo híbrido que leve em consideração elementos prudenciais no momento de definir limites quantitativos para as diretrizes de aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar.

Nesse processo de transferência de normas quantitativas para normas de tipo qualitativas, um caminho importante a ser trilhado pelo órgão regulador é a incorporação de elementos da supervisão baseada na gestão dos riscos envolvidos com a atividade de administração de recursos financeiros dos participantes e assistidos dos planos previdenciários dos fundos de pensão.

O primeiro passo nesse sentido foi dado em 2004, com a edição da Resolução do Conselho de Gestão da Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social nº 13, de 1º de outubro de 2004, que estabeleceu princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos que devem ser observados pelas entidades fechadas de previdência complementar.

Deve-se entender que, num mercado tão especializado envolvendo diferentes agentes de mercados e com a diversidade de produtos existentes, é necessária uma administração profissional dos recursos dos fundos de pensão, onde haja segregação de funções e análise dos riscos envolvidos para que não ocorram conflitos de interesses na gestão de recursos.

Essa regulamentação avança nesse sentido, principalmente quando atribui aos conselhos fiscais das entidades fechadas de previdência complementar o papel de órgão de controle interno, responsável pela fiscalização e acompanhamento da aderência da política de investimentos previamente definida pelos Conselhos Deliberativos das entidades fechadas de previdência complementar.

6. Conclusão

Pela vocação natural para o alongamento do perfil das suas aplicações, os recursos das entidades fechadas de previdência complementar podem representar uma fonte estável de poupança de longo prazo que possibilite o desenvolvimento do mercado de capitais por meio de condições de financiamento às empresas essenciais ao desenvolvimento estratégico nacional, dotando a base produtiva do país de vigor tecnológico para elevar a competitividade da economia brasileira.

Em meio à discussão do processo de diversificação dos investimentos em função da expectativa de queda da taxa de juros da economia, principalmente neste momento, em que ganham destaque, os projetos de parcerias público-privadas para investimentos na infra-estrutura do País, a necessidade permanente de desenvolvimento do mercado de capitais e a busca de novas oportunidades de investimentos que possam representar rentabilidade de longo prazo, é importante notar que todo esse processo pode ser retardado em função de limites quantitativos existentes na legislação vigente.

Não obstante, a importância do incentivo a dispersão dos riscos e a necessidade de se evitar a concentração de investimentos, é fundamental também ressaltar que, em determinados casos, a imposição legal para obedecer limites máximos de investimentos pode afetar negativamente as decisões alocativas do administrador.

Os limites estabelecidos pela legislação devem ser utilizados como balizadores para os administradores e não serem encarados como uma finalidade de gestão. Em certos momentos, é possível que determinados investimentos estejam mais atraentes do que outros ocasionando oportunidades únicas de alocações estratégicas, que podem ser travadas por uma imposição de limites legais meramente quantitativos. Não se trata, portanto, de discussão que contraponha a imposição de rígidos limites legais, de um lado, à possibilidade de pura e simplesmente excederlos sempre que seja conveniente, de outro. O tema é mais complexo e as normas futuras devem permitir correções nas distorções alocativas momentâneas e regras com dispositivos mais flexíveis, diante de circunstâncias peculiares.

O fato é que não se pode ajustar todos os investimentos de forma equânime, pois investimentos de curto e longo prazo não são diferenciados apenas por tempo, mas também por taxa de retorno e maturação. Deste modo, tratar de forma igualitária aquelas aplicações que em determinado período de tempo fogem a regra por motivos alheios ao planejado, mas que no longo prazo não representam discrepância significativa, e por causa delas obrigar os gestores dos fundos de pensão a atingirem o enquadramento das aplicações, forçando-os a realizar operações em prazos muito apertados, gerando perdas inesperadas e desnecessárias no patrimônio dos planos de benefícios das entidades de previdência complementar.

Na prática, a avaliação de problemas de desenquadramentos pode ser feita previamente ou *a posteriori*. No primeiro caso, um planejamento de alocação de recursos em determinado ativo que possa exceder o limite legal individual ou do segmento pode ser viabilizado desde que os motivos estejam bem fundamentados tecnicamente. No segundo caso, este eventual excesso pode ser passageiro, mas a realocação pode necessitar de um intervalo de tempo maior do que aquele permitido na legislação. Desta forma, observar os reais motivos do desenquadramento é um passo importante para flexibilização das regras.

Hoje, as regras não contemplam este conceito de flexibilização, entretanto, a discussão a respeito do tema faz parte de um desafio para implantação de uma legislação mais estável e condizente com os ditames de uma regulação mais qualitativa e prudencial para a previdência complementar, que seja capaz de permitir a devida diversificação, minimização dos riscos envolvidos e maximização dos retornos das aplicações dos fundos de pensão.

Idealmente, deve-se reduzir o número de imposições regulatórias de limites quantitativos e o sistema de previdência complementar deve ser encorajado a adotar regras apropriadas de controles internos na gestão dos investimentos dos fundos de pensão.

O papel do Estado enquanto regulador dos fundos de pensão, estabelecido em lei complementar, é o de proteger os interesses dos participantes e assistidos, de forma que os investimentos respondam às necessidades de cobertura dinâmica e permanente das obrigações passivas dos planos de benefícios dos fundos de pensão.

7. Referências Bibliográficas

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses, Uma Fascinante História do Risco**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Informe Estatístico dezembro/2004**. Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Previdência Complementar, março/2005.

_____. **Coletânea de normas dos fundos de pensão.** Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Previdência Complementar, 2004. 271p.

_____. **Reforma da Previdência: o Brasil e a experiência internacional.** Coleção Previdência Social, volume nº 22. Brasília: Ministério da Previdência Social / Secretaria de Previdência Social, 2005. 394p.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Selected principles for the regulation of investments by insurance companies and pension funds.** Paris: OECD, 1998.

_____. **Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds.** Paris: OECD, 2001.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. **Administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1995. 698p.

(*) **Ricardo Pena Pinheiro** é economista, com pós-graduação (MBA) em finanças e atuária pela Faculdade de Economia e Administração da USP e doutor em demografia econômica pela Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG. É Auditor-Fiscal da Previdência Social e atualmente, exerce o cargo de Diretor de Assuntos Econômicos da Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social. e-mail: ricardo.pinheiro@previdencia.gov.br; telefone: (61) 3317-5289.

Leonardo André Paixão é advogado, doutorando em Direito do Estado pela Faculdade de Direito da USP. É Secretário-Adjunto de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social. e-mail: leonardo.paixao@previdencia.gov.br; telefone: (61) 3317-5260.

José Carlos Sampaio Chedeak é economista, com pós-graduação (MBA) em finanças pelo IBMEC. É Auditor-Fiscal da Previdência Social exercendo atividades na Diretoria de Assuntos Econômicos da Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social. e-mail: jose.chedeak@previdencia.gov.br; telefone: (61) 3317-5289.