



**GUILHERME NOGUEIRA LOPES**

**SERVIÇOS DE INFRAESTRUTURA COMO OPÇÃO DE  
INVESTIMENTOS PARA OS FUNDOS DE PENSÃO  
BRASILEIROS**

**Campinas**

**2012**





**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**GUILHERME NOGUEIRA LOPES**

**SERVIÇOS DE INFRAESTRUTURA COMO OPÇÃO DE  
INVESTIMENTOS PARA OS FUNDOS DE PENSÃO  
BRASILEIROS**

**Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato – orientador**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, área de concentração: Desenvolvimento Econômico, Espaço e Meio Ambiente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico.

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL  
DA DISSERTAÇÃO DEFENDIDA PELO ALUNO  
GUILHERME NOGUEIRA LOPES E ORIENTADA PELO  
PROF. DR. FRANCISCO LUIZ CAZEIRO LOPREATO.

  
Orientador

**CAMPINAS  
2012**

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR  
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –  
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

L881s      Lopes, Guilherme Nogueira, 1970-  
Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os  
fundos de pensão brasileiros/ Guilherme Nogueira Lopes. – Campi-  
nas, SP: [s.n.]. 2012.

Orientador: Francisco Luiz Cazeiro Lopreato.  
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas,  
Instituto de Economia.  
1. Infraestrutura (Economia). 2. Fundos de pensão. 3. Investimen-  
tos. I. Lopreato, Francisco Luiz Cazeiro, 1952-. II. Universidade  
Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

12-052-BIE

Informações para Biblioteca Digital

**Título em Inglês:** Infrastructure services – an investment option to brazilian pension funds

**Palavras-chave em inglês:**

Infrastructure (Economy)

Pension funds

Investments

**Área de Concentração:** Desenvolvimento Econômico, Espaço e Meio Ambiente

**Titulação:** Mestre em Desenvolvimento Econômico

**Banca examinadora:**

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato

Ernani Teixeira Torres Filho

Fernando Nogueira da Costa

**Data da defesa:** 29-11-2012

**Programa de Pós-Graduação:** Desenvolvimento Econômico



**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**GUILHERME NOGUEIRA LOPES**

**SERVIÇOS DE INFRAESTRUTURA COMO OPÇÃO DE  
INVESTIMENTOS PARA OS FUNDOS DE PENSÃO  
BRASILEIROS**

**Defendida em 29/11/2012**

**COMISSÃO JULGADORA**

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Francisco Lopez".

**Prof. Dr. FRANCISCO LUIZ CAZEIRO LOPREATO**  
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Ernani Teixeira Torres Filho".

**Prof. Dr. ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Fernando Nogueira da Costa".

**Prof. Dr. FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA**  
Instituto de Economia / UNICAMP



Dedico esse trabalho aos meus pais Edyl e Rita,

ao meu irmão Ricardo

e à minha esposa Luciana.



## **Agradecimentos**

Esse trabalho materializa a contribuição e o esforço de muitos, que criaram as condições para o seu amadurecimento e aperfeiçoamento. Quero agradecê-los.

O professor Francisco Luiz Cazeiro Lopreato teve papel essencial. Seus comentários, indicações, reflexões e, principalmente, sua paciência, criaram as condições efetivas ao desenvolvimento dessa dissertação.

O professor Fernando Nogueira da Costa se dispôs a avaliar previamente o texto. Trouxe grandes aperfeiçoamentos, indicou pontos deficientes, de modo a aperfeiçoar os aspectos principais e seus argumentos, além de evitar exageros de forma.

Os professores do Instituto de Economia deixaram inegáveis registros no conteúdo desse texto, por meio de suas aulas e produção acadêmica. Destaco o professor Wilson Cano, que realinhou e garantiu maior clareza ao modo como passei a entender o processo de desenvolvimento econômico.

O acesso a muitas informações e textos específicos foi garantido pelas equipes do SINDAPP / ABRAPP. Registro Agradecimento especial ao Ricardo Rodrigues e Marco Antônio de Almeida Garcia.

O meu colega de pós-graduação, Danilo Jorge, que apoiou incansavelmente o desenvolvimento desse trabalho e melhorou substancialmente a qualidade final do texto.

Os representantes dos fundos de pensão entrevistados durante a elaboração dessa dissertação, etapa vital desse trabalho. Sem a perspectiva desses agentes, a qualidade do material ficaria irremediavelmente comprometida.



O capitalismo, enquanto economicamente estável, e mesmo em vias de conquistar a estabilidade, cria, pela racionalização da mente humana, uma mentalidade e um estilo de vida incompatíveis com suas próprias condições fundamentais, motivações e instituições sociais.

Joseph Schumpeter, “A instabilidade do capitalismo”.



## **Resumo**

O trabalho aborda o processo de transição nos planos de benefícios dos fundos de pensão nos países centrais a partir da dinâmica do capitalismo contemporâneo e a adequação dos portfólios de investimentos desses agentes à nova realidade. Para o caso brasileiro, o texto vai demonstrar que esses agentes viveram parcialmente esse processo, uma vez que a remuneração oferecida para a rolagem dos títulos da dívida pública brasileira propiciou a manutenção de portfólios de investimentos ancorados nesses ativos. Este quadro deve mudar com a redução sistemática na remuneração paga nas novas emissões do Tesouro Nacional e demandar alterações na dinâmica de gestão de investimentos. Em razão dessas perspectivas e das experiências observadas nos países centrais, o trabalho indica os serviços de infraestrutura como opção para diversificação do portfólio de investimentos dos fundos brasileiros, dadas as características de geração de receitas de longo prazo e os extensos prazos de maturação para tais investimentos. Finalmente o trabalho indicará possíveis arquiteturas para viabilizar o ingresso de fundos de pensão de menor porte, dadas as suas limitações, de modo a tornar tais oportunidades acessíveis ao maior número possível de agentes.

**Palavras-chave:** Investimentos em infraestrutura, fundos de pensão, inovação em investimentos, investimentos alternativos.



## **Abstract**

The paper discusses the transition process in benefit schemes of pension funds in the core countries, from the point of view of the dynamics of contemporary capitalism and the revision of agents investment portfolios according to the new reality. For the Brazilian case, the text argues that agents experienced this process not in full, since the remuneration offered to rollover the Brazilian government bonds allowed the preservation of investment portfolios anchored in these assets. This framework must change with the systematic reduction in the remuneration paid to newly issued Treasury and demands changes in the dynamics of investment management. Given these perspectives and experiences observed in the core countries, the work points to infrastructure services as an option for portfolio diversification of Brazilian funds, due to long term revenue generation profile and long term maturity for such investments. Finally, the work indicates possible architectures that enable the entry of smaller pension funds, - limited by their capital and management structure -, making such opportunities available to the largest possible number of agents.

**Keywords:** Infrastructure investments, pension funds, innovative investments, alternative investments.



## **Índice de tabelas**

### **Capítulo 3**

Tabela 3.1 - Retornos em investimentos alternativos e tradicionais	36
Tabela 3.2 - Rentabilidade comparada dos investimentos alternativos	40
Tabela 3.3 - Participação dos investidores por modalidade de investimento	41
Tabela 3.4 - Investimentos alternativos versus índice de renda variável EUA	41

### **Capítulo 4**

Tabela 4.1 - Curvas de maturação - Indústria versus infraestrutura	48
Tabela 4.2 - Histórico de rentabilidade - Infraestrutura e demais instrumentos	49
Tabela 4.3 - Retorno médio em 10 anos - Infraestrutura e demais instrumentos	50
Tabela 4.4 - Evolução de fundos de infraestrutura abertos à captação	51
Tabela 4.5 - Evolução histórica de população atendida por prestadores privados de serviços de saneamento básico	57
Tabela 4.6 - Evolução histórica de concessões de serviços de saneamento sob gestão da iniciativa privada	58
Tabela 4.7 - EBITDA/habitante - Empresas de saneamento estaduais	59
Tabela 4.8 - Fontes de financiamento - SABESP - Ano de 2010	61
Tabela 4.9 - Custos e prazos de financiamento para serviços de saneamento básico - AESBE	62
Tabela 4.10 - Perfil de endividamento - Prazos e moedas - SABESP	62

### **Capítulo 5**

Tabela 5.1 - Segmentação fundos de pensão entrevistados	74
Tabela 5.2 - Rentabilidade anual dos fundos x meta atuarial	76
Tabela 5.3 - Rentabilidade acumulada dos fundos x meta atuarial	76
Tabela 5.4 - Carteira consolidada dos fundos de pensão brasileiros	78



# Índice

<b>Introdução</b>	<i>01</i>
<b>Capítulo 1 - Previdência e fundos de pensão. Visão geral e convergência à dinâmica de mercado</b>	<i>07</i>
1.1 - Conceitos iniciais	<i>07</i>
1.2 - Previdência social. Breve histórico e visão funcional	<i>08</i>
1.3 - Previdência no Brasil	<i>09</i>
1.4 - Previdência complementar. Princípios e diferenças em relação à previdência social	<i>11</i>
1.5 - Previdência complementar no Brasil	<i>12</i>
1.6 - Regulação da previdência complementar brasileira	<i>13</i>
1.7 - Plano de previdência complementar. Principais modalidades e reflexos no cotidiano das empresas e da sociedade	<i>14</i>
<b>Capítulo 2 - Inovação em investimentos dos fundos de pensão: a experiência internacional</b>	<i>19</i>
2.1 - A nova realidade dos fundos de pensão	<i>19</i>
2.2 - Orientação das empresas no novo contexto de mercado	<i>22</i>
2.3 - Retornos diferenciados e riscos crescentes	<i>23</i>
2.4 - Fundos de pensão investindo em ativos securitizados: benefícios e riscos potenciais	<i>25</i>
2.4.1 - Potencialização do crédito ao consumo	<i>26</i>
2.4.2 - Aceleração do desenvolvimento imobiliário	<i>27</i>
2.4.3 - Novas rodovias via antecipação de direitos de outorga	<i>28</i>
2.5 - Articulação entre ativos securitizados e os fundos de pensão	<i>29</i>

2.6 - Nova dinâmica de investimentos em ativos securitizados:	
comentários finais	30
<b>Capítulo 3 - Investimentos alternativos</b>	<b>33</b>
3.1 - Investimentos alternativos. Conceitos e definições gerais	33
3.2 - Características dos investimentos alternativos	36
3.2.1 - Razões para realizar investimentos alternativos	37
3.3 - Iniciativas internacionais de investimentos alternativos	38
3.4 - Desempenho dos investimentos alternativos	40
3.5 - Fundos de pensão brasileiros e os investimentos alternativos	42
3.6 - Considerações finais	43
<b>Capítulo 4 - Fundos de pensão brasileiros e serviços de infraestrutura</b>	<b>45</b>
4.1 - Longo prazo. Vocação dos fundos de pensão	45
4.2 - Serviços de infraestrutura como investimento de longo prazo	47
4.3 - Rentabilidade de investimentos em infraestrutura	49
4.4 - Rentabilidade dos serviços de infraestrutura no Brasil	51
4.4.1 - Serviços de concessões rodoviárias, aeroportos e meios de transportes metropolitanos	52
4.4.2 - Serviços de saneamento básico	54
4.4.2.1 - Marco regulatório do setor de saneamento no Brasil	54
4.4.2.2 - Ingresso de agentes privados nos serviços de saneamento	56
4.4.2.3 - Potencial de rentabilidade dos serviços de saneamento	58
4.4.2.4 - Alternativas de financiamento e características gerais das linhas de crédito. Caso SABESP	60
4.5 - Viabilidade de investir em serviços de infraestrutura no Brasil	63
4.5.1 - Alternativas para promover investimentos em infraestrutura	64

4.5.2 - Como iniciar os investimentos em serviços de infraestrutura	66
4.5.2.1 - Processo de transição e as ferramentas de ALM	67
4.6 - Comentários finais sobre os investimentos em serviços de infraestrutura e o risco das finanças Ponzi	69
<b>Capítulo 5 - Contexto dos fundos de pensão brasileiros de menor porte e suas perspectivas gerais</b>	<b>73</b>
5.1 - A relevância dos fundos de menor porte no contexto brasileiro de fundos de pensão	73
5.2 - Transição de benefício definido para contribuição definida nos Fundos brasileiros	74
5.3 - Portfólios de investimento	75
5.4 - Contribuição definida e exposição a riscos	81
5.5 - Dominância dos agentes financeiros e visão risco-retorno	82
5.6 - Investimentos alternativos em serviços de infraestrutura	84
5.7 - Estruturas, profissionais e a interação entre pares	87
5.8 - Comentários finais	88
<b>Conclusões gerais</b>	<b>91</b>
<b>Referências bibliográficas</b>	<b>101</b>
<b>Anexos</b>	<b>105</b>



## Introdução

Este trabalho discutirá a evolução dos planos de benefícios oferecidos pelas empresas, por meio dos fundos de pensão sob seu patrocínio, as razões que motivaram sua reconfiguração e os reflexos nos portfólios de investimentos desses agentes. O objetivo é verificar os efeitos dessa nova realidade sobre os trabalhadores contemplados pelos benefícios dos fundos de pensão no contexto do capitalismo contemporâneo. O texto indicará iniciativas de alocação nos investimentos alternativos, suas características, riscos e potenciais benefícios, além de apresentar os serviços de infraestrutura como oportunidade para diversificar o portfólio desses agentes no Brasil. Tal iniciativa parece adequada dada a acelerada trajetória de redução nas taxas de juros verificada em 2012<sup>1</sup>, que deve promover a readequação nos portfólios dos agentes locais para uma condição próxima a de países centrais.

A dissertação pretende contribuir com os fundos de pensão, indicando possibilidades de constituir carteiras de investimentos a partir de ativos reais, como forma de buscar maior estabilidade patrimonial às alocações dos agentes. As mudanças de mercado redefiniram as diretrizes dos fundos de pensão, que migraram do modelo orientado pela garantia de complementação de aposentadoria<sup>2</sup>, nos planos de benefício definido, para a busca pelo retorno a partir de parâmetros de mercado, nos planos de contribuição definida<sup>3</sup>. Este processo levou os fundos de pensão dos países centrais a uma posição de liberdade para buscar oportunidades expressivas de ganho, com a contrapartida de maior exposição ao risco e volatilidade. Episódios recentes, deflagrados ao longo da última década, mostram o efeito negativo que tal dinâmica pode exercer sobre a poupança de longo prazo dos fundos de pensão inseridos na nova dinâmica<sup>4</sup>.

Por conta dessa constatação, diversos agentes têm optado por investimentos alternativos, como forma de alcançar rentabilidade positiva num contexto de menor exposição à

---

<sup>1</sup> A SELIC apresentou forte trajetória de desaceleração no ano, alcançando o nível de 7,5% em 29 de agosto de 2012.

<sup>2</sup> Em seu artigo 1º, a lei 6435 define que as “Entidades de previdência privada, para os efeitos da presente Lei, são as que têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou **assemelhados aos da Previdência Social**”.

<sup>3</sup> Sobre os planos de previdência complementar modernos, COSTA (2010) é taxativo ao afirmar que “Há fundos de previdência aberta ou privada. Mas seus regimes de capitalização com contribuição definida e benefícios incertos também preocupam seus participantes”.

<sup>4</sup> Episódios de destruição de valor como os ocorridos com o fundo de pensão dos empregados da empresa Enron nos Estados Unidos, alvo de fraudes contábeis e posterior falência ou as perdas recentes ocorrida nos portfólios de investimento de fundos de pensão no Mississipi, fortemente alocados em ativos vinculados às hipotecas *sub-prime* exemplificam de forma direta tal quadro.

volatilidade e risco. Pretende-se avaliar os investimentos não financeiros e alocações com menor acesso à liquidez, como alternativa para diversificar o portfólio.

A experiência brasileira guarda peculiaridades relacionadas à rolagem da dívida pública. Os fundos de pensão, desde a segunda metade da década de 1970, gozam de condições favoráveis de aplicação, em ativos de alta rentabilidade e baixo risco, num modelo de previdência privada, com investimentos ancorados no Estado, através da emissão de dívida pública federal. À época da aprovação do marco regulatório do setor - a lei 6435, de 1977 - vivia-se o II PND. Vislumbrava-se o mercado de capitais como opção para financiar os projetos que dinamizariam a economia brasileira, num modelo de financiamento de longo prazo similar ao adotado pelos Estados Unidos, como explica COSTA (2009). A partir de 1979, quando as taxas de juros norte-americanas iniciaram a trajetória de subida e passaram a drenar a liquidez global para seus títulos, o financiamento da dívida externa brasileira ficou em xeque e sucumbiu com o efetivo esgotamento do mercado de crédito internacional.

Desde então, os fundos de pensão desenvolveram processo simbiótico com o Tesouro Nacional, que absorveu volumes substanciais de recursos desses agentes, reduzindo a capacidade de direcionarem investimentos para atividades produtivas. O País precisou direcionar o esforço produtivo para gerar exportações crescentes, de modo a viabilizar o caixa em moeda forte para cumprir os compromissos com credores externos. Como a dívida externa era fundamentalmente pública, ocorreu um processo de transformação da dívida externa em dívida interna, uma vez que o Tesouro Nacional foi levado a emitir títulos no mercado local para fazer frente ao volume dos encargos gerados pela internalização da dívida externa. O processo de internalização da dívida levou o governo a absorver o fluxo de liquidez com a colocação de títulos públicos remunerados a juros reais atraentes. Os fundos de pensão, desde o início da crise de financiamento público brasileiro, convivem com a dinâmica de concentrar seus recursos em títulos de renda fixa, preponderantemente de emissão do Tesouro Nacional.

A estabilização econômica após o Plano Real e o avanço da economia brasileira nos anos recentes mudaram esse quadro, mas os portfólios de investimentos dos fundos de pensão permanecem atrelados à dívida pública. A trajetória recente de redução na remuneração desses

títulos, que tem oferecido taxas reais inferiores a 5% ao ano<sup>5</sup>, parece indicar o esgotamento do ciclo de financiamento da previdência complementar a partir de títulos públicos e sinaliza a necessidade de buscar alternativas de investimento. O trabalho pretende apresentar os investimentos diretos em instrumentos de baixa liquidez, mas com rentabilidade atraente e baixa volatilidade, como alternativa às aplicações financeiras desenvolvidas nos países centrais, que, em troca de ganhos diferenciados, apelaram a instrumentos inovadores, que potencializam a volatilidade dos portfólios de investimento e agregam riscos de perdas substanciais aos participantes dos fundos de pensão.

No contexto dos investimentos reais existe a possibilidade de exploração de serviços públicos de infraestrutura. Em países centrais, estas atividades são alvo de empresas privadas e de fundos de pensão, indicador positivo de viabilidade e rentabilidade de tais empreendimentos. A proposta do trabalho é destacar a viabilidade desses investimentos, considerando aspectos relativos a escalas e volumes imobilizados em sua implantação, além de características particulares de geração de receitas indexadas por índices de preços de varejo e marco regulatório do setor. Os serviços de infraestrutura podem ser opção positivamente diferenciada para os fundos de pensão, quando comparados às demais alternativas de investimento, por apresentarem rentabilidade equilibrada, previsibilidade de receitas e impacto socioeconômico positivo.

O capítulo 1 discute a origem e o desenvolvimento da previdência social e dos fundos de pensão brasileiros, além de descrever diferenças em relação à previdência social, para compreender os princípios básicos que orientam esse sistema e seus pilares de regulação. Um dos objetivos do capítulo é entender os aspectos que conferem segurança aos participantes de planos de benefício definido e as responsabilidades dos patrocinadores dos fundos de pensão. O capítulo estabelece comparação entre o ambiente regulatório norte-americano e o brasileiro dos fundos de pensão, para indicar a razão pela qual a maioria dos novos controladores das empresas brasileiras privatizadas promoveu a migração dos planos de benefício definido para contribuição definida. Além disso, o capítulo abordará os princípios de funcionamento de um fundo de pensão (regime de capitalização) e as diferenças em relação à previdência social (regime de repartição de capitais), bem como a necessidade de reavaliar a arquitetura e as premissas de estruturação (expectativa de sobrevivência e premissas de juros reais) para evitar risco às empresas

---

<sup>5</sup> O título disponível para negociação com maior taxa real, em agosto de 2012 é a NTN-B com vencimento em 2050, que remunera o seu investidor com 4,37% ao ano, indexado pelo IPCA.

patrocinadoras e participantes. Finalmente, o capítulo descreve como as mudanças no comando das empresas locais inicia o processo de migração dos planos de benefício definido para contribuição definida.

O capítulo 2 indica como a nova dinâmica de mercado envolveu os fundos de pensão nos países centrais, dado o novo posicionamento exigido das empresas e seus dirigentes, orientados a manter atratividade de suas companhias para os investidores, a partir da valorização patrimonial das empresas no curto prazo, mesmo que tal apreciação não apresentasse relação direta com os seus resultados operacionais. No novo contexto, os planos do tipo benefício definido, pelos riscos que representam aos demonstrativos contábeis de suas patrocinadoras, são substituídos pela modalidade de contribuição definida, como solução para evitar eventuais impactos negativos às demonstrações de resultados das empresas. O capítulo apresenta os reflexos da nova articulação no cotidiano dos fundos de pensão, que passam à condição de maior liberdade para buscar rentabilidades diferenciadas aos seus participantes, aspecto que ganha destaque na nova realidade. Finalmente o capítulo apresenta situações em que esses agentes podem direcionar seus investimentos a novas modalidades de investimento, descrevendo eventuais benefícios e riscos potenciais, decorrentes de tais decisões.

O capítulo 3 analisa trabalhos acerca da viabilidade de gerar resultados recorrentes em patamares pré-definidos pelos fundos de pensão e seus patrocinadores, ao redor de “6% + índice de inflação”. Pretende-se comentar as iniciativas de investimentos alternativos, como esforço para entender as motivações que levaram os agentes a tomar tal decisão, além de verificar os instrumentos usados para promover tais alocações, bem como os resultados obtidos com tal estratégia. O capítulo também descreve experiências de investimentos de fundos de pensão em serviços de infraestrutura e os resultados obtidos, comparados às demais opções de investimentos alternativos.

O capítulo 4 desenvolve o aspecto dos investimentos em infraestrutura no Brasil, de modo a entender as características e os ciclos de maturação dessas atividades, bem como o horizonte de tempo exigido para implantar e viabilizar economicamente tais operações. A partir da análise dos serviços de concessão de rodovias, transportes públicos e saneamento, que contam com percepções antagônicas quanto à perspectiva de viabilidade e rentabilidade, o texto discute os aspectos operacionais, demandas de capacitação técnica, participação privada na prestação dos

referidos serviços e, no caso dos serviços de saneamento, efeitos gerados pela aprovação do marco regulatório, na atração de novos investidores para explorar esses serviços. Em razão da percepção negativa quanto à viabilidade econômica dos serviços de saneamento, pretende-se apontar o potencial de rentabilidade das empresas estaduais do setor via indicadores específicos. Os resultados serão confrontados com os serviços de concessão de rodovias, que contam com percepção positiva a respeito de seu potencial de rentabilidade.

O capítulo 5 tem como base as entrevistas realizadas com profissionais de fundos de pensão brasileiros, cujo objetivo é aferir a aderência entre as indicações da bibliografia e a efetiva realidade dos agentes. As entrevistas contemplaram os fundos de pensão de menor porte, de diversos setores econômicos. Nas entrevistas, a proposta foi capturar a percepção desses agentes quanto aos investimentos em infraestrutura, bem como compreender os entraves e limitações a tais investimentos na percepção dos representantes dos fundos. Procurou-se ainda entender quão intensa é a interação entre bancos, empresas de administração de investimentos e os fundos de pensão, além de verificar a ascendência entre esses agentes e seus clientes.

Como conclusão do trabalho, pretende-se, a partir das constatações realizadas, indicar alternativas de investimento capazes de direcionar parte dos recursos dos fundos de pensão aos serviços de infraestrutura, assim como apontar prováveis arquiteturas para promover esses investimentos, além das precauções a adotar, como forma de minimizar e evitar riscos decorrentes da eventual adoção dessas novas modalidades de alocação. Finalmente, serão descritos aspectos relativos a eventuais oportunidades nesses empreendimentos, como forma de contribuir com o desenvolvimento de um ambiente mais estável e saudável aos portfólios desses agentes.



# CAPÍTULO 1

## **Previdência e fundos de pensão. Visão geral e convergência à dinâmica de mercado**

### **1.1 – Conceitos iniciais**

A previdência, sob o enfoque funcional, é uma modalidade de seguro social com o objetivo de garantir remuneração básica às pessoas sem condições de desenvolver atividades laborais ou em situações de fragilidade. Na interpretação de HOEFLING (2008), a previdência é a garantia que a sociedade oferece ao trabalhador de que na velhice terá um padrão de renda que garanta acesso aos recursos materiais necessários à sua sobrevivência.

No contexto contemporâneo a previdência social é um dos principais componentes da rede de proteção social. É o meio pelo qual o Estado assume a atribuição até então de competência das famílias e comunidades locais, relativa ao custeio de tais indivíduos.

A renda transferida pela previdência social substitui, ainda que parcialmente, a renda gerada através do trabalho do contribuinte quando ele perde a capacidade de produzir trabalho.

Nos modelos mais conhecidos, o sistema de previdência social é administrado por instituições públicas, que tem a atribuição de arrecadar contribuições dos ativos e promover o crédito de benefícios aos seus segurados, bem como promover a gestão de todo o sistema.

Há experiências, como a chilena<sup>6</sup>, de privatização dos sistemas de previdência social, que geraram bastante polêmica, conforme HUJO (1999). Nessas experiências, o Estado transferiu a atribuição de gestão do sistema previdenciário à iniciativa privada, bem como a arrecadação das contribuições ao sistema previdenciário, mantendo sob sua responsabilidade as atribuições de regular as empresas que atuavam no setor.

As reformas previdenciárias em países como o Chile também mudaram o padrão de financiamento previdenciário que passou do modelo de repartição de capitais para o de capitalização, conforme DIAS (2009).

---

<sup>6</sup> De acordo com HUJO, “o sistema previdenciário chileno, é o único modelo privado com financiamento via capitalização individual”.

## 1.2 - Previdência social. Breve histórico e visão funcional

A primeira iniciativa oficial de assistência e proteção social de que se tem notícia, foi o “*Poor Law Act*” ou Lei dos Pobres, de 1601 que, editada na Inglaterra, garantia a viabilidade da vida nas cidades, além de proteger o trabalho<sup>7</sup>, de acordo com MACHADO (2006). Essa iniciativa encarregava as paróquias de desenvolver programas que minimizassem a pobreza e a miséria junto às populações em condições de fragilidade.

A partir da Lei dos Pobres, os juízes de comarca poderiam cobrar tributos, recolhidos junto aos proprietários de terras, além de nomear inspetores nas paróquias, com o objetivo de distribuir os valores aos cidadãos em condições de recebê-lo, conforme MORENO (2009).

O aspecto principal dessa iniciativa é entender a ruptura que a nova realidade representa, uma vez que a atribuição dos familiares ou da caridade passa a ser assumida como responsabilidade do Estado, redefinindo o padrão anterior, em que a manutenção das populações velhas e doentes era encarada como responsabilidade das famílias ou paróquias.

O novo padrão viabiliza e legitima a geração de recursos sistematicamente como premissa para garantir a manutenção e o custeio dos benefícios concedidos à população atendida, conforme SECON (2001).

A iniciativa britânica evoluiu nas demais sociedades européias para um modelo próximo ao das sociedades contemporâneas. O marco mais representativo nesse sentido foi o desenvolvimento do padrão previdenciário, que teve início na Alemanha de Bismarck e definiu os padrões iniciais do seguro social alemão, a partir de 1889<sup>8</sup>, estabelecendo os parâmetros básicos para tais ações, com o objetivo de promover o bem-estar social dos trabalhadores, de acordo com WEINTRAUB (2004).

No caso alemão, o foco em garantir o bem-estar dos trabalhadores era uma estratégia para neutralizar a influência que a população recebia dos socialistas, que poderiam colocar em risco o capitalismo industrial que se estabelecia.

---

<sup>7</sup> O que a Poor Law de 1601 fez foi determinar que todos os pobres que tivessem condições de trabalhar deveriam trabalhar, devendo a paróquia, de alguma forma, providenciar o trabalho.

<sup>8</sup> De acordo com BARBOSA (2010), “o que hoje entendemos como Seguridade Social, foi paulatinamente se formando, até que, por meio do projeto de Otto Von Bismarck do seguro operário de 1883 os trabalhadores passaram a ter proteção no desempenho de suas funções diante das péssimas condições de trabalho”.

O modelo alemão definia que os trabalhadores participassem do custeio das contribuições. Empregadores e governo também recolhiam pagamentos para os benefícios previdenciários. Além de liderar a iniciativa, o Estado assumia a responsabilidade pelo custeio de parte do sistema.

O modelo previdenciário alemão padroniza a população (idade de aposentadoria de sessenta e cinco anos) para conceder esses benefícios. Esse elemento consolida e fortalece o capitalismo industrial, que passa a contar com um depositário de recursos obsoletos, sem sofrer questionamentos, uma vez que os mesmos são amparados por um sistema organizado de pagamento de aposentadorias, para o qual indivíduo, empresário e Estado contribuíram.

Aspecto importante é entender os mecanismos de seguro social e seu surgimento no centro do processo de desenvolvimento do capitalismo industrial, que esvaziou as áreas rurais, expropriou os pequenos proprietários de terra e viabilizou o crescimento das áreas urbanas a partir do fortalecimento das economias nacionais e concorrência entre as potências europeias. O surgimento das primeiras iniciativas de sistemas previdenciários no Reino Unido e na Alemanha não foi casual. Estava vinculado ao desenvolvimento do capitalismo industrial, que requeria inovações sociais para garantir sua viabilidade, sem correr riscos de questionamentos originados pela massa trabalhadora ou competição de sistemas alternativos de produção.

A previdência social nasceu num cenário de grandes transformações sociais, lideradas pela intervenção do Estado, que estabeleceu o bem-estar da população como foco das políticas de seguridade social. Do ponto de vista funcional, a previdência atuava como um poderoso catalisador, que acelerou o capitalismo industrial, reafirmando a viabilidade da vida nas cidades, num contexto de menor dependência das famílias, dentro de uma nova organização social, em que o Estado liderava as atribuições-chave do bem-estar da sociedade.

### **1.3 – Previdência no Brasil**

O modelo de previdência brasileiro teve seu início a partir da década de 1923, com o decreto legislativo 4682 de 24 de janeiro, conhecido como “Lei Elói Chaves”. A inspiração do modelo brasileiro teve a Argentina como ponto de partida e cobria situações de invalidez, idade avançada e morte.

O modelo viveu um processo sistemático de maturação e desenvolvimento até as décadas de 1960 e 1970. A estrutura previdenciária atual foi consolidada com a constituição de 1988, num modelo em que previdência social, saúde e assistência social consolidam a chamada seguridade social.

A assistência social foi desvinculada da previdência no ano de 2003, quando a lei 10.683 desmembrou o Ministério da Previdência e Assistência social em Ministérios da Assistência e Promoção Social e Ministério da Previdência Social, que manteve as atribuições relativas aos benefícios de natureza previdenciária.

A rede de proteção social brasileira é considerada “o conjunto de medidas constitucionais de proteção dos direitos individuais e coletivos concernentes à saúde, previdência e assistência social”. De acordo com HOEFLING (2008), o foco desse sistema é garantir a solução aos problemas da sociedade que comprometem a ordem social e o bem-estar da população. Observado pela ótica capitalista, a funcionalidade da previdência social é a de amortecer e evitar tensões sociais que possam colocar em risco a atividade do empresário em sua missão de multiplicar o capital.

O financiamento da seguridade social brasileira é viabilizado por meio do modelo de repartição simples, um sistema em que os trabalhadores ativos custeiam os benefícios dos aposentados, na expectativa de que as próximas gerações garantam a manutenção de seus benefícios. É o pacto intergerações.

A previdência dos empregados de empresas privadas, constituído a partir do chamado Regime Geral da Previdência Social, RGPS, conta com valor máximo de benefícios que em setembro de 2012 estava no patamar de R\$ 3.916,20, independentemente do salário que o trabalhador tenha percebido durante seu período laboral ter sido superior a tal limite.

O valor máximo do INSS pode representar perda substancial para significativa parcela da classe média brasileira, com impactos em consumo de produtos e serviços e, conseqüentemente, em seu padrão de vida. Como exemplo, imagine um chefe de família com último salário na ativa ao redor de R\$ 5.000,00 mensais. Não é difícil entender a dificuldade para equacionar o orçamento familiar, ao ingressar na fase de aposentadoria, ainda mais assumindo que, com o avançar da idade, as demandas por serviços médicos e produtos farmacêuticos tendem a crescer.

#### **1.4 – Previdência complementar. Princípios e diferenças em relação à previdência social**

A previdência social brasileira é financiada pelo modelo de repartição de capitais, ancorado no chamado pacto intergerações, uma espécie de fluxo de caixa contínuo, em que trabalhadores ativos custeiam a aposentadoria dos aposentados, por meio de contribuições realizadas pelo próprio trabalhador e pelo seu empregador.

Tal modelo de financiamento corre o risco de sofrer desajustes de natureza dinâmica (oscilação no nível de emprego) ou perene<sup>9</sup> (aumento de expectativa de vida da população), conforme explica CAETANO (2006). Além disso, tal sistema foi concebido de forma a atender a totalidade da população de um país. Dessa forma, é compreensível que guarde limitações.

A mais destacada limitação no caso brasileiro é a relativa ao teto de benefícios que, pode ficar em patamar insuficiente ao necessário para manter os padrões de vida em condições similares às da fase laboral. Caso se queira rever o padrão atual para capturar salários diferenciados, provavelmente, o sistema irá enfrentar desafios como a elevação de alíquotas de contribuição, maior período de contribuição ou faixas diferenciadas de contribuição. Tais ajustes são impensáveis num sistema como o INSS. É justificável, portanto, conviver com um sistema que apresente limitações.

Estabelecido que a previdência social conviva com tetos para pagamento de benefícios, é coerente assumir que haja espaço para iniciativas que reduzam a defasagem entre os ganhos na fase laboral e na aposentadoria, num modelo diferenciado de financiamento, organizado no sistema de previdência complementar.

A previdência complementar é predominantemente financiada no modelo de capitalização. Cada trabalhador realiza contribuições que podem ser somadas às de seu empregador e investidas durante a fase laboral, para constituir aposentadoria complementar futura. Estes sistemas, nas sociedades contemporâneas, são utilizados para complementar a previdência social e garantir o padrão de renda dos contribuintes após a aposentadoria.

---

<sup>9</sup> CAETANO (2006) argumenta que “o sistema previdenciário corre riscos relativos às expectativas de vida da população, ampliação e sofisticação dos serviços de medicina e dinâmica do mercado de trabalho, que pode absorver menor volume de mão-de-obra”.

## **1.5 – Previdência complementar no Brasil**

A previdência complementar brasileira surgiu antes da previdência social, teve como percussor o Montepio Geral de Economias dos Servidores do Estado (MONGERAL), em 1835, quase noventa anos antes da Lei Elói Chaves.

O maior fundo de pensão da América Latina – PREVI – dos funcionários do Banco do Brasil surgiu em 1904, sob a denominação de “Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil.”, de acordo com HOEFLING (2008).

Durante a primeira metade dos anos 1900 o país assistiu ao surgimento de uma série de fundos de pensão – públicos e privados – nacionais ou estrangeiros. Em 1965, esse movimento experimentou seu auge, com o lançamento do PETROS - fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás e de outras iniciativas com o patrocínio de empresas de capital privado.

O surgimento do PETROS estava inserido no contexto do segundo ciclo de desenvolvimento do capitalismo de Estado brasileiro, que tinha por objetivo complementar a matriz industrial brasileira para inserir o país em posição de destaque na dinâmica capitalista global, de forma a competir produzindo e vendendo produtos de maior valor agregado com menor dependência dos produtos de países centrais.

O papel do capitalista, enquanto responsável por assumir risco e conduzir o processo de desenvolvimento econômico brasileiro era protagonizado pelo Estado, de acordo com ICSS (2005). No cenário de 1960 a 1970, as empresas estatais eram as principais empregadoras do país, sob o ponto de vista de postos de trabalho gerados.

Aos olhos da sociedade e candidatos a posições no mercado de trabalho, era compreensível a comparação direta entre as políticas para os funcionários estatutários e as praticadas com os funcionários celetistas, das empresas que representavam o capitalismo de Estado (que contavam com o INPS – sujeito ao teto de benefícios já descrito anteriormente). Dessa forma, seria natural que o Estado assumisse a complementação de aposentadoria dos funcionários de suas empresas, através dos fundos de pensão.

Na visão dos planejadores militares os fundos de pensão poderiam assumir função estratégica no financiamento de longo prazo, pois, diferentemente da previdência social, esse sistema funcionaria no regime de capitalização, num processo de acumulação de longo prazo que,

durante a fase de acumulação, seria potencializado pelo ganho de capital e garantiria a complementação de aposentadoria. Tratava-se de uma mecânica adequada à implantação de uma série de iniciativas, de forma a apoiar o completo processo de industrialização brasileiro, com o casamento entre instrumento moderno para gestão de políticas de recursos humanos e o financiamento saudável de longo prazo, para o fomento da atividade empresarial no país.

Em países de capitalismo desenvolvido, os fundos de pensão tiveram posição de destaque enquanto investidores institucionais e lideraram muitas ações no mercado de capitais, em razão dos volumes expressivos que administram e por suas características de investidores de longo prazo. COSTA (2009) destaca os Estados Unidos como referência positiva nesse contexto. Na visão de seus idealizadores, os fundos de pensão brasileiros cumpririam o duplo papel de ampliar o padrão de bem-estar da sociedade e viabilizar a implantação da moderna máquina capitalista brasileira.

### **1.6 – Regulação da previdência complementar brasileira**

Até meados da década de 1970, a previdência complementar brasileira desenvolveu-se sem o efetivo controle e a regulação do Estado. Nessa época, institutos como Mongeral e Capemi protagonizaram o primeiro evento de instabilidade do sistema. Tal situação decorreu de um expressivo volume de contribuições arrecadadas, sem garantias mínimas de atualização de reservas.

O episódio foi um dos catalisadores para iniciar as medidas de regulação do sistema de fundos de pensão brasileiros estabelecida a partir a aprovação da Lei 6435, de 15 de julho de 1977. Com o marco definido, a previdência complementar passou a contar com efetiva estrutura regulatória que evolui, se aperfeiçoa e fortalece a confiança da população no sistema.

O marco regulatório estabeleceu diferenciação, quanto à disponibilidade e abrangência, entre previdência social e complementar. Enquanto a previdência social é universal e abrange toda a população, o sistema de previdência complementar é construído a partir de um contrato entre participante e fundo de pensão.

A Lei 6.435 estabeleceu parâmetros essenciais à gestão dos sistemas de previdência complementar. Diferenciava o sistema fechado, representado pelos fundos de pensão (destinado a

funcionários de grupos empresariais específicos, ou associações que congreguem grupos profissionais – foco desse trabalho), das entidades abertas de previdência complementar (disponíveis ao público em geral), administradas pelas companhias de seguro, normalmente vinculadas aos bancos e conglomerados financeiros, que comercializam planos nas modalidades FGB's, PGBL's e seguros de vida na modalidade VGBL's.

HOEFLING (2008) afirma que além das questões relativas à complementaridade (assume, portanto, a obrigatoriedade de que o trabalhador esteja protegido pela previdência social), são relevantes no marco regulatório alguns outros aspectos. A saber:

**Facultatividade:** O empregador tem a liberalidade de oferecer – ou não – o benefício de previdência complementar aos seus empregados. Por sua vez, se o empregador tiver oferecido o benefício, o empregado tem a prerrogativa de aceitar – ou não - aderir ao programa oferecido por seu empregador.

**Formação de reservas técnicas:** A Lei 6.435 é objetiva e inequívoca ao definir que os planos de previdência complementar devem constituir reservas que serão utilizadas ao longo da fase pós-laboral, com o pagamento dos benefícios ao empregado.

**Autonomia organizacional:** Estabelece que as entidades de previdência complementar não integram a administração pública, sendo pessoas jurídicas de direito privado, necessitando do Estado para atividades de acompanhamento e regulação de suas atividades.

**Contratualidade:** Define que a relação entre participante e entidade de previdência não integram o contrato de trabalho. O relacionamento, nesse contrato, é estabelecido a partir da consensualidade na formação de vínculo igualitário entre as partes.

**Transparência:** Assegura aos participantes, acesso às informações a respeito da gestão das entidades e seus respectivos planos de benefícios.

### **1.7 – Plano de previdência complementar. Principais modalidades e reflexos no cotidiano das empresas e da sociedade**

O funcionamento de um plano de previdência, na modalidade de capitalização, parte da acumulação, ao longo da fase laboral, de recursos para serem utilizados na aposentadoria. Na fase de concessão de benefícios, os recursos serão utilizados, num modelo de descapitalização

dos recursos acumulados, através de pagamentos mensais ao participante (trabalhador aposentado) ou seus beneficiários, quando o caso.

A construção dessa dinâmica de acumulação e descapitalização planejada exige que se adote uma série de premissas e parâmetros, de acordo com as definições iniciais da patrocinadora (empregador) e seus princípios básicos de funcionamento. No que se refere à modalidade de plano, são duas as principais modalidades<sup>10</sup> previstas na legislação brasileira, de acordo com HOEFLING (2008):

Contribuição definida: O participante e seu patrocinador conhecem claramente qual o valor mensal de sua remuneração será destinado às contribuições para o fundo de pensão. Normalmente o valor é estabelecido como percentual do salário do trabalhador como parâmetro. A contrapartida da patrocinadora é um múltiplo de tal contribuição (pode ser igual, maior ou menor que a contribuição do participante - tal premissa é prevista no regulamento do plano e é grande atrativo à participação do trabalhador no programa de previdência complementar de sua empresa).

As contribuições do plano de Contribuição Definida são investidas durante a fase laboral do participante, em posições cujos limites de risco e classe por ativos são definidos pela Resolução BACEN 3792<sup>11</sup>, de setembro de 2009.

Ao final do período de contribuição, o valor acumulado pelas contribuições e rentabilidade deverá estar disponível ao participante, na forma de renda financeira, materializada na condição de resgates programados ou na forma de renda atuarial (essa é função da expectativa de sobrevivência adotada na aprovação do plano, premissa de juros futuros e indexador de benefício, como IPCA ou INPC, por exemplo).

No caso das rendas financeiras ou programadas, a componente longevidade do participante aposentado não agrega riscos ao plano, uma vez que o participante contará somente com a possibilidade de resgatar os valores acumulados através de rendas financeiras (percentual do fundo acumulado) ou de quantidade pré-estabelecidas de parcelas que totalizarão o saldo de conta existente em seu plano.

---

<sup>10</sup> HOEFLING (2008) descreve outras modalidades de planos, como os de contribuição variável, que pode ser entendida como um híbrido entre contribuição e benefício definido.

<sup>11</sup> BACEN (2009) edita resolução que “dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar, cuja publicação do Diário Oficial da União data de 28.09.2009”.

No caso de rendas atuariais há mais riscos envolvidos no modelo, uma vez que a renda será resultado de expectativa de juros reais futuros e uma componente de expectativa de sobrevivência do participante, que é estabelecida a partir de modelos estatísticos e atuariais, para determinar quantos pagamentos devem ser feitos ao participante, desde o início de sua aposentadoria até seu falecimento ou de seu(s) beneficiário(s).

Caso uma, ou mais, dessas premissas não seja confirmada, o plano poderá apresentar condição de desequilíbrio atuarial, uma vez que as premissas inicialmente estabelecidas não foram efetivamente alcançadas. Nesta situação, o contrato estabelecido no início do plano passa a apresentar riscos de não ser cumprido, exceto se houver ajustes no plano, na forma de aportes de recursos complementares para corrigir desvios ou redefinição dos parâmetros de benefício. Essa situação apresenta grandes riscos, além de desgastes para todos os envolvidos.

Benefício definido: Essa modalidade é a que melhor transmite a funcionalidade da previdência complementar, ou seja, mais aproxima o fundo de pensão ao que era a realidade do trabalhador enquanto pagamento de aposentadoria como percentual de salário na ativa. O plano estabelece o valor de benefício a ser pago ao participante na fase pós-laboral (normalmente esse é uma referência do salário do participante).

Para alcançar tal valor de benefício na aposentadoria é necessário construir uma equação em que diversos parâmetros são organizados. A taxa de juros reais a ser obtida durante a fase de capitalização do plano (acumulação), indexada por algum indicador como IPCA ou INPC, por exemplo. Além disso, a modelagem deve estabelecer premissas de rotatividade para o grupo e crescimento da massa salarial da empresa (de forma a planejar no longo prazo as exigibilidades de contribuição pela empresa patrocinadora).

Na fase de pagamento de benefícios, a dinâmica utilizada é a das rendas atuariais, que consideram os mesmos elementos já apresentados para o plano de contribuição definida, para a referida renda.

No caso de um plano de benefício definido fica claro que há mais riscos envolvidos, uma vez que, além dos riscos atuariais da fase de aposentadoria (concessão de benefícios) o modelo passa a incorporar riscos durante a fase de acumulação. Caso tais premissas não sejam alcançadas, o compromisso contratual assumido entre participante e patrocinador fica em risco, o que vai demandar revisão no modelo de custeio ou nos parâmetros que definem o plano, com os

desgastes potencializados por conta do prazo maior a que o plano expõe patrocinadores e participantes, uma vez que os riscos estão presentes durante as fases de acumulação e de concessão de benefícios.

Outro aspecto desse modelo, é que a premissa de sobrevivência estabelecida para a fase de concessão de benefícios é definida no momento da assinatura do contrato, ou seja, no momento em que o participante ingressa no plano. Eventuais desvios nas expectativas de sobrevivência do grupo (normalmente os avanços da medicina deslocam esses indicadores para cima) trazem impactos relevantes ao equilíbrio do plano e sua viabilidade financeira. Dessa forma, implantar e administrar um fundo de pensão e seus planos de benefícios não é tarefa trivial, tampouco óbvia, conforme explica CAETANO (2006), principalmente quando o plano de benefícios é estabelecido na modalidade benefício definido.

No caso brasileiro, à época de constituição dos principais fundos de pensão, os patrocinadores tinham preocupações quanto à viabilidade de implantar e manter os planos de benefícios, do ponto de vista de custo de operação. Por conta da pouca experiência na gestão desses assuntos, parecia evidente a estratégia para redução de custo da administração do plano: definir padrões arrojados em relação às expectativas de rentabilidade dos investimentos e conservadores sobre a evolução salarial e sobrevivência das massas atendidas pelos planos.

Pelo lado das expectativas de sobrevivência da população, o método para reduzir custos era estabelecido a partir de hipóteses de sobrevivência que assumiam baixos níveis de longevidade (dessa forma, o benefício seria pago por um período curto de tempo), conforme explica ICSS (2007). Essa combinação de fatores criou um modelo de previdência complementar que apresentava um padrão de expectativas de rentabilidade elevadas, com longevidades limitadas.

OLIVEIRA (2012) comenta que a melhora nas condições de saúde e desenvolvimento científico, garantiram incremento substancial às expectativas de vida da população. Fatores como avanços da medicina, maior disponibilidade de alimentos, estabilidade da economia e os avanços da tecnologia são elementos relevantes nesse processo. Dados do IBGE indicam que no Brasil, entre 1940 e 2000, a esperança de vida ao nascer saltou de 41,5 para 68,6 anos de idade.

A combinação dessas premissas levou o sistema brasileiro a uma condição peculiar, em que o volume de recursos para fazer frente aos benefícios de aposentadoria desses planos se aproximasse da insuficiência de reservas, colocando em risco os benefícios dos aposentados ou a saúde financeira das empresas patrocinadoras desses planos, desestabilizando a credibilidade da previdência complementar brasileira.

A legislação brasileira define que o equilíbrio econômico-atuarial é atribuição compartilhada entre o patrocinador e seus participantes, não cabendo ao Estado a responsabilidade por eventuais desvios, conforme HOEFLING (2008). Em termos ilustrativos, vale estabelecer rápida comparação: enquanto o modelo brasileiro divide a responsabilidade pela cobertura de eventuais desvios com os participantes, a legislação americana define tal atribuição como exclusiva dos patrocinadores (empresas empregadoras) naquele país.

A condição peculiar em que se deu a evolução do modelo de previdência complementar brasileiro levou à construção de expressivo passivo, dado que as contribuições eram recolhidas em patamares inferiores às necessidades reais dos planos de benefício. Ao longo do tempo, antes ou durante a concessão dos benefícios, o referido equilíbrio deveria ser reestabelecido, por contribuições que corrigissem os desvios ou por revisões nos objetivos do plano.

As imperfeições do sistema tornaram-se aparentes com a estabilização econômica alcançada na segunda metade dos anos 1990. Nessa fase, muitos planos de benefício definido mostraram suas fragilidades financeiras, geradas por premissas atuariais incompatíveis com a realidade de seus participantes. Observou-se então expressivo volume de revisões e mudanças nos planos de benefícios que, de acordo com CASSA (2009), foram readequados do padrão de “benefício definido” para “contribuição definida”, além de iniciativas mais radicais, como extinção de fundos de pensão ou transferência para os sistemas abertos.

## CAPÍTULO 2

### **Inovação em investimentos dos fundos de pensão: a experiência internacional**

No capítulo anterior foi possível entender a dinâmica dos sistemas de previdência nas sociedades modernas e sua importância para viabilizar e estabilizar as estruturas sociais estabelecidas a partir da era industrial. Além disso, também foi abordado o desenvolvimento dos sistemas de previdência complementar e sua importância na suplementação dos benefícios oferecidos pelos sistemas de previdência social.

O capítulo atual pretende esclarecer como a dinâmica capitalista estabelecida a partir de meados da década de 1970<sup>12</sup> determinou nova conduta empresarial, com reflexos diretos sobre os fundos de pensão. O foco na valorização patrimonial como estratégia para rentabilizar o portfólio dos investidores passou a ser prioridade e os resultados contábeis ganharam relevância nessa dinâmica. Eventuais entraves a esse processo deveriam ser superados.

A preocupação com os riscos de contaminação contábil que os planos de benefício definido<sup>13</sup> pudessem representar determinou a recomendação de sua substituição por fundos de “contribuição definida”. Neste tipo de plano, o objetivo é alcançar ou superar índices financeiros de renda fixa ou variável, previamente estabelecidos, estratégia que objetiva reduzir riscos para os patrocinadores.

O capítulo pretende mostrar como a nova dinâmica passou a representar riscos aos fundos e seus participantes nos países centrais.

#### **2.1 – A nova realidade dos fundos de pensão**

A nova dinâmica capitalista teve reflexos diretos nos planos de benefício dos fundos de pensão. HOEFLING (2008) quantifica a nova realidade dos fundos de pensão americanos. Entre 1975 a 1999, os Estados Unidos viram recuar de 100 mil para 50 mil, o total de planos “benefício definido”. No mesmo período, os planos de “contribuição definida” ultrapassam 680 mil, superando 90% do total de planos naquele país.

---

<sup>12</sup> ver BRAGA (1993)

<sup>13</sup> De acordo com MPAS (2011), “os patrocinadores deverão reconhecer déficits nos planos de benefício de fundos sob seu patrocínio, que no caso das empresas listadas em bolsa, deve ser contabilizado conforme o padrão contábil IFRS - International Financial Report Standards”.

O movimento descrito reflete a nova realidade de mercado dos países centrais, uma vez que os planos de contribuição definida apresentam menos risco a seus patrocinadores, apresentando-se como alternativa mais adequada à realidade das empresas e sociedade.

Sobre a nova dinâmica capitalista, MINSKY (1986) defende que as inovações financeiras assumiram duas funções. Sob a visão microeconômica, criaram instrumentos responsáveis por gerarem às instituições financeiras condições de alavancarem posições e de atenderem à crescente demanda por crédito, ampliando o volume de ativos financeiros, a valorização do capital e os seus ganhos.

No plano macroeconômico, os agentes financeiros permitiram que empresas e pessoas ampliassem o nível de endividamento, mas a maior complexidade das relações de débito e crédito, com a securitização e derivativos, enfraqueceu o poder de regulação dos bancos centrais e elevou a fragilidade dos agentes financeiros envolvidos nessas atividades.

A nova dinâmica agregou benefícios aos agentes de mercado e à sociedade, mas a instabilidade financeira tornou comuns mudanças no cenário de juros e quebra de contratos, questionando a capacidade dos agentes de gerar receita para saldar compromissos, potencializando o risco sistêmico.

A securitização de ativos foi um instrumento essencial para viabilizar a dinâmica de valorização patrimonial. Ao partir de um ativo único, inicialmente indivisível e, normalmente, de baixa liquidez, pode se reconfigurar a partir de estrutura jurídica específica e assumir nova condição. Uma vez fragmentado, torna-se acessível a uma quantidade substancialmente maior de investidores e objeto de múltiplas operações. CATÃO (2006) mostra que a securitização teve papel de catalisador no processo de desenvolvimento econômico nos Estados Unidos do início dos anos 1970, para garantir recursos ao sistema de financiamento imobiliário e atender à demanda da geração de *baby boomers*.

A tentativa de evitar que o sistema de hipotecas americano entrasse em colapso, por excesso de demanda, sem a contraparte em recursos para alimentar a indústria de construção civil, levou à adoção de duas iniciativas. A primeira foi permitir que as empresas de hipotecas emitissem títulos negociáveis no mercado secundário, o que eliminaria o risco dos investidores adquirirem ativos com maior potencial de rentabilidade, porém sem liquidez. A partir do momento em que os títulos hipotecários passaram a ter mercado secundário, os agentes

interessados em adquiri-los poderiam fazê-lo sem a obrigação de mantê-los até o vencimento, uma vez que existia condição de negociar tais ativos, até então sem liquidez. A mudança institucional deu flexibilidade aos agentes interessados na aquisição de títulos emitidos por empresas de hipotecas norte-americanas. A segunda iniciativa foi o desenvolvimento de estruturas de securitização, partindo de títulos hipotecários, o que tornou possível transformar carteiras hipotecárias em ativos pulverizados, sendo possível integrá-los às carteiras dos mais diversos investidores. Esses movimentos foram decisivos no estabelecimento da estrutura que viabilizou a nova dinâmica de investimentos e tornou possível fragmentar diversos ativos e incorporá-los ao portfólio dos investidores.

Como a dinâmica partiu do país hegemônico, as práticas de securitização foram replicadas em praças como Inglaterra, países europeus e asiáticos, entre os quais Japão e Coréia do Sul. No caso brasileiro, o movimento de securitização assumiu alguma expressão a partir dos anos 2000, quando os fundos de direitos creditórios e as carteiras de recebíveis imobiliários captaram volumes mais relevantes e atuaram como alternativa ao crédito tradicional<sup>14</sup>, ainda que de forma insuficiente às necessidades do mercado. Quanto ao movimento deflagrado nos Estados Unidos, uma abordagem importante é sobre os impactos que o novo padrão de concessão de créditos, com transferência de ativos e riscos para investidores, causou no mercado. CHESNAIS (2005) explica que a nova realidade direcionou os mercados rumo a situações onde o foco estava nos ganhos de curto prazo com o benefício complementar da liquidez. A busca pela valorização patrimonial, cuja confirmação é dada pela apuração de resultados contábeis, fez os resultados reais, com efeito no caixa das empresas, assumirem menor importância. No novo padrão, os agentes são direcionados a registrar ganhos no balanço das companhias, ainda que sejam estritamente de natureza contábil. O padrão atual estabelece que expectativas de redução na valorização dos ativos podem levar os seus detentores a se livrarem dos mesmos e buscarem novas oportunidades, o que eleva a chance de desencadear situações de volatilidade e instabilidade.

---

<sup>14</sup> Quanto ao caso brasileiro, COSTA (2009) comenta que “não se constituiu, plenamente, “economia de mercado de capitais”. Em economia com grande instabilidade inflacionária e cambial, a forma preferida de manutenção de fortuna local sempre foi em bens de raiz”.

## 2.2 – Orientação das empresas no novo contexto de mercado

A nova dinâmica tem efeito secundário crítico na dinâmica de administração e orientação das empresas, uma vez que, até o surgimento das inovações financeiras, os investidores tinham universo de alocações restrito, dado pelo mercado de ações e dívida pública e privada, sem instrumentos daí derivados. Esses mercados possuem características antagônicas quanto ao horizonte de risco e rentabilidade, uma vez que, à época, os eventos de volatilidade eram muito mais agudos nos mercados de bolsa do que nos de dívida pública, bem como os riscos inerentes a cada classe de investimentos. Era esperado que investidores conservadores concentrassem suas economias em ativos de dívida pública, enquanto os arrojados buscassem oportunidades nos mercados de renda variável ou dívida privada, fonte de financiamento de longo prazo vital para as empresas e capital produtivo de longo prazo, nos Estados Unidos.

Com os instrumentos de securitização, novas oportunidades ficam disponíveis aos investidores, que a partir de então não precisam se polarizar quanto à decisão de alocação. Analisada pela ótica das empresas<sup>15</sup>, a nova realidade se apresentou como desafio, uma vez que elas passam a “competir” pelo investidor com novos instrumentos de alocação, menos conservadores que os títulos públicos e potencialmente mais rentáveis que os mesmos. Esse quadro demandou nova postura dos dirigentes, em relação à condução das empresas<sup>16</sup>, para garantir sua atratividade e manutenção de seus títulos na carteira dos investidores, pelo maior prazo possível. Dentre as iniciativas adotadas, o esforço em evitar empecilhos que limitassem sua valorização no mercado bursátil assumiu papel central.

Um risco relevante é relativo a inconsistências nos fundos de pensão, que poderiam impactar a cotação das ações das empresas. Tais situações deveriam ser evitadas. HOEFLING (2008), em análise sobre o ambiente jurídico do mercado norte-americano, explica que a responsabilidade pela cobertura de eventuais desvios financeiros nos fundos de pensão de

---

<sup>15</sup> CARNEIRO (2007) referencia Plihon (2004) e afirma que “O parâmetro de remuneração da riqueza em geral, a taxa de juros, transforma-o em *benchmarking* imediato para o retorno da atividade produtiva. O que era um objetivo estratégico das empresas – a taxa de lucro superior à taxa de juros – passa a ser um critério decisivo para a operação das mesmas”.

<sup>16</sup> BRAGA (1993) destaca que estão presentes na crise da economia americana, alguns aspectos importantes: primeiro, a ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza no capitalismo central; segundo, a busca da rentabilidade acelerada; e, terceiro, o que se aplica tanto às corporações quanto à construção de posições por parte do sistema financeiro, a trajetória em direção à preponderância dos ativos líquidos e rentáveis.

benefício definido daquele país é exclusivamente das empresas patrocinadoras, o que esclarece a razão das mudanças nos planos de benefícios nos fundos de pensão daquele país.

O novo contexto promoveu movimento de mudança dos fundos de pensão com planos de benefício definido para planos de contribuição definida, como visto anteriormente. No caso brasileiro, CASSA (2009) explica que essa mudança foi expressiva à época das privatizações e de integração à economia global, quando muitas empresas estatais e privadas redefiniram os planos de benefícios de seus fundos de pensão.

### **2.3 – Retornos diferenciados e riscos crescentes**

Os fundos de pensão foram concebidos para oferecer segurança à época da aposentadoria, materializada na forma de renda complementar. O modo mais direto de entender esse benefício, na visão do autor desse trabalho, é através de uma renda mensal que melhore o benefício oferecido pela previdência social, para aproximar a renda do aposentado ao que ele recebia na ativa.

A mudança nos planos de benefício dos fundos de pensão, com diminuição nos planos de benefício definido e ampliação dos planos de contribuição definida, demandou nova interação entre fundos de pensão e participantes, quanto aos benefícios oferecidos nos novos planos, além de exigir o desenvolvimento de um contexto atraente para garantir maior adesão à nova modalidade de plano. Passaram à condição de destaque aspectos como a transparência no acompanhamento de contas individuais e melhor condição de governança, bem como questões práticas, como maior liberdade para buscar rentabilidades positivamente diferenciadas.

O vínculo entre a nova realidade dos fundos de pensão e o mercado de administração de recursos de terceiros, os *asset managers*, passa a se desenvolver nesse contexto, em que a busca por rentabilidade ganha destaque. Uma vez que parte do valor gerado pelos fundos de pensão é dada pela rentabilidade dos investimentos, os gestores profissionais de recursos de terceiros desenvolvem arquiteturas inovadoras de alocação, partindo de ativos securitizados e instrumentos derivados. Tais investimentos, na perspectiva das empresas de *asset management*, são uma forma de estabelecer diferenciação em relação aos concorrentes e alcançar rentabilidades superiores, como estratégia para captar volumes crescentes de recursos e potencializar os ganhos gerados pelas taxas de administração, estabelecidas como percentual do volume de recursos que

esses agentes têm sob sua responsabilidade. O novo modelo oferece a perspectiva de retornos diferenciados e parte do princípio do investidor racional, focado no padrão risco x retorno, onde é essencial na busca de resultados diferenciados em rentabilidade assumir maior nível de risco. Situações historicamente conservadoras, como investimentos em renda fixa, assumem contornos menos convencionais na nova realidade, passando a expor seus cotistas a riscos que sequer fazem ideia.

Para exemplo, tome-se um fundo de pensão que direcione parte de seus investimentos para renda fixa e tenha à disposição duas alternativas. A primeira é disponibilizada num fundo composto exclusivamente por títulos do Tesouro Nacional (imagine LFT's, em sua maioria, aderentes à taxa SELIC, que tende a aproximar-se muito da curva de CDI<sup>17</sup>). Enquanto isso, o segundo administrador oferece um fundo da mesma classe (renda fixa), com risco de crédito privado (que compra títulos de empresas ou bancos privados). Para o exemplo, os ativos são certificados de depósito bancário (CDB's) de um banco privado às portas de um processo de intervenção para posterior liquidação (no exemplo, os CDB's desse banco foram emitidos a uma taxa de 107% do CDI). Se ambos os administradores praticarem a mesma taxa de administração e conviverem com custos gerais de auditoria, contabilidade e custódia idênticos, a probabilidade de o segundo gestor obter ganhos superiores ao primeiro (107% x 100% do CDI) é alta e será eficaz para atrair os recursos de fundos de pensão, que num plano de contribuição definida são orientados a capturar a oportunidade de rentabilizar seus ativos, na lógica de carteira de investimentos.

Tal padrão persistirá até que o mercado seja impactado pela notícia da intervenção e liquidação da instituição responsável pela emissão dos CDB's adquiridos pelo segundo gestor, momento em que seus ativos passarão a registrar valor de mercado próximo a zero e o impacto será refletido na cota dos fundos. Até então, a maioria dos participantes do fundo de pensão que adquiriu cotas desse fundo poderia pensar que suas reservas estavam sendo administradas sob

---

<sup>17</sup> De acordo com FORTUNA (2003) Os Certificados de Depósitos Interbancários (CDIs) são títulos emitidos pelos bancos como forma de captação ou aplicação de recursos excedentes. Criado em meados da década de 1980, os CDIs são aplicações com prazos de 1 dia útil, com objetivo de melhorar a liquidez de uma determinada instituição financeira. A taxa média diária do CDI de um dia é utilizada como referencial para o custo do dinheiro (juros). Por esse motivo, essa taxa também é utilizada como referencial para avaliar a rentabilidade das aplicações em fundos de investimento. A Taxa CDI mais amplamente adotada no mercado é a DI-Over. Ela é calculada como a média das operações transacionadas num único dia, desconsiderando as operações dentro de um mesmo grupo financeiro.

rigorosos princípios prudenciais e a rentabilidade do fundo de renda fixa era sistematicamente superior à do primeiro fundo pela eficiência desse gestor. Os participantes sequer faziam ideia da real justificava para tal desempenho.

Situações desse gênero são frequentes (exceto perdas tão expressivas) na nova realidade. A situação anteriormente apresentada aconteceu no Brasil, com o Banco Santos, protagonista de fraude com posterior intervenção e liquidação. Cerca de quarenta fundos de pensão brasileiros confiaram seus recursos diretamente à área de gestão de recursos de terceiros do Banco Santos ou investiram diretamente em fundos que compravam títulos da instituição, os CDB's do banco Santos<sup>18</sup>. Nos próximos parágrafos será possível verificar situações em que, em nome da rentabilidade superior, maior nível de risco é incorporado às carteiras, cujo potencial impacto não é de conhecimento dos participantes.

## **2.4 – Fundos de pensão investindo em ativos securitizados: benefícios e riscos potenciais**

O trabalho vai descrever os instrumentos de securitização como vetores para dinamizar os mercados e potencializar o crédito, com reflexo no aumento de instabilidade. É certo que os instrumentos de securitização agregam benefícios ao processo de desenvolvimento econômico, aceleram a dinâmica de acumulação capitalista e podem ampliar o bem-estar da sociedade. O ponto de atenção sobre tais instrumentos é quanto ao seu mau uso, que pode instabilizar e expor a riscos todo o sistema financeiro, agregando incerteza a mercados anteriormente previsíveis. Uma alternativa para equilibrar riscos e benefícios é estabelecer mecanismos de efetiva supervisão da atividade de seus operadores, além de desenvolver sistemas em que situações de *default* sejam compartilhadas com os agentes de estruturação, classificação e distribuição desses ativos.

Os próximos parágrafos apresentarão possibilidades de securitização, em que os fundos de pensão podem investir seus recursos em ativos com alto potencial de valorização,

---

<sup>18</sup> O episódio do Banco Santos, ocorrido em 2005, alarmou o mercado de investidores, tanto pessoas físicas quanto jurídicas, a respeito dos potenciais riscos de se investir em instrumentos de tal natureza, conforme reportagem do periódico Folha de São Paulo, de 2005. Nesse evento de perda, houve situação em que, individualmente, um só cliente perdeu cerca de R\$ 1 milhão, segundo informa a referida reportagem.

como exemplo de situações em que tais iniciativas podem contribuir com o crescimento econômico, sem desconsiderar os efeitos de maior risco e instabilidade aí presentes.

#### **2.4.1 – Potencialização do crédito ao consumo**

Para o primeiro caso, assume-se a convergência entre os dois contextos: de um lado, um fundo de pensão europeu, em busca de ativos com maior rentabilidade para alocar em seu portfólio, que possa considerar a compra de ativos em países emergentes para potencializar o retorno de seus investimentos. De outro lado, uma empresa de crédito ao consumo (financeira) que tenha construído uma carteira de financiamento de automóveis, responsável por absorver expressiva parcela de sua liquidez, com prazo médio de 48 meses. A financeira pode receber a carteira ao longo dos pagamentos de clientes, o que vai limitar a concessão de novos créditos; pode captar recursos no mercado, via dívida (com custo provavelmente elevado e outros aspectos restritivos a tal ação, como condição contábil e limites de sua estrutura de capital) ou promover abertura de capital, soluções não necessariamente atraentes.

A convergência entre as duas necessidades, investimentos com rentabilidade diferenciada e geração de condições para novo ciclo de concessão de crédito na financeira, é o gatilho a disparar uma operação de securitização, via carteira de recebíveis de crédito, que será o ativo principal de um fundo de investimentos em direitos creditórios (FIDC) cujas cotas serão adquiridas pelo fundo de pensão. O atrativo dessa operação reside no fato de a rentabilidade esperada de tal fundo ser atraente, ao mesmo tempo em que libera recursos para a financeira iniciar nova rodada de empréstimos. O efeito adverso da operação é dado num contexto em que a financeira construa uma carteira de créditos por automóveis comercializados em lojas independentes, para pessoas cuja condição de liquidação dos compromissos não seja profundamente conhecida. Os interessados finais (participantes dos fundos de pensão) não conhecem claramente os riscos e adversidades a que estarão expostos. Eventualmente ficarão radiantes ao saber que investem em ativos de um país com desempenho econômico ímpar, com a economia em expansão. O aspecto crítico da estrutura diz respeito ao fato de nenhum agente, exceto os compradores dos automóveis, assumir o risco pelos créditos.

#### **2.4.2 - Aceleração do desenvolvimento imobiliário**

Situação de vinculação entre os fundos de pensão e os investimentos a partir das inovações financeiras está presente nos investimentos imobiliários. Trata-se de uma prática cada vez mais recorrente, configurada nos fundos imobiliários desenvolvidos para viabilizar os empreendimentos sob medida, ou acelerar o mercado de habitações.

Em quaisquer das iniciativas, a estruturação de uma carteira de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) é estabelecida para posterior aquisição das cotas num fundo de investimentos imobiliários, constituído para viabilizar a instalação do empreendimento imobiliário, no qual os fundos de pensão realizam os investimentos, ao mesmo tempo em que uma segunda empresa assume o compromisso de locar o imóvel alvo por prazo bastante extenso. Uma sofisticada engrenagem é acionada, com inúmeros agentes e estruturas jurídicas bastante robustas, de modo a viabilizar a implantação do empreendimento. Para o fundo de pensão investidor, o benefício esperado é o de participar como cotista de empreendimento que irá gerar fluxo de caixa por prazo amplo e contará com atualização estabelecida em índices compatíveis com suas necessidades, além de contar com a potencial valorização do imóvel no tempo, o que multiplicará o valor de seu investimento naquele fundo.

Para o locatário, o benefício de tal iniciativa é o de demandar a obra de acordo com as especificidades e objetivos de sua operação, sem contrair empréstimos com bancos ou passivos que impactem os balanços da empresa com obrigações de longo prazo, que poderia afetar sua valorização. A solução permitirá à empresa interessada utilizar a planta industrial ou escritórios sem imobilizar recursos para a implantação da referida obra, liberando recursos para a sua atividade fim, o que potencializa a rentabilidade de sua operação.

O crescimento explosivo de prédios dedicados a estruturas de logística e empreendimentos comerciais é em grande parte explicado por operações dessa natureza. Vale registrar o movimento especulativo presente na operação, uma vez que sinalizada a iniciativa, é impossível quantificar de forma clara a valorização de imóveis nas regiões de implantação, pois, se o investimento se tornar pouco atraente ou deficitário ou se o locatário original não apresentar condições de honrar os compromissos assumidos, os fundos de pensão e, em última análise seus participantes, amargarão com os maus resultados de tal alocação até que a situação seja revertida ou se encontre novo investidor que assuma a posição.

### **2.4.3 – Novas rodovias via antecipação de direitos de outorga**

Uma terceira situação pode ser vislumbrada no exemplo a seguir, com perspectivas promissoras no caso brasileiro, a partir da exploração de serviços de concessão de rodovias.

As empresas de concessão de rodovias apresentam crescimento expressivo nas últimas décadas. Um aspecto relevante é relativo ao pagamento da outorga pela concessão dessas rodovias aos poderes estadual e federal, que no caso de São Paulo tem sido usada para ampliar e melhorar a sua malha viária. Uma vez que tal atividade é intensiva na utilização de recursos e os poderes estaduais estão sujeitos a estreitos limites orçamentários, inclusive quanto à possibilidade de emitir dívidas, uma saída para efetivar os investimentos é a antecipação de receitas das outorgas.

No caso paulista, uma iniciativa teve início em 2010, com o objetivo de antecipar cerca de R\$ 700 milhões para investir em duplicação e melhorias de rodovias. O governo de São Paulo, através do DER, estruturou e lançou FIDC específico para viabilizar essas obras, no “Fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizado do Departamento de Estradas e Rodagem do Estado de São Paulo”, que deveria captar, segundo prospecto, até R\$ 650 milhões. A securitização tornou-se acessível ao poder público, que vai antecipar recebíveis futuros através desse instrumento, um modo eficiente de viabilizar seus projetos.

No caso descrito, a garantia do fundo de recebíveis será o fluxo de pagamentos futuros que as concessionárias irão recolher ao governo de São Paulo, como outorga pelas rodovias concedidas. Um fundo específico será criado para receber recursos de investidores qualificados, entre os quais fundos de pensão. Instrumento jurídico específico prevê que os pagamentos futuros das outorgas sejam destinados ao fundo de direitos creditórios, que absorverá o fluxo de caixa futuro. O atrativo da operação é que, diferentemente das duas situações anteriores, o risco final é substancialmente pulverizado e previsível (uma vez que a geração de caixa das concessionárias ocorre a partir da cobrança de tarifa de pedágio), o que aumenta o interesse dos investidores. A eventual fragilidade reside num possível questionamento quanto à legitimidade da exploração de concessão expor a estrutura de recebimentos de longo prazo, deixando o cotista do fundo de recebíveis em condição de risco.

Instrumentos de securitização são legítimos, oferecem benefícios e riscos que devem ser ponderados e avaliados. O aspecto desfavorável é que nos países centrais têm sido replicados

numa infinidade de situações, nem sempre de boa qualidade de estruturação e muitas vezes com baixo nível de percepção quanto aos riscos envolvidos. No caso dos fundos de pensão, o ponto relativo à análise de riscos é crítico, uma vez que os investidores de última instância, os participantes, desconhecem os riscos e os *asset managers* muitas vezes podem viver situações de conflito. Outro aspecto relevante é que no mercado atual convive-se com operações pouco convencionais, como operações em países de ambiente político pouco estável e condições econômicas precárias, aspectos não claramente descritos nos prospectos de investimento, levando o investidor a ingressar em modalidades de alocação desconhecidas, com alta complexidade de estruturação.

## **2.5 – Articulação entre ativos securitizados e os fundos de pensão**

Os exemplos descritos anteriormente são desenvolvidos e materializados através da alocação de recursos nos fundos de direitos creditórios (FIDC's), certificados de recebíveis imobiliários (CRI's), notas promissórias, debêntures e outros instrumentos de emissão privada.

LIMA (2009) descrevem a evolução do mercado de securitização de ativos no Brasil desde o início dos anos 2000. Aspectos relevantes quanto ao tema podem ser verificados na evolução do volume de emissões primárias de fundos de direitos creditórios e certificados de recebíveis imobiliários. No estudo realizado, foi identificado que, no caso dos FIDC's não houve emissão desse tipo de instrumento até o final de 2001 e no início de 2002 o volume de emissões dessa natureza se aproximou de R\$ 200 milhões, para superar os R\$ 10 bilhões no final de 2008. No mesmo período, as emissões de CRI's, classificadas juntamente com os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), saltaram de menos de R\$ 1 bilhão em 2000, para R\$ 20 bilhões em 2008. Para efeito de comparação, uma referência importante é dada pelas informações do Banco Central, que apontam crescimento no volume total de operações de crédito no Brasil que saltam de R\$ 500 bilhões em 2004 para R\$ 2 trilhões em março 2012. Mesmo que em termos absolutos os ativos securitizados tenham apresentado crescimento substancial, em termos relativos ainda são muito pouco representativos na comparação com o volume total de operações de crédito no país. Uma das razões a explicar a aceleração insuficiente desses instrumentos é a falta de mercado secundário estruturado, o que pode inibir potenciais interessados a ingressar

nesses ativos, uma vez que deverão levar os títulos a vencimento, caso tenham optado por tal alocação, conforme argumenta TORRES (2012).

Quanto ao universo de agentes presentes na indústria de investimentos privados, aparentemente dominada pelos bancos, ao redor dos quais orbitam agências de classificação, empresas de securitização, advogados especializados em estruturação financeira, empresas de custódia e consultorias de investimento, há um novo mercado em desenvolvimento em que é possível extrair remuneração por serviços prestados nessas atividades sem gerar exposição a riscos decorrentes de investimentos de baixo desempenho. Parece haver oportunidade de estabelecer regulamentação específica, voltada ao aperfeiçoamento do sistema de créditos privados, de forma a equilibrar a distribuição de riscos e torná-los menos agressivo aos seus potenciais investidores, numa dinâmica em que os estruturadores e distribuidores assumam, ainda que parcialmente, a responsabilidade pela qualidade do crédito.

## **2.6 - Nova dinâmica de investimentos em ativos securitizados: comentários finais**

No decorrer do capítulo foi possível compreender que as inovações financeiras foram responsáveis pela construção de um modelo de investimentos que agrega benefícios relevantes, mas apresenta reflexos diretos na volatilidade e instabilidade que crescem nos sistemas financeiros. As empresas industriais sofreram grande impacto e passaram a se posicionar de modo mais arrojado, além de sofrer um sem-número de pressões para gerar atratividade aos investidores, que se institucionalizam e demandam a criação de valor incessante de seus portfólios, colocando em risco seu patrimônio, fazendo os cotistas, de forma equivocada, pensarem estar posicionados em situação de segurança e estabilidade.

Os fundos de pensão nos países centrais - parte essencial de um sistema concebido para atuar como instrumento de complemento de renda na aposentadoria e ampliação do nível de bem-estar da população - assumem nova funcionalidade e se integram à nova dinâmica. A função dos fundos, antes atrelada à obrigação de pagar rendas no momento da aposentadoria, é substituída por uma nova dinâmica, preocupada em orientar os investimentos de modo a

potencializar<sup>19</sup> a rentabilidade, induzido pela competição entre os *asset managers*, que podem gerar episódios de perdas substanciais nas crises financeiras.

Até onde é possível observar, os agentes mais beneficiados pela atual dinâmica parecem ser os bancos, por conseguirem liberar grandes massas de ativos imobilizados para buscar novas oportunidades de valorização, sem declinar das receitas com as operações de crédito, ocupando agora a posição de estruturadores de soluções que envolvem os ativos securitizados. Em seu novo papel, os bancos assumem diversas atribuições, que podem partir da prospecção de oportunidades de alocar fundos, passam pela montagem e estruturação dos fundos de investimentos e alcançam a distribuição desses fundos de investimento para os fundos de pensão.

Na modalidade de ativos securitizados, os instrumentos de crédito são negociados por fundos de investimentos que, assim organizados, geram outras formas de ganhos aos bancos. Estes tomam a forma de gestores de fundos de investimentos, distribuidores de títulos e valores ou atuam como agentes de custódia ou estruturadores de tais operações (nos bancos de investimentos), com o benefício de não assumirem o risco de perda ocasionado pela inadimplência, uma vez que passam à posição de prestadores de serviços e não de agentes de concessão de crédito<sup>20</sup>.

Outro aspecto é o nascimento da indústria composta pelas agências de classificação de riscos, gestores de fundos independentes, boutiques de investimento, consultores especializados em análise de investimentos, empresas de securitização, escritórios de advocacia especializados em estruturar contratos e os mais diversos serviços que orbitam em torno desse sistema. O interesse desses agentes é garantir a sua sobrevivência a partir dos ativos securitizados e das inovações financeiras construídas, que atuam de forma a potencializar os seus ganhos, conforme SAUVIAT (2005).

---

<sup>19</sup> TORRES (2012) entende que o movimento descrito pelos fundos de pensão é uma reação de defesa à redução efetiva nas taxas de juros, como estratégia para evitar o esmagamento no processo de acumulação de reservas desses agentes. De qualquer forma, a visão do autor desse trabalho é a de que o critério e o processo de análise de investimentos seria provavelmente mais conservador se a responsabilidade dos patrocinadores, em caso de default ou mau desempenho dos investimentos, fosse mantida.

<sup>20</sup> BRAGA (1993) analisa que “*muitos entendem, equivocadamente, haver um processo de desintermediação bancária. Esta é uma falácia, já que nestas mudanças os próprios bancos transformam-se, redefinem suas conexões com a indústria, e são importantes subscritores - nas operações de underwriting - e distribuidores dos títulos securitizados*”.

Faz sentido questionar, a partir da crise deflagrada em 2007, com horizonte ainda nebuloso de desfecho, se há contexto alternativo e, em caso positivo, como é possível criar ambiente mais saudável de investimentos. O interesse é buscar alocações consistentes, que promovam novas perspectivas para os fundos de pensão, a partir de maior equilíbrio e responsabilidades entre os agentes do sistema, além de avaliar modelos de securitização com eventual compartilhamento de riscos entre os agentes do processo em caso de *default*.

O capítulo 3 é dedicado a entender os investimentos alternativos. No capítulo serão verificadas tais iniciativas, impactos, riscos e características, além de analisar as perspectivas para o setor, no exterior e no Brasil, onde já há iniciativas de promover essas alocações.

## CAPÍTULO 3

### Investimentos alternativos

No decorrer do trabalho foi possível acompanhar como a dinâmica capitalista ganhou novos contornos e envolveu empresas, fundos de pensão e seus participantes, além de verificar como os planos de benefícios dos fundos de pensão se adaptaram às novas condições de mercado. Este capítulo aborda experiências inovadoras desenvolvidas pelos fundos de pensão nos investimentos alternativos. O capítulo busca caracterizar tais investimentos e mostrar de que forma os dirigentes dos fundos de pensão evoluem em sua direção, com atenção aos investimentos em serviços de infraestrutura. O objetivo do capítulo é apresentar esses investimentos como possibilidade para redirecionar alocações dos fundos de pensão.

#### 3.1 - Investimentos alternativos. Conceitos e definições gerais

Na abordagem desenvolvida por LORENZO F<sup>o</sup> (2009), o investimento é classificado como alternativo quando preenche alguns requisitos básicos:

- É incomum nos portfólios;
- Não tem liquidez;
- Oferece potencial de desempenho diferente dos tradicionais;
- É raramente transacionado nos mercados públicos organizados e;
- Requer habilidades específicas do gestor para sua rentabilização.

Na interpretação que RAIMUNDO (2002), faz sobre o trabalho de RABELO (2000), os investimentos alternativos são definidos e caracterizados como “investimentos privados, não tradicionais e de baixa liquidez; como tal, excluem os ativos tradicionais: ações, instrumentos de renda fixa e imóveis”. Tal caracterização pode fazer com que tais investimentos possam ser encarados como catalisadores de riscos. Nos próximos parágrafos, será possível compreender que tais iniciativas podem ser benéficas e positivas do ponto de vista de rentabilidade e redução de volatilidade. RABELO (2000) descreve os investimentos alternativos em suas principais modalidades nas especificações a seguir:

a) Venture Capital: investimentos na forma de ações (*equity*) em empresas que comercializam produtos ou serviços inovadores ou não apresentem modelos completamente maduros de geração de caixa (chamado de capital semente, ou *seed money*). LORENZO F<sup>o</sup>

(2009) destaca a oportunidade representada pelos investimentos em pequenas empresas, com alto potencial de crescimento<sup>21</sup>, nessas classes de investimentos.

b) Fundos de leveraged buyouts (LBO): investimentos diretos em empresas abertas ou fechadas que resultam na aquisição de uma parcela significativa ou controle majoritário da empresa. Nesse investimento o controle acionário da empresa investida se dá com parcela significativa do investimento financiado através de dívida. Normalmente cria-se uma empresa, que compra a empresa alvo do investimento por meio de constituição de dívida. Nessas operações, o volume de recursos próprios efetivamente investidos é bastante inferior ao custo de compra da empresa alvo. Uma relação de 30% capital próprio para 70% em dívida. O valor total captado por essa empresa será alocado para potencializar a geração de rentabilidade na empresa investida.

c) *Distressed securities*: investimento realizado por meio de aquisição de dívida ou direitos comerciais de empresas que estão em dificuldades financeiras, em processo de reestruturação ou falência. O objetivo desse investimento é absorver algum ativo (marca, processo produtivo, carteira de clientes) com expressivo deságio, de forma a absorver a diferença entre o valor efetivamente pago e o que seria o valor da empresa (ou do ativo alvo) em condições normais de operação.

d) *Mezzanine financing*: investimento por meio de dívida subordinada de empresas fechadas – o credor participa na valorização da participação através de instrumentos de conversão, tais como direitos, garantias ou opções. Esse tipo de investimento (dívidas conversíveis) é realizado em empresas onde não se tem clareza sobre o total de passivos (de natureza tributária, trabalhista e demais naturezas) ou onde eventual custo de *due diligence* inviabilizaria o investimento na empresa. É firmado um contrato de empréstimo, com opção, para o credor, de conversão do referido crédito em participação na companhia. Em contexto positivo, o empréstimo converte-se em participação acionária. De outra forma, o credor pode buscar a liquidação do crédito concedido.

---

<sup>21</sup> A revista *Época Negócios* publicou em junho de 2011, reportagem específica sobre o assunto, dando conta de que grande volume de investimentos deve vir para o país, em busca de oportunidades para investimento nas chamadas empresas start-ups (empresas em fase de nascimento, com elevado potencial de aceleração e geração de resultados).

e) *Private equity*: investimentos na forma de participação expressiva no capital de empresas. Diferentemente da modalidade *venture capital*, as operações de *private equity* são realizadas em empresas de maior porte, com escalas mais robustas de receitas e resultados. Em boa parte das vezes, esse tipo de investimento é realizado de forma a incorporar parte muito significativa (parcela majoritária ou integralidade) da empresa.

f) *Project Finance*: participação em estruturas financeiras voltadas a grandes projetos de reestruturação de serviços de infraestrutura (portos, aeroportos, estradas, ferrovias, etc.) projetos industriais de grande porte, como exploração de petróleo e gás voltados a investimentos na exploração de reservas existentes ou no desenvolvimento de reservas comprovadas.

g) Investimentos Economicamente Direcionados (IED): investimentos que possuem um componente especial, geralmente relacionado a aspectos geográficos, econômicos ou sociais.

A contrapartida para promover os investimentos alternativos é justificada pela expectativa de obter retornos substancialmente acima da média dos investimentos tradicionalmente disponíveis no mercado. Os históricos disponíveis para avaliar o desempenho dos investimentos alternativos, na análise de LORENZO Fº (2009), superam a expectativa inicial dos investidores. Uma constatação sobre as afirmações relativas à potencial superioridade da rentabilidade dos investimentos alternativos pode ser verificada no quadro abaixo, de autoria da empresa de pesquisa em investimentos RREEF *investments* (2008), onde é apresentado o histórico de retorno oferecido nas alocações em investimentos alternativos comparado com os investimentos tradicionais. É de destacar, comprovando o comentário de LORENZO Fº (2009), o desempenho positivamente diferenciado do portfólio em infraestrutura, que no acumulado de cinco anos lidera o quadro de rentabilidades comparadas e na visão de dez anos praticamente se iguala aos investimentos em *private equity*:

Retornos obtidos em investimentos alternativos e tradicionais						
	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos	Desvio padrão (10 anos)	Índice de Sharpe (10 anos)
Ações (MSCI EAFE)	20,7%	20,3%	16,2%	8,7%	21,0%	0,261
Renda fixa (Lehman Global Aggregate)	8,1%	3,4%	8,3%	6,0%	8,2%	0,317
Imóveis						
Negociação pública (FTSE EPRA/NAREIT)	32,7%	28,5%	27,0%	13,7%	19,5%	0,48
Negociação privada (NCREIF)	16,6%	17,4%	13,7%	12,9%	4,4%	2,302
Infraestrutura						
UBS Infrastructure	42,9%	33,6%	29,7%	14,2%	20,1%	0,492
UBS Infrastructure & Utilities	36,5%	26,9%	19,0%	12,7%	18,3%	0,479
Hedge funds						
Credit Sisse/Tremont	11,6%	10,3%	10,4%	10,3%	7,4%	0,766
Hedge funds research	9,5%	10,1%	9,9%	10,6%	8,3%	0,707
Private equity						
Thomson venture economics	22,6%	20,7%	12,8%	15,2%	26,9%	0,519
Cambridge associates	25,8%	26,2%	17,9%	15,1%	17,4%	0,702

Fonte: RREEF Research - Alternative investments in Perspective (setembro 2007) - Base: Março 2007

Tal indicação parece ser positiva, uma vez que o retorno sobre o investimento é comparável aos melhores desempenhos e trata-se de perfil de alocação mais sólido que opções como *hedge funds* e ações, por exemplo.

### 3.2 - Características dos investimentos alternativos

BECKETT (2009) destaca os aspectos relativos à preservação patrimonial em momentos de crise e a exigência de se aceitar conviver com horizontes de prazos mais amplos, configurado pela menor liquidez desses investimentos, conforme características descritas a seguir:

Horizonte de longo prazo: investimentos alternativos são normalmente ilíquidos e tipicamente estabelecem períodos específicos para resgate. Essa dissertação entende como prudente e positiva para os fundos de pensão a postura de investidores efetivos de longo prazo e a alocação em ativos alternativos de baixa liquidez, condições que devem ser encaradas como naturais, não representando necessariamente uma limitação. Como os fundos de pensão não demandam liquidez de curto prazo para a integralidade de seus investimentos, esses agentes podem se beneficiar da potencial recompensa gerada pela troca de uma posição de liquidez pela imobilização dos recursos em ativos reais, materializados nos investimentos alternativos.

Há convergência no fato de os fundos de pensão nos países centrais terem iniciado movimento de aumentar investimentos em ativos de longa duração com prazos amplos de maturação, numa espécie de casamento entre os investimentos e as obrigações futuras com o

pagamento de benefícios aos participantes. LORENZO F<sup>o</sup> (2009) compartilha com BECKETT (2009) a percepção de que a opção pela imobilização dos recursos traz como contrapartida retorno superior, com maior previsibilidade e estabilidade nos retornos desses investimentos.

### **3.2.1 - Razões para realizar investimentos alternativos**

A empresa *Russell Investments* publicou dois artigos em 2008 sobre a viabilidade de obter retorno real de 6% ao ano por longos períodos de tempo. O título do primeiro artigo, no qual se analisa a rentabilidade de longo prazo, é: “O retorno anual de 6% real esteve disponível aos investidores no passado?”. O segundo artigo: “O retorno real de 6% estará disponível no futuro?”, uma perspectiva sobre como deve evoluir a questão de rentabilidade futura e o quão desafiador será alcançar patamares de rentabilidade real em torno de 6% ao ano. Para recuperar aspectos do capítulo 2 desse trabalho, o retorno de 6% a.a. acima da inflação é um parâmetro utilizado como meta para muitos agentes da indústria de fundos de pensão.

De acordo com o artigo, os fundos de pensão americanos têm meta média de 8,5% a.a., o que significou, no período entre 2006 e 2007, o equivalente a uma taxa real de aproximadamente 5,6% ao ano. Para efeito do trabalho, foi utilizada a alocação mais tradicional desses investidores americanos, 60% em ações e 40% em renda fixa. De acordo com o estudo, se considerado o período de oitenta e dois anos de 1926 até 2007, a inflação média americana<sup>22</sup>, foi de 3% a.a. e o retorno dos investimentos da carteira com 60% em ações e 40% em renda fixa foi de 9% a.a.

Dessa forma, o portfólio alcançou uma rentabilidade real anual de 5,8%. A conclusão inicial é que a rentabilidade histórica da carteira hipotética se aproxima muito da meta de 6% a.a. Como se trata de um prazo superior a oitenta anos, é adequado entender o que ocorreu nos períodos curtos<sup>23</sup>, pois uma sequência de rentabilidades abaixo do alvo causaria grandes problemas aos fundos de pensão. Dentro dos ciclos menores, (o estudo definiu ciclos quinquenais para a análise) a carteira dos fundos de pensão, perfil 60x40, não atingiu os 6% a.a. reais em metade dos quinquênios analisados. Ainda que no longo prazo a carteira 60x40 apresentasse retorno superior à meta, em períodos mais curtos o retorno ficou abaixo do alvo. O trabalho constatou que a carteira padrão não apresentou a regularidade esperada e, certamente, a

---

<sup>22</sup> Segundo o autor, informação foi obtida no *Stocks, Bonds, Bills na Inflation Yearbook*,

<sup>23</sup> O período de 82 anos foi dividido em 78 ciclos de cinco anos-calendário (1926 a 1930; 1927 a 1931 e assim, sucessivamente).

indústria dos fundos de pensão, seus patrocinadores e participantes ficaram expostos a situações de insegurança e necessidade de realizar aportes extraordinários para cumprir as responsabilidades assumidas, previstos em situações de desvios em relação ao planejamento inicial.

Em sua segunda publicação, a empresa deixou clara a dúvida quanto ao que aguardar no futuro. O único aspecto sobre o qual se tem segurança é relativo à quão agressiva a meta de 6% de ganho anual real efetivamente é. Para a Russell Investments, a perspectiva é a de que os retornos fiquem sistematicamente abaixo da necessidade dos investidores. A análise é construída a partir do retorno livre de risco, representado pelos investimentos em títulos do tesouro americano, cuja rentabilidade cai sistematicamente ao longo dos anos e, ao final de 2008, estava no patamar de 1,1% a.a. Este cenário leva a indústria de fundos de pensão a assumir grandes riscos para alcançar a diferença restante, de 4,9%, para garantir seus objetivos.

O argumento para a baixa expectativa de retorno reside no tímido crescimento e no pouco sucesso da economia a partir dos cenários de crise que se desenharam desde o final de 2000 e os eventos de destruição de valor na indústria de renda variável presentes no final de 1999, como as fraudes contábeis e bolha nas empresas de internet nos EUA. Outro aspecto é que o prêmio de risco das ações está mais baixo, por conta do tamanho e diversidade da base de investidores nacionais e estrangeiros que investem no mercado de ações comparado há oitenta anos, que diluiu o prêmio para essas alocações. Por outro lado, os fundos de pensão do século XXI têm novas formas de superar as metas de rentabilidade por meio de novos instrumentos em mercados desenvolvidos e emergentes, como investimentos em *private equity*, imóveis e infraestrutura. No final do artigo, os autores afirmam que os retornos reais superiores a 6% a.a. só estarão disponíveis no futuro aos investidores com capacidade para acessar maior diversidade de investimentos, num ambiente onde a diversificação do portfólio assuma expressiva importância.

### **3.3 – Iniciativas internacionais de investimentos alternativos**

Ao longo dos anos 1980 e 1990, quando os retornos robustos dos investimentos mascaravam ineficiências na gestão dos investimentos, os gestores criaram regras rígidas que estavam mais alinhadas à conveniência e atendimento às suas próprias demandas do que às necessidades de rentabilizar o patrimônio administrado. LORENZO F° (2009) argumenta que nessa época 90% do patrimônio do portfólio dos investidores, em todo o mundo, estava alocado

em ativos tradicionais. Os 10% restantes totalizavam recursos em caixa para obrigações de curtíssimo prazo.

A partir dos anos 2000, com os eventos de instabilidade já citados, novos padrões são estabelecidos, com foco em desenvolver modelos diferenciados de investimento. O novo padrão estabelece algumas rupturas importantes para definir as alocações em ativos alternativos.

A saber:

- Menor volatilidade;
- Baixa ou nenhuma correlação com os ativos tradicionais;
- Diversificação adicional;
- Elevado potencial de retorno (prêmio pela liquidez)

LORENZO F<sup>o</sup> defende que os investimentos alternativos têm como satisfazer esses requisitos. Nos próximos parágrafos serão listadas tais iniciativas de investimento.

Uma série de iniciativas de fundos de pensão no exterior tem sido empreendida<sup>24</sup>, dentre as quais merece destaque o ingresso de fundos de pensão brasileiros na gestão do Aeroporto Internacional de Guarulhos, através da INVEPAR, desenvolvida pela FUNCEF, PETROS e PREVI, juntamente com a empresa OAS e a sul-africana ACSA, com investimento previsto da ordem de R\$ 16 bilhões. Os investimentos recentes de fundos de pensão no Brasil e países centrais servem de parâmetro para compreender como esses agentes estão mobilizados em buscar alternativas de investimentos às tradicionais posições em renda fixa e mercado de ações. É certo que as iniciativas de investimentos alternativos são construídas a partir de modelos apoiados em instrumentos financeiros, mas as questões relativas à volatilidade e liquidez estão equacionadas nesses modelos. Outro aspecto importante diz respeito ao movimento dos agentes de investir em serviços de infraestrutura, que é o argumento desse trabalho.

Os exemplos encontrados apontam iniciativas desenvolvidas por fundos de pensão de grande porte. Não foram encontradas situações em que investimentos diretos fossem promovidos por fundos com menor volume de investimentos, provavelmente por conta de seus limites mais restritos para promover tais alocações e em função de limitação de suas equipes de análise e gestão. No próximo capítulo serão abordadas propostas que possam viabilizar o ingresso desses agentes nos investimentos alternativos.

---

<sup>24</sup> No anexo II do trabalho consta lista com principais iniciativas empreendidas por fundos de pensão em países centrais

Seja pelos volumes mobilizados ou pela representatividade dos fundos de pensão que investiram nessas classes de ativos é justo aceitar que há uma tendência em direção aos investimentos alternativos, o que pode ser tomado como um sinal de viabilidade para os agentes locais.

### 3.4 – Desempenho dos investimentos alternativos

Até aqui foi possível entender o que são investimentos alternativos na visão dos fundos de pensão e quais as operações descritas nessas classes de ativos. Foram considerados os aspectos que pudessem ratificar a busca por tais investimentos, além de descrever o movimento que o mercado vem desenvolvendo no sentido de assumir tais posições.

Os próximos parágrafos vão aprofundar a análise sobre o potencial de rentabilidade dessas alternativas de modo a elucidar o desempenho que tais alocações têm oferecido e alertar para os pontos de atenção referentes à alocação de recursos nessas modalidades de investimentos. RAIMUNDO (2002) descreve que o nível de ganho apurado pelos fundos de pensão e outros investidores institucionais em suas alocações nos investimentos alternativos é atraente, conforme se pode verificar a seguir:

<b>Retorno esperado e realizado para as diversas modalidades de investimentos alternativos (%)</b>		
<b>Categoria de investimento</b>	<b>Previsão em 1997</b>	<b>Retorno real em 1999</b>
<b>Venture capital</b>	17,0%	33,5%
<b>Fundos LBO</b>	18,0%	24,9%
<b>Mezzanine financing</b>	15,0%	16,5%
<b>Total</b>	17,1%	24,0%

Fonte: Raimundo 2002

O quadro mostra que em 1999 as alocações apresentam ganhos reais expressivos, tendo como ponto máximo o retorno dos investimentos na categoria *venture capital*, enquanto as alocações em *mezzanine financing* ficaram no patamar de 16,5% no período. Destaca-se a variação de rentabilidade em dois anos. Ainda que todas as categorias apresentassem rentabilidade real positiva, as alocações em *venture capital* quase dobraram a rentabilidade, sendo a mais estável a opção de *mezzanine financing*.

Outro aspecto a registrar é relativo à evolução de alocação de recursos em investimentos alternativos durante a década de 1990. O quadro a seguir mostra a evolução patrimonial desses investimentos nos portfólios dos diversos investidores institucionais, fundos de pensão inclusive. O volume de recursos (em US\$ Bi) cresce três vezes em sete anos nos fundos de pensão privados e é superior a cinco vezes nos fundos de pensão públicos. É relevante o ritmo constante de evolução e chama a atenção o salto entre 1997 e 1999, quando a participação dos investimentos alternativos nos fundos públicos cresce mais de duas vezes.

<b>Participação de investimentos alternativos nos portfólios de investidores - US\$ Bi</b>				
	<b>1992</b>	<b>1995</b>	<b>1997</b>	<b>1999</b>
<b>Fundações</b>	4,0	5,0	10,0	12,0
<b>Fundos de pensão privados</b>	16,0	27,0	37,0	48,0
<b>Fundos de pensão públicos</b>	16,0	26,0	44,0	92,0
<b>Total</b>	36,0	56,0	91,0	152,0

Fonte: Raimundo 2002

SÁ (2005) apresenta a visão de rentabilidade no longo prazo dos investimentos alternativos americanos, classificados como *venture capital* e *private equity*, quando comparados aos índices de bolsa americanos NASDAQ e Standard & Poor's 500.

Nos prazos mais amplos, merece destaque o desempenho real desses investimentos, já no caso de *venture capital* apresentam resultados duas vezes superior aos demais investimentos. Ainda que o mercado não estivesse favorável aos investimentos em renda variável, as alocações em *private equity* ficaram positivas. Nos períodos positivos, os investimentos nessa classe de ativos ficaram sempre acima dos índices NASDAQ e S&P 500.

<b>Histórico de rentabilidade de diversas modalidades de investimentos</b>					
<b>Período</b>	<b>1 ano</b>	<b>3 anos</b>	<b>5 anos</b>	<b>10 anos</b>	<b>20 anos</b>
<b>Tipo de fundo</b>					
<b>Venture capital</b>	19,3%	-2,9%	-1,3%	26,0%	15,7%
<b>Private equity</b>	16,4%	3,7%	1,5%	12,7%	13,8%
<b>Índice da bolsa</b>					
<b>Nasdaq</b>	8,6%	3,7%	-11,8%	11,2%	12,4%
<b>S&amp;P 500</b>	9,0%	1,8%	-3,8%	10,2%	11,7%

Fonte: Thomson Venture Economics / Venture Capital Association

### 3.5 – Fundos de pensão brasileiros e os investimentos alternativos

Até aqui, foi possível compreender de que forma os fundos de pensão nos países centrais ampliam seu interesse pelos investimentos alternativos e aumentam suas posições nessas classes de ativos. Esse movimento é resultado da redução sistemática nas rentabilidades dos títulos de renda fixa e do mercado de ações, que provocaram a busca por opções onde a rentabilidade real fosse mais atraente. Os próximos parágrafos vão avaliar como os agentes brasileiros têm se posicionando em relação ao seu contexto de inserção e analisar como tais entidades encaram a perspectiva de alocar recursos em outras classes de investimentos, diferentes da renda fixa tradicional, ações, imóveis, operações que dominam o portfólio de investimentos dos fundos brasileiros.

No levantamento realizado, foram encontradas poucas análises e comentários sobre esses investimentos por parte de investidores locais. Além do exemplo da INVEPAR, serão descritas situações distintas relativas a dois fundos de pensão que já consideraram ou partiram em direção a esses investimentos.

CORAZZA (2010) afirma que o ECONOMUS, fundo de pensão dos colaboradores do antigo banco Nossa Caixa, incorporado pelo Banco do Brasil, vislumbra cenário de redução sensível na taxa de juros nominais, menor que 10% em 2015 (de fato, esse movimento ocorreu em 2012, como se pôde verificar). Dado tal contexto, os dirigentes da entidade entendem que haverá necessidade de migrar em direção a investimentos diversificados. Há uma clara advertência sobre o quanto os fundos de pensão devem ser criteriosos e cautelosos nesse movimento, que é recente no mercado brasileiro, por conta do grande volume de ofertas de investimentos nesse segmento.

Outro destaque é a necessidade de maior preparo por parte das equipes de análise nos fundos de pensão para garantir condições efetivas de analisar e acompanhar efetivamente os resultados desses investimentos. No caso do Economus, a perspectiva é promover migração cautelosa, por conta de o segmento ser relativamente novo. Ainda de acordo com CORAZZA (2010), a SABESPREV, fundo de pensão dos funcionários da empresa de saneamento paulista - SABESP avalia tais oportunidades e já ingressou em alguns investimentos dessa natureza. O diretor de previdência desse fundo afirma planejar investimentos de R\$ 40 milhões em fundo de investimentos em pequenas empresas e cerca de R\$ 15 milhões em um fundo florestal, além de avaliar investimentos em *private equity*. O dirigente da entidade acredita que a partir do grau de

investimento, as taxas de juros pagas por títulos de dívida pública vão desacelerar de forma consistente no médio prazo, o que vai forçar o mercado a reavaliar novas opções ao portfólio de investimentos.

Sobre a INVEPAR é adequado realizar uma descrição mais detalhada quanto ao perfil dessa iniciativa. De acordo com informações disponíveis no sítio da empresa, foi constituída em 2000, pela construtora OAS e PREVI. PETROS e FUNCEF ingressaram como acionistas em 2009, época em que o consórcio venceu disputa para explorar o metrô do Rio de Janeiro e a Concessionária Auto Raposo Tavares. Em 2010, a INVEPAR venceu disputa pela administração das rodovias Bahia Norte e Rio-Teresópolis. Sabe-se que os fundos de pensão já realizam investimentos alternativos em parcerias público-privadas e outras arquiteturas de investimento, porém essas alocações são restritas aos grandes fundos de pensão, com patrimônio superior a R\$ 10 bilhões, ao que foi possível verificar em interação com agentes de mercado. As percepções dos demais investidores serão capturadas em entrevistas realizadas com fundos de pensão de menor porte, de até R\$ 2 bilhões de reservas matemáticas. (ver capítulo 5).

### **3.6 - Considerações finais**

A partir dos resultados que os fundos de pensão nos países centrais têm obtido num contexto de taxas de juros reais substancialmente menores que as brasileiras, parece evidente a perspectiva representada pelos investimentos alternativos, que unem rentabilidade positivamente diferenciada, com menor volatilidade, a contrapartida para a liquidez limitada.

Quanto aos investimentos em infraestrutura, parece haver bom volume de exemplos em países centrais, para afirmar que o mercado identificou tais oportunidades e vem explorando essas atividades, como é possível comprovar pela evolução de volumes e instrumentos direcionados a captar recursos para investimento em serviços de infraestrutura, próximos aos US\$ 90 bilhões em meados de 2008. Aspecto a ressaltar é que a solução dos investimentos financeiros é prática dominante no mercado. Outro ponto determinante no sucesso de investimentos em serviços de infraestrutura diz respeito a alocar recursos em projetos não operacionais, o que pode representar risco de ingressar num modelo de finanças Ponzi. Este ponto será abordado em maior profundidade no próximo capítulo do trabalho, dedicado a entender de forma mais profunda as especificidades dos investimentos em infraestrutura e como é possível estabelecer vinculação positiva entre os investimentos dos fundos de pensão e a exploração desses serviços, de modo a

gerar impactos positivos aos participantes dos fundos de pensão e à população atendida pelos serviços de infraestrutura.

O capítulo 4 analisa a exploração desses serviços e busca respostas para questões críticas ao ingresso nesses investimentos, como marco regulatório do setor, potencial de rentabilidade desses serviços e características específicas do setor de infraestrutura.

## **CAPÍTULO 4**

### **Fundos de pensão brasileiros e serviços de infraestrutura**

O capítulo 3 desse trabalho exemplificou como os investimentos alternativos tornaram-se opção aos fundos de pensão, ao viabilizar rentabilidades diferenciadas e criar alternativa ao padrão atual preponderante nos países centrais. Diversas alternativas foram desenvolvidas como opção de alocações para esses agentes, destacando-se os serviços de infraestrutura.

Este capítulo apresenta em mais detalhes a alternativa de alocação na forma de investimentos em serviços de infraestrutura. Serão verificados aspectos relativos à aderência entre prazos de investimentos dos fundos de pensão e maturação das alocações realizadas nessa atividade econômica, além da atração que esses serviços têm exercido nas empresas privadas nacionais e estrangeiras, capazes de sinalizar a viabilidade e a atratividade desses serviços para os investimentos dos fundos de pensão.

Os serviços de infraestrutura demandam capital intensivo em sua implantação, mas apresentam curvas de geração de receitas de longo prazo robustas, aspecto atraente aos fundos de pensão, que devem contar em seu portfólio com ativos que gerem fluxo positivo por longos períodos, de forma a garantir as complementações de aposentadoria aos seus participantes.

#### **4.1 - Longo prazo. Vocação dos fundos de pensão**

Os fundos de pensão são agentes econômicos com perfil inequívoco de investidor de longo prazo. Constituídos com o objetivo de disciplinar e sistematizar as contribuições de empregados e empregadores ao longo da vida laboral de seus participantes, de modo a garantir rendas futuras à época da aposentadoria, parece adequado afirmar que na fase de investimentos esses agentes contem com prazos amplos para maturar tais investimentos.

Essa afirmação é reforçada por SILVA (2005) que considera os fundos de pensão entidades com a função básica de complementar a aposentadoria de seus participantes, por meio da administração da poupança de longo prazo, a ser potencializada pela rentabilidade dos investimentos. Sobre esse aspecto, é oportuno destacar, para os objetivos desse trabalho, que tal prazo deve ficar, nos padrões atuais, situado em torno de trinta e cinco ou quarenta anos (período

laboral do trabalhador médio, que ingresse no mercado de trabalho aos vinte e cinco anos, para aposentar-se aos sessenta ou sessenta e cinco anos). Durante o prazo de acumulação, a poupança dos participantes deve ser investida com o objetivo de gerar a rentabilidade necessária ao pagamento da complementação de aposentadoria aos participantes, conforme as características do plano de benefícios do fundo de pensão ao qual aderiram.

FREITAS (1996) destaca a importância dos fundos de pensão nos Estados Unidos, por serem os investidores institucionais mais relevantes na tarefa de ordenar e garantir o financiamento ao investimento produtivo de longo prazo, desempenhando papel-chave no processo de financiamento da acumulação de capital. Ressalta que nesse processo os fundos de pensão são os principais vetores de desenvolvimento e dinamização do mercado de capitais daquele país, tendo sido responsáveis pela aceleração do mercado de títulos negociáveis de governos e empresas, além do mercado de ações, por identificar em tais ativos a oportunidade representada por uma potencial geração estável de fluxo de caixa de longo prazo. Em contrapartida, o mercado de títulos negociáveis, potencializados pelos instrumentos de securitização, acelerou os processos de desintermediação bancária, de acordo com TANJI (2009), o que pode gerar riscos aos fundos de pensão, conforme indicou esse trabalho.

MINSKY (1982) adverte que a presença dos investidores institucionais no contexto norte-americano disparou movimento contrário ao desejado no mercado de capitais, pois em vez de induzir os investimentos de longo prazo, os agentes trouxeram mais volatilidade ao sistema, que passou a perseguir os retornos de curto prazo, além de gerar maior exposição a risco aos investimentos dos fundos de pensão e demais investidores de longo prazo, contrariando a argumentação de FREITAS (1996). Os fundos de pensão, por sua função e objetivo, devem ser candidatos naturais a apoiar os investimentos em implantação e modernização dos serviços de infraestrutura. No entanto, não se pode desconsiderar o risco desses agentes desviarem de sua função de investidores de longo prazo.

Parece positiva a oportunidade de despertar a atenção dos fundos de pensão para viabilizar alocações com maior nível de imobilização, capazes de reduzir a volatilidade e instabilidade de suas carteiras de investimento, conforme descreveu BECKETT (2009). Os investimentos em serviços de infraestrutura ocupam lugar de destaque como alternativa de

alocação dos recursos disponíveis. É para essa oportunidade que esse capítulo pretende dar destaque e reforçar a viabilidade.

#### **4.2 – Serviços de infraestrutura como investimento de longo prazo**

Os serviços de infraestrutura guardam peculiaridades que tornam sua execução um desafio quando comparados às demais modalidades de investimentos. O interesse desse trabalho é compreender como tais características podem ser articuladas para construir um elo positivo entre os interesses dos fundos de pensão e a implantação dessas obras.

Os investimentos em infraestrutura apresentam muitas características, sobre as quais se pretende destacar as mais relevantes. BRANDÃO (1997) caracteriza a infraestrutura como suporte aos processos produtivos, inserindo-se nas cadeias de geração de valor, com características de baixa elasticidade de oferta e alto grau de imobilização de capital necessário à sua implantação.

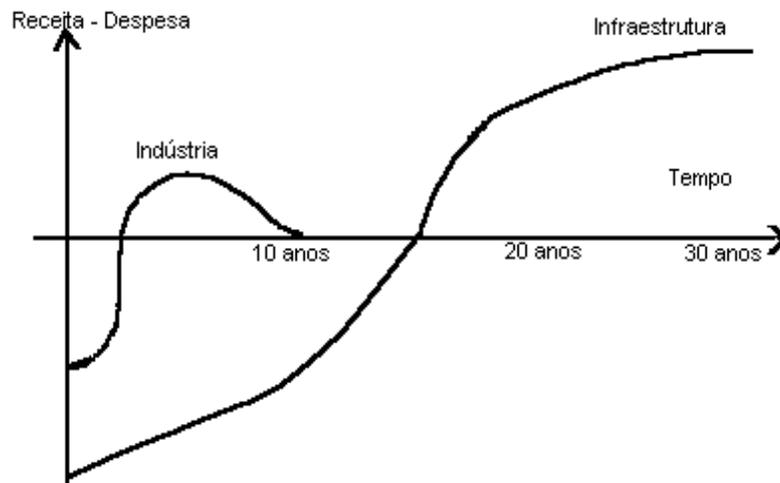
A caracterização dos serviços de infraestrutura por BRANDÃO posiciona o Estado como o financiador preferencial de tais operações. Na impossibilidade dessa alternativa, defende que o Estado atue como organizador ou regulador na implantação e operação dos sistemas. Apesar de mudanças relevantes nas últimas décadas, principalmente em serviços como telecomunicações e rodovias, a dominância na oferta desses serviços continua centralizada e liderada pelo setor público.

Os agentes privados têm acelerado sua participação no provimento desses serviços desde meados dos anos 1990, mas, em setores como o de saneamento, a presença desses agentes ainda é tímida e não ultrapassa 10% do volume total da oferta desses serviços, conforme informações fornecidas pela AESBE (2009).

Uma das razões que explica a baixa participação histórica de provedores privados nos serviços de infraestrutura é descrita por FERREIRA (1995), que destaca o fato desses investimentos guardarem riscos muito superiores aos de implantação de um empreendimento industrial. Na fase de implantação, investimentos malsucedidos em infraestrutura são irrecuperáveis, pois não são parcialmente operacionais e não são adaptáveis a outros fins, diferentemente de um prédio comercial. FERREIRA explica que o projeto industrial apresenta maior versatilidade do que a obra de infraestrutura, bem como perfil de risco menor, por contar

com prazo de maturação reduzido. Além disso, a planta industrial apresenta alta rentabilidade inicial, superior à da infraestrutura.

O desafio dos investimentos em infraestrutura é superar a fase de construção, garantindo operacionalidade efetiva, de modo a gerar fluxo de caixa e amortizar o custo de implantação e garantir fluxo positivo por prazos extensos. O gráfico a seguir ilustra a visão de FERREIRA (1995), com as curvas de maturação dos investimentos e geração de caixa numa comparação entre serviços de infraestrutura e investimentos em indústria.



Fonte: FERREIRA - 1995

O gráfico indica que o fluxo de caixa de uma obra industrial é negativo por cerca de três anos, enquanto a obra de infraestrutura apresenta fluxo negativo de quinze anos. Por sua vez, a planta industrial apresenta fluxo positivo ao longo de sete anos, enquanto a obra de infraestrutura supera os quinze anos e tende a permanecer positiva ao longo do tempo, de forma estável. Projetos de infraestrutura absorvem volumes expressivos de investimentos em sua implantação. Suas fontes de financiamento devem caracterizar-se por prazos muito amplos. Nas palavras de FERREIRA, finanças provedoras de sustentabilidade aos investimentos, uma vez que o custo das obras em infraestrutura não pode ser recuperado em curto ou médio prazo, por meio da cobrança de tarifas pela utilização dos serviços junto aos seus usuários. Os horizontes de retorno desses investimentos são naturalmente mais amplos. Ao entrar em operação, a obra de infraestrutura gera fluxo de rendimentos com alta estabilidade e continuidade, sendo menos instável e altamente previsível quanto à geração de receitas, além de apresentar baixo nível de obsolescência, em comparação aos investimentos industriais. Os serviços de infraestrutura

parecem ser destino indicado aos investimentos dos fundos de pensão, por suas características de geração de caixa estável, com alta previsibilidade, além da demanda intensiva de investimentos necessários à sua implantação. Aspecto relevante, relativo à lógica de rentabilidade do setor, decisivo no momento de avaliar investimentos, será abordado nos próximos parágrafos.

### 4.3 – Rentabilidade de investimentos em infraestrutura

BECKETT (2009) traz contribuições recentes sobre os investimentos em infraestrutura e apresenta o desempenho dos investimentos nessas categorias comparado ao mercado de renda fixa e ações, nos Estados Unidos.

Histórico de rentabilidade e correlação entre classes de investimentos - Infraestrutura e demais modalidades					
Retornos de activos	Retorno esperado	Volatilidad anualizada	5% de peores retornos		
Bonos (duración 5 años)	5,2%	4,4%	3,1%		
Accions	8,1%	18,2%	1,1%		
Bienes raices	7,0%	9,5%	-1,3%		
Infraestructura	9,3%	7,9%	-1,5%		
Capital privado	10,0%	30,2%	-7,3%		
Correlaciones	Bonos	Accions	Bienes Raices	Infraestructura	Capital privado
Bonos	100%	11%	40%	20%	6%
Accions		100%	8%	15%	34%
Bienes Raices			100%	21%	5%
Infraestructura				100%	12%
Capital privado					100%

Fonte: BECKETT 2009

É de destacar a expectativa de rentabilidade do mercado nos investimentos em infraestrutura, que assumem a segunda posição nesse quesito, atrás dos investimentos em *private equity*, que por conta do que já foi descrito, apresenta maior risco potencial. Os investimentos em infraestrutura superam os investimentos imobiliários, ações e títulos públicos com duração de cinco anos. Quanto à volatilidade, ponto de atenção para investidores institucionais, a alocação em infraestrutura fica posicionada novamente na penúltima colocação (segunda opção menos volátil), ficando somente à frente dos títulos públicos.

Quanto à correlação entre classes de investimento (quanto maior, mais próximo será o comportamento do título) a opção de investir em infraestrutura tem baixa correlação com os ativos de renda fixa e renda variável. Como é bem-vindo, do ponto de vista de prudência, ter carteira de investimentos diversificada, o indicador é positivo.

Outra informação relevante, disponível no trabalho de BECKETT, diz respeito à rentabilidade dos serviços de infraestrutura, quando comparado aos demais investimentos, ao

longo de dez anos, compreendidos entre o terceiro trimestre de 1995 e o segundo trimestre de 2006, descrito no próximo quadro:

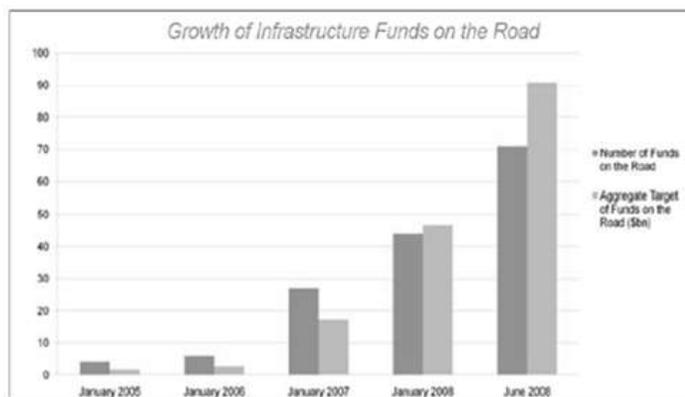
Rentabilidade média em 10 anos - Infraestrutura comparada a outras modalidades de alocação		
Classe de activos	Retorno anual promedio	Índice de Sharpe
Infraestructura compuesta	22,38%	1,05
Autopistas com peaje	25,65%	0,82
Aeropuertos	8,05%	0,08
Servicios público	21,83%	1,05
Propiedad directa	10,90%	3,67
Fondos de inversión cotizados em bolsa (LPT)	13,75%	1,04
Acciones	12,91%	0,67
Bonos	7,20%	0,39

BECKETT 2009

Nesses dez anos, a rentabilidade média dos investimentos em serviços de infraestrutura foi substancialmente superior ao das demais classes de ativos, com destaques para a exploração das concessões de rodovias, com desempenho de 25,65% ao ano. É adequado considerar que ao longo de 10 anos, o mercado de ações viveu diversas oscilações negativas, o que comprometeu a indústria de renda variável como um todo, de acordo com BECKETT. O quadro anterior descreve a posição favorável que os investimentos em infraestrutura assumem frente às alocações de maior volatilidade e risco, como ações e propriedade direta.

A explicação para esse quadro é que os investimentos em ativos reais, estabelecidos em contexto de geração de receitas recorrentes e de longo prazo, com alta previsibilidade de demanda e atualização de tarifas aderentes aos índices de inflação, são alternativa mais rentável que renda fixa e mais segura que as alternativas de renda variável, que agregam maior volatilidade e risco. A tendência esperada, dada as perspectivas e condições gerais para alocações em infraestrutura tem sido capturada de modo crescente pelo mercado, na forma de volume crescente de fundos dedicados à exploração desses serviços.

O próximo quadro mostra que em quantidade e volume de recursos investidos, esses instrumentos crescem substancialmente entre janeiro de 2005 e junho de 2008, com a quantidade de fundos multiplicando-se por quase quatorze vezes e o volume (US\$ Bilhões) por vinte, sinalizando o interesse das empresas de *asset management* em explorar as atividades de infraestrutura.



Fonte:PREQIN - 2009

#### 4.4 - Rentabilidade dos serviços de infraestrutura no Brasil

Ao longo desse capítulo foi possível identificar algumas peculiaridades relativas aos desafios de implantação e maturação das obras de infraestrutura, bem como os aspectos que tornam sua operacionalização ainda mais desafiadora quando comparada a uma operação industrial, por exemplo.

Com o apoio do trabalho desenvolvido por BECKETT, a dimensão de rentabilidade desses serviços no exterior tornou-se mais evidente, de forma a eliminar prováveis estigmas com que potenciais investidores no setor vão se deparar, relativos à baixa rentabilidade e dificuldade de tornar tais operações economicamente viáveis.

No Brasil os investimentos em serviços de infraestrutura sofrem resistência. A principal iniciativa de alocação nessa modalidade é a da INVEPAR, já descrita. Nenhuma análise quanto ao potencial de rentabilidade dessas operações administradas localmente foi descrita até aqui. Para elucidar esses aspectos, o trabalho vai indicar duas situações antagônicas, uma que conte com a provável unanimidade sobre viabilidade e rentabilidade relativas à sua gestão, configuradas nas concessões de rodovias e meios de transporte e outra, mais controversa, é a administração de serviços de saneamento básico. A primeira situação já conta com prazo significativamente extenso de testes quanto à estabilidade de regras e marco regulatório robusto, além de dispor de significativo volume de informações sobre geração de receitas e rentabilidade, enquanto a segunda conta com marco regulatório relativamente recente, foi estigmatizada por conta de iniciativas malsucedidas de exploração e enfrenta uma série de dificuldades de natureza operacional e de acesso a fontes de financiamento necessárias ao seu desenvolvimento. O que se pretende a partir daqui é avaliar se efetivamente há potencial positivo a gerar através da

exploração desses serviços, bem como tentar capturar sinalizadores efetivos dessa eventual viabilidade.

#### **4.4.1 - Serviços de concessões rodoviárias, aeroportos e meios de transportes metropolitanos**

A CCR Concessões de Rodovias agrega um total de dezesseis empresas em seu portfólio, com foco na administração de rodovias, pontes e túneis, tendo ingressado na prestação de serviços de transportes públicos por meio de parceria público-privada (PPP) com o governo do Estado de São Paulo para implantar e operar a linha 4 (Amarela do Metrô). Além dessas atividades, mais relevantes à geração de caixa, a CCR também concentra atividades de meios de pagamento (STP), controle de emissões (Controlar) e tecnologia e logística de tráfego. A CCR participa do Novo Mercado da BMF-BOVESPA, com um total de 48,78% de suas ações ordinárias disponíveis. As parcelas restantes estão distribuídas em cotas de 17% para o grupo Andrade Gutierrez, 17% grupo Camargo Corrêa e 17,22% para o grupo Soares Penido. Dentre as empresas do grupo, a mais antiga é a NOVADUTRA, cuja concessão data de 1996, ano em que a rodovia Presidente Dutra foi então concedida à referida empresa. Essa operação conta com histórico de operação superior a dezesseis anos ininterruptos, o que pode ser entendido de modo positivo, a reforçar a estabilidade do marco regulatório que rege a prestação de serviços.

Sobre aspectos relevantes às operações CCR, vale ressaltar que em 16 de janeiro de 2012, em assembleia geral extraordinária da empresa, foi aprovada a “exploração no Brasil e/ou no exterior, direta ou indiretamente, e/ou através de consórcios, de negócios de concessões de obras e serviços públicos, especificamente a prestação de serviços de operação de estradas de rodagem, vias urbanas, pontes, túneis e serviços de infraestrutura metroviária e aeroportuária”. A partir dessa decisão, a CCR vai ingressar na exploração de serviços de infraestrutura de aeroportos, iniciando suas operações por meio de compra de direitos de exploração de tais serviços, que a Andrade Gutierrez detém no Equador, Costa Rica e Curaçao, totalizando investimento de US\$ 200 milhões. Decisões dessa natureza reforçam a viabilidade de gerar resultados via exploração de serviços de infraestrutura, além de transmitir a impressão de provável competência para operar diferentes sistemas de infraestrutura de transportes. É certo que em países com ambiente político e jurídico menos estáveis, a CCR deverá se deparar com

maiores desafios de garantir rentabilidade às suas operações, mas configura passo significativo em direção ao seu crescimento e consolidação no setor.

Na análise de resultados, o trabalho estabeleceu atenção sobre os indicadores de receita líquida, lucro líquido e EBITDA<sup>25</sup>. De modo efetivo, pode-se afirmar que a atividade desenvolvida pelas empresas do grupo CCR, com predomínio absoluto nas atividades de concessões de rodovias, apresenta alta rentabilidade, com tendências significativas ao crescimento, explicado pelo crescimento econômico, que faz gerar mais tráfego em sua malha viária.

As demonstrações de resultados relativos ao ano de 2011 são bastante atrativas. O lucro líquido apresentou evolução de 34% no período, saltando de R\$ 671 milhões para R\$ 899 milhões na comparação entre 2010 e 2011. No mesmo período as receitas líquidas totais apuradas pelo grupo subiram 21%, de R\$ 3,7 bilhões para R\$ 4,6 bilhões. O EBITDA cresceu 30% no período, enquanto a margem sobre o EBITDA teve incremento de 4%, crescendo de 59,8% para 64,1%. O salto na margem operacional da empresa é explicado pela combinação positiva do incremento de tráfego com maior disciplina de custos, que gerou redução de gastos com serviços de terceiros da ordem de 15,9% na visão comparada 2010 x 2011. Merece destaque a evolução no volume de tráfego, que desde o quarto trimestre de 2006 até o final de 2011 apresenta crescimento anual composto da ordem de 12,7%. Vale ressaltar que, do total geral das receitas da CCR, 98% são indexados pela variação do IPCA. A diferença é indexada por IGPM. Mais de 90% das receitas da empresa estão relacionadas à sua atividade fim (cobrança de pedágio), o que torna evidente a eficiência operacional das empresas e inequívoca a compreensão de resultado dos empreendimentos, deixando menos espaço para manobras contábeis.

Uma constatação positiva aos objetivos deste trabalho, mas negativa aos investidores em ações do grupo CCR, diz respeito à evolução no preço das ações da empresa, a CCRO3, que ao longo do mesmo período teve uma queda da ordem de 74% no horizonte de um ano, deslocando-se do patamar de R\$ 46,90 para R\$ 12,22 por ação emitida. Os resultados operacionais das empresas que compõem o grupo de modo algum explicam tamanha retração no valor das ações da empresa. A queda pode ser entendida por conta do mercado de natureza especulativa em que se tornou o universo dos investimentos em bolsas de valores. Como

---

<sup>25</sup> VASCONCELOS (2001) afirma que o EBITDA reflete a capacidade de geração de caixa operacional por parte da empresa, se ela não quiser expandir ou tiver que substituir ativos depreciados.

explicado por HOBSON (1906), coube aos financistas, em dado momento, gerar expectativas substancialmente positivas aos potenciais investidores, sobre o potencial de valorização das ações da CCR, que a partir de então passaram a valorizar antecipadamente os ganhos futuros proporcionados pelos mesmos. Se as expectativas de rentabilidade quanto a determinado investimento em uma empresa não se confirmam, ou alguma instabilidade se estabelece nos mercados, a valorização das empresas em bolsa fica negativamente comprometida, ainda que seus fundamentos financeiros e operacionais sejam sólidos e positivos.

A despeito das questões relativas ao contexto do mercado bursátil em que está inserido o grupo CCR, parece claro o quanto podem ser atraentes e sólidos esses serviços de infraestrutura para investidores de longo prazo, dispostos a realizar alocações na forma de investimentos não especulativos.

#### **4.4.2 - Serviços de saneamento básico**

A abordagem adotada para o entendimento sobre a viabilidade de exploração dos serviços de saneamento será estabelecida de forma diferente da adotada para as concessões rodoviárias.

Uma questão relevante para viabilizar a entrada de agentes privados em determinado setor é seu marco regulatório. Nesse sentido, os serviços de saneamento apresentam condição mais recente, datada de 2007. Após análise sobre o marco regulatório, serão descritos outros aspectos relevantes, como ingresso de agentes privados no setor, potencial de rentabilidade das empresas estaduais de saneamento, a partir de informações públicas disponíveis e estudo de caso da SABESP.

##### **4.4.2.1 - Marco regulatório do setor de saneamento no Brasil**

Os serviços de saneamento básico no Brasil são regulados pela lei 11.445, de 05 de janeiro de 2007, que estabelece e define as diretrizes e parâmetros para exploração do setor.

De acordo com MADEIRA (2010), um dos principais aspectos contemplados pela nova regulamentação é relativo ao equilíbrio que ela pretende estabelecer em relação à busca de estímulo à participação privada, simultaneamente à universalização do acesso a serviços de

saneamento de qualidade, algo essencial para o bem-estar da população. A universalização do acesso, a eficiência e a sustentabilidade econômico-ambiental são princípios que vão garantir a política de saneamento básico seguro para a população e empresas privadas que operem no setor.

MADEIRA aponta aspectos dos serviços de saneamento que tornam o desafio de concedê-los à iniciativa privada ainda maior. A necessidade intensiva de capital necessária à sua implantação que, diferentemente da geração e distribuição de energia, dividida em etapas (como geração e distribuição) concedidas a mais de um operador, no caso do saneamento a divisão não é recomendada<sup>26</sup>, por não haver como estabelecer competição em quaisquer dos estágios desse serviço. O efeito colateral da necessidade de verticalização é representado pelo monopólio que uma única empresa passa a deter. MADEIRA ressalta que essa situação é quase uma obrigatoriedade, pois frente aos investimentos e o tempo para que a operação passe a ser viável economicamente, demanda economias de escala alcançadas na presença de uma só empresa, que configura o monopólio.

Nos aspectos relativos ao acompanhamento e regulação dos prestadores de serviço, a tarefa de monitorar os prestadores exige equipes técnicas competentes para garantir qualidade aos serviços. Diferentemente da inspeção num sistema de rede elétrica ou uma rodovia, os serviços de saneamento são mais complexos, pelas condições de implantação (normalmente abaixo do nível do solo) e essencialidade desses serviços.

Para formalizar a concessão dos serviços aos cuidados de entidades privadas, o artigo 10 da lei 11.445 define que seja celebrado contrato para a referida concessão. No contrato de concessão (para o setor privado) ou de contrato de programa (cooperação federativa), devem constar, com o objetivo de assegurar o equilíbrio econômico-financeiro da empresa e a eficiência, os seguintes aspectos:

- 1 - O sistema de cobrança e a composição de taxas e tarifas;
- 2 - O padrão de reajustes e revisões de tarifas;
- 3 - A política de subsídios para o setor.

Além disso, no contrato devem constar mecanismos de controle social, de regulação e fiscalização, que podem ser exercidos pelas agências de regulação. Tais características devem

---

<sup>26</sup> Um reforço para essa afirmação é extraída da apresentação anual de resultados da SABESP que destaca, como aspecto positivo de sua operação, tratar-se de uma operação configurada como monopólio natural.

garantir convergência entre a exploração dos serviços de saneamento pelas empresas de forma economicamente sustentável com universalização do acesso aos serviços de saneamento.

A análise de MADEIRA conclui que *“a Lei do Saneamento abre um leque de opções para a formação de diversas estruturas de regulação. O importante é que o foco da regulação está principalmente na universalização do acesso e na saúde financeira das empresas, possibilitando o acesso, ao setor, das empresas privadas desejosas de investir”*.

A Lei do Saneamento define ambiente institucional estável para induzir a eficiência, qualidade e a universalidade dos serviços, atraindo empresas privadas e ampliando a concorrência pelos contratos de concessão. Prova dessa afirmação é o crescimento da participação da iniciativa privada na prestação desses serviços, que salta de 6% para 10% da população atendida por esse tipo de prestador entre 2007 e 2008, numa evolução superior a 50%, o que indica a confiança do mercado no novo marco. Desse ponto de vista, os agentes interessados em investir nos serviços de saneamento contam com contexto favorável e atraente a tais alocações, como comprova a evolução recente da participação privada no setor, descrita em maior profundidade nos próximos parágrafos.

#### **4.4.2.2 - Ingresso de agentes privados nos serviços de saneamento**

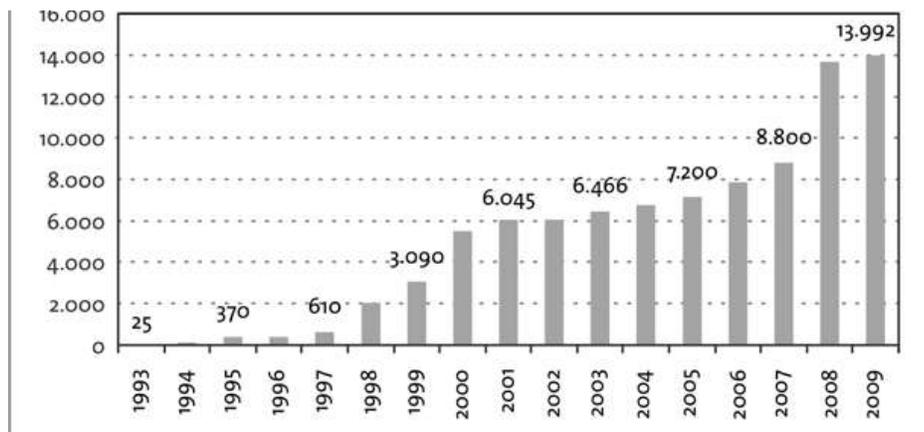
Catalisador para acelerar a decisão por investir num empreendimento é o ingresso de outros agentes na exploração da atividade. Para tanto, será feita uma breve análise sobre o período recente para compreender como se desenvolve o ingresso de empresas privadas nos serviços de saneamento.

SAIANI (2007) afirma que o setor experimenta movimento pendular no Brasil, que tem início com prestadores privados, predominantemente de origem estrangeira (início do século XX), para passar na fase seguinte (anos 1950) ao controle do Estado e, a partir do final do 2º. PND, às voltas com problemas insolúveis decorrentes da baixa capacidade de investir por força da indisponibilidade de linhas de crédito externas, ficar restrito à exploração limitada desses serviços.

Tal situação deflagra o movimento de reprivatização, que nos sistemas de saneamento aceleram a partir de 1995, na 2ª. fase do Programa Nacional de Desestatização. Nesse período, um volume de R\$ 2 bilhões foi gerado pela privatização de operações de saneamento, o que na análise geral do processo de privatização parece pouco representativo, mas para o sistema foi

expressivo, como é possível perceber pelo quadro a seguir, que apresenta a participação da iniciativa privada na oferta desses serviços, na visão de população atendida por empresas privadas (VALOR ECONÔMICO 2009):

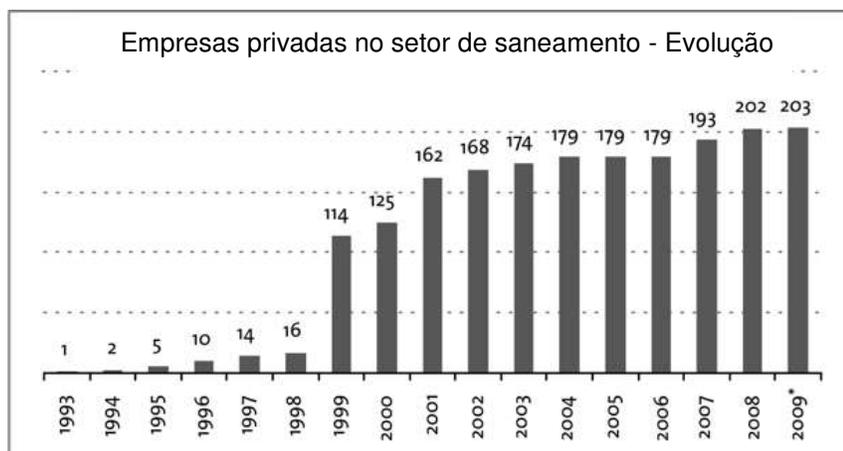
População atendida por empresas privadas de saneamento



Fonte: VALOR ECONÔMICO 29/10/2009

O quadro mostra que entre 1995 e 1999 a quantidade de pessoas atendidas por serviços privados de saneamento é multiplicada por 10, crescendo de forma orgânica até 2007, época da aprovação da Lei do Saneamento, momento em que ocorre novo salto, para um crescimento superior a 50% em dois anos. Esse crescimento fez a participação das empresas privadas de saneamento, entre 2006 e 2009 subir de 6% para 10% da população urbana atendida (VALOR ECONÔMICO 2009).

Outra indicação quanto ao crescimento da participação de empresas privadas no setor de saneamento é descrita por MADEIRA (2010) que mostra a quantidade total de concessões de saneamento sob o controle desses agentes crescendo dezesseis vezes no período compreendido entre 1993 e 2009:



Fonte: MADEIRA - 2010

Ainda que tenha evoluído, a participação privada no setor é tímida se comparada às companhias estaduais (70%) e municipais (20%). A expectativa da ABCON é a de que até 2017 a iniciativa privada represente 30% da população atendida, fazendo a participação atual se multiplicar por três vezes.

Um acelerador para ampliar a participação privada pode ser observado no comportamento de empresas que já exploram o setor, caso da Foz do Brasil, controlada pelo grupo Odebrecht, que em entrevista ao periódico Valor Econômico no dia 04 de outubro de 2011, reforça o interesse em ampliar posição em operações de saneamento. Após assumir o controle da Companhia de Saneamento do Tocantins (SANEATINS), a Foz do Brasil analisa ingresso nas companhias de Santa Catarina (CASAN), Espírito Santo (CESAN) e Mato Grosso do Sul (SANEASUL), empresas de abrangência estadual.

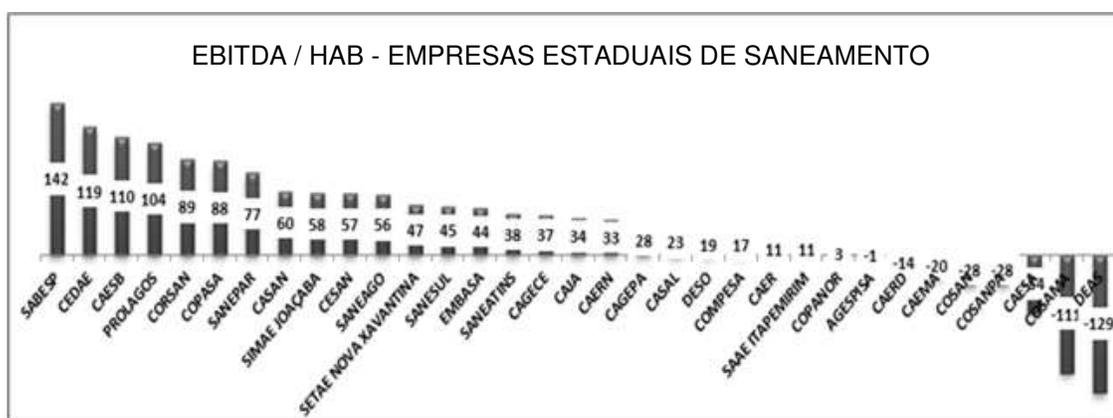
O comportamento das empresas privadas, que direcionam esforços para materializar oportunidades de rentabilizar o seu capital pode ser tomado como sinal positivo de viabilidade para os fundos de pensão ingressarem no setor. A seguir, será descrita análise sobre o potencial de rentabilidade de empresas do setor, a partir de dados do sistema nacional de informação sobre saneamento.

#### 4.4.2.3 - Potencial de rentabilidade dos serviços de saneamento

Após entender aspectos sobre o marco regulatório e atratividade dos serviços de saneamento para a iniciativa privada, resta avaliar a condição relevante na decisão de investir na exploração desses serviços, isto é, a rentabilidade potencial apresentada pelas empresas que

atuam no setor. No levantamento sobre as informações das empresas estaduais de saneamento, o objetivo foi capturar dados sobre o desempenho, usando os indicadores de lucro líquido. Tais informações não estão disponíveis nas bases históricas do SNIS (Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento), mas o sistema têm indicadores que permitem construir o indicador de LAJIDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) ou EBITDA, que é a tradução na linguagem corrente do mercado, que transmite percepção de desempenho da empresa, como defende VASCONCELOS (2001).

Uma vez definido o parâmetro para avaliar o desempenho das empresas, o passo seguinte foi estabelecer como fator de ajuste a população atendida por cada empresa, de modo a evitar que a escala de operação encobrisse os resultados e as empresas maiores parecessem mais eficientes que as prestadoras menores. Assim, construiu-se o indicador de EBITDA por habitante atendido. O quadro a seguir sintetiza os resultados obtidos na análise:



Fonte: SNIS 2009 - Elaboração própria

O quadro indica quatro grupos<sup>27</sup> muito definidos:

- O grupo 1 é representado pelas empresas com forte capacidade de geração de caixa operacional, a partir de R\$ 50,00/ habitante (representada pela SANEAGO) e vai até R\$ 142/habitante, representada pela SABESP. Esse grupo agrega onze empresas regionais. A viabilidade econômica de tais empresas é clara, representando boa oportunidade de investimento. Não por acaso duas dessas empresas (CESAN e CASAN) são alvo da Foz do Brasil.

<sup>27</sup> As empresas descritas ao longo desses parágrafos atuam nas seguintes regiões: SANEAGO: Goiás; SABESP: São Paulo; CESAN: Espírito Santo; CASAN: Santa Catarina; SAAE Itapemirim: Espírito Santo; SETAE Nova Xavantina: Mato Grosso; SANESUL: Mato Grosso do Sul; COPANOR: Norte e Nordeste de Minas Gerais; AGESPISA: Piauí; CAERD: Rondônia; DEAS: Acre.

- O grupo 2 é representado por treze empresas com indicador de EBITDA superior a R\$ 10,00 por habitante (SAAE Itapemirim) e vai até as empresas com indicador imediatamente inferior a R\$ 50,00 por habitante (SETAE Nova Xavantina). Trata-se de um grupo rentável, com potencial de evolução, gerado por aperfeiçoamentos operacionais e eficiência na gestão. A terceira empresa alvo da Foz do Brasil está nesse grupo (SANESUL).

- No grupo três estão empresas com EBITDA por habitante positivo, inferior a R\$ 10,00. Nesse grupo encontram-se somente duas empresas (COPANOR E AGESPISA). A probabilidade de extrair resultados positivos em operações é remota, além de apresentar riscos de derivarem para o grupo de EBITDA negativo, dado que estão muito próximos dessa fronteira.

- No grupo 4, das empresas com geração de EBITDA negativo, há sete empresas, iniciando com -R\$14,00/ habitante (CAERD) e chegando ao extremo de -R\$129,00/ habitante (caso da DEAS). O risco de investir numa operação com tal perfil é elevado. É improvável investir numa empresa com esse perfil.

Das empresas analisada que exploram os serviços de saneamento, 70% apresentam condições de rentabilidade potencial, no indicador definido, bastante atraente. Se aspectos como linhas de financiamento forem compatíveis e a gestão das operações for eficiente, há oportunidades expressivas de obter bons resultados ao investir nesses empreendimentos.

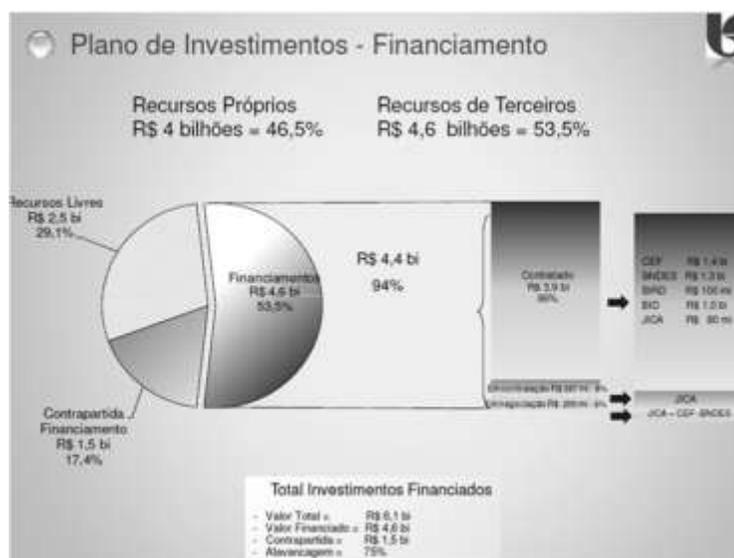
#### **4.4.2.4 - Alternativas de financiamento e características gerais das linhas de crédito. Caso SABESP**

A viabilidade de um empreendimento em infraestrutura é determinada pelas fontes de recursos disponíveis ao seu financiamento. Devem estar disponíveis em escala expressiva e contar com prazo de liquidação compatível com a geração de receitas desses serviços. O trabalho partirá de informações referentes à SABESP – Companhia de Saneamento Básico de São Paulo, por suas características de escala<sup>28</sup>, governança corporativa, bom acesso aos mercados de crédito, além de referência brasileira nos aspectos de competência de seu corpo técnico e equipes de gestão. Por conta dessas características, assume-se que essa empresa esteja apta a acessar as melhores linhas de financiamento disponíveis para o setor de saneamento.

---

<sup>28</sup> A SABESP fornece água para 23,6 milhões de pessoas e coleta esgoto para mais de 20 milhões de pessoas

O processo de análise de endividamento da SABESP usou informações disponíveis no balanço da empresa, como linhas de crédito, perfil de vencimento de dívida, para entender a aderência entre esses indicadores e as premissas descritas por FERREIRA (1995). No período 2009 a 2013 a SABESP planeja investir R\$ 8,6 Bilhões, dos quais R\$ 4 Bilhões são recursos próprios e R\$ 4,6 Bilhões de terceiros. Desse volume, R\$ 3,9 Bilhões já estão contratados da seguinte forma: R\$ 1,4 Bilhão junto, à CEF, R\$ 1,3 Bilhão com o BNDES, R\$ 1 Bilhão com o BID e R\$ 180 milhões entre BIRD e JICA. O quadro sintetiza o contexto:



Fonte: SABESP 2010

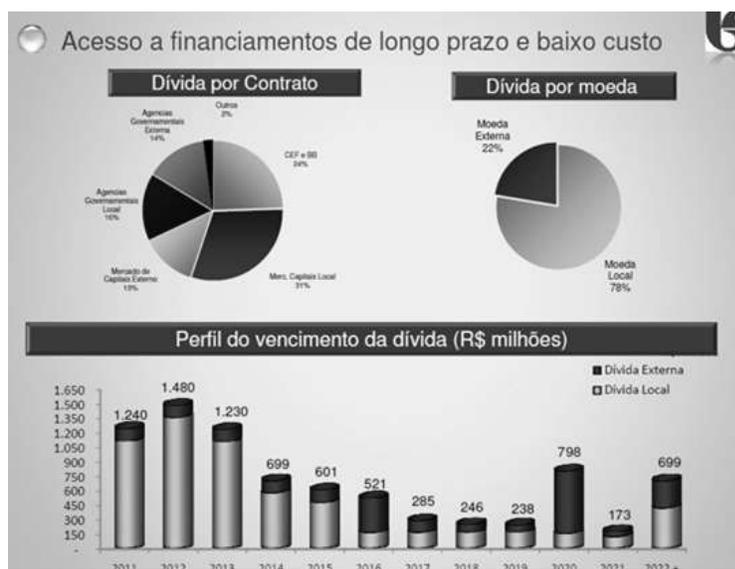
As fontes de financiamento refletem de forma preliminar os custos e os prazos de amortização e liquidação dos créditos. O quadro a seguir, desenvolvido pela AESBE (2006), será tomado como parâmetro para identificar os prazos e custos de modo objetivo:

Comparativo de custos e prazos de operações de crédito regulado e de mercado (SABESP) em saneamento		
Mercado de capitais	custo (% ao ano)	Prazo
Eurobônus	10 a 12% + variação cambial	5 a 7 anos
Debêntures (8a. Emissão)	CDI + 1,5% e IGPV + 10,75%	4 - 5/6 anos
Fomento / Multilaterais	custo (% ao ano)	Prazo
BID	5,9% + variação cambial	24 anos
BIRD	1,8% + Libor + variação cambial	25 anos
JBIC	Média 2,0% + variação cambial	25 anos
CEF (FGTS)	5,0% a 9,5%	18 anos
BNDES (FAT)	3,0% + TJLP	10 anos

AESBE - 2006

Exceto as linhas de fomento ou órgãos multilaterais de cooperação, as linhas de crédito mais relevantes escolhidas pela SABESP para promover seus investimentos caracterizam-se por prazos de liquidação limitado a sete anos, inferiores aos prazos em que o fluxo de caixa torna-se positivo (ordem de 15 anos), conforme estudo de FERREIRA. Nesse caso, a não ser que a empresa consiga antecipar suas curvas de geração de receitas ou conte com outras fontes de pagamento para resgatar tais compromissos, pode-se aguardar por eventuais desajustes de caixa, o que poderá configurar situação de fragilidade futura para a empresa.

Os parágrafos anteriores descreveram a estratégia de endividamento para viabilizar os investimentos da SABESP. É estratégico compreender como o estoque de dívida é administrado e qual o seu perfil de vencimento. O quadro a seguir descreve tais indicadores:



Fonte: SABESP 2010

Aproximadamente 80% da dívida da SABESP é constituída em moeda local, o que é positivo, se considerados o risco cambial e a origem das receitas da empresa. Outros 40% do estoque da dívida foram originados junto ao mercado de capitais, enquanto 30% em agências governamentais (locais e externas) e ¼ da dívida concentrado na CEF e BB.

O aspecto mais crítico sobre o estoque da dívida diz respeito ao perfil de vencimentos, que concentra quase metade dos R\$ 8 bilhões do estoque com vencimento em até trinta e seis meses. Por conta dessa característica, é de esperar que a empresa conviva com forte pressão do mercado e agentes de financiamento para amortizar volumes tão expressivos enquanto busca alternativas para rolar os contratos e amortizar os estoques de dívida.

Ainda que nos próximos ciclos a SABESP esteja posicionada em linhas mais longas, mesmo que insuficientes, o contexto atual parece menos positivo, dada a curva de vencimentos já descrita. A partir da análise da SABESP e estabelecidas as considerações aplicáveis<sup>29</sup> na comparação com as demais empresas do setor, pode-se afirmar que os modelos tradicionais de financiamento, ainda que apresentem custos competitivos, parecem insuficientes, por conta dos exíguos prazos de liquidação, incompatíveis com os perfis de maturação de investimentos em infraestrutura. Em razão de tal indicação, o contexto sugere haver oportunidade para desenvolver novas alternativas de financiar o setor de infraestrutura, serviços de saneamento básico, inclusive.

#### **4.5 - Viabilidade de investir em serviços de infraestrutura no Brasil**

Os parágrafos anteriores deste capítulo mostraram a oportunidade representada pelos investimentos em serviços de infraestrutura.

No caso dos serviços de concessões rodoviárias e de transportes metropolitanos essa viabilidade é evidente, por conta dos resultados já apresentados por empresa do setor, apoiada por questões relativas à maturidade do marco regulatório, eficiência operacional e equipes de gestão, diretamente ligadas aos empreendimentos. Nesse sentido, a iniciativa liderada pela INVEPAR deverá gerar resultados positivamente expressivos nos próximos períodos, uma vez superados os aspectos de eficiência operacional e gestão.

Os investimentos em serviços de saneamento, cuja atratividade e o potencial de geração de bons resultados são menos evidentes, demandaram análises e investigações mais

---

<sup>29</sup> Nível de qualificação do corpo técnico, estrutura de gestão profissional e governança.

profundas para gerar indicação positiva sobre sua viabilidade. O marco regulatório recente e o crescimento da participação de agentes privados na exploração desses serviços são sinais preliminares de que esse sistema está a ingressar num novo contexto de exploração, que parte de equipes mais qualificadas e orientadas a buscar maior eficiência na administração desses empreendimentos.

As fontes de financiamento utilizadas pela maior empresa brasileira do setor de saneamento indicam haver oportunidade de aperfeiçoar os perfis de endividamento, através de contratações que contem com prazos mais amplos de liquidação, o que pode ser viabilizado por investimentos diretos de fundos de pensão.

A análise sobre o desempenho das empresas estaduais de saneamento indica haver espaço relevante a ser ocupado, no sentido de promover ampliação dos indicadores de eficiência, que tem se configurado a partir do ingresso de maior volume de agentes privados na exploração desses serviços. O movimento recente da empresa Foz do Brasil, que promoveu novos investimentos na aquisição de empresas do setor e pretende ampliá-los, é indicador auspicioso do potencial de atração do setor.

A partir das análises anteriores dos fundos de pensão nos países centrais, responsáveis por realizar investimentos bem-sucedidos em serviços de infraestrutura e das constatações anteriores, parece adequado afirmar que os fundos de pensão podem encontrar nos serviços de infraestrutura destino adequado aos seus investimentos de longo prazo. Porém, é preciso que o façam a partir de análise de indicadores confiáveis de desempenho, de modo a gerar rentabilidade aos seus participantes e viabilizar os pagamentos de rendas futuras, com menor volatilidade e riscos.

#### **4.5.1 - Alternativas para promover investimentos em infraestrutura**

Ao longo de seu desenvolvimento, o trabalho indicou situações em que os investimentos em instrumentos financeiros deixaram seus investidores expostos a situações de volatilidade e insegurança. Além dos casos em países centrais, investimentos malsucedidos em instrumentos de dívida privada local materializam os riscos de má-gestão e fraudes a que estão sujeitos os investimentos na forma de ativos financeiros. O caso específico da evolução nos preços das ações da empresa CCR reforça tal indicação, por conta da incongruência verificada na

comparação entre os resultados gerados pela empresa, na forma de lucro e a substancial queda no preço de suas ações, que não parecem refletir o desempenho da empresa e, sim, a sua inserção no contexto da atual crise global.

Por conta de questões dessa natureza, o objetivo inicial desse trabalho era o de indicar os investimentos na forma de participação direta nas empresas, desvinculando essas alocações de instrumentos financeiros, para os investimentos de todos os fundos de pensão, como fizeram FUNCEF, PETROS e PREVI, por meio da INVEPAR.

Os exemplos descritos no capítulo anterior e as demandas por investimentos verificadas no capítulo atual foram efetivos ao indicar os expressivos montantes envolvidos nos serviços de infraestrutura, bem como aspectos de qualificação técnica e recursos de pessoal necessários à boa gestão desses empreendimentos. LORENZO F<sup>o</sup> (2009) reforça que a adequada formação técnica é aspecto central para garantir desempenho satisfatório à gestão de operações de exploração de serviços de infraestrutura e sinaliza que esse é um desafio para os fundos de pensão. Tais exigências podem representar barreira ao ingresso dos fundos de pensão de menor porte, caso esses optem por materializar as alocações nesses serviços por meio de participação direta. Tal decisão poderia imobilizar montantes muito significativos para os agentes, de modo a comprometer parcela expressiva de seus portfólios de investimento, limitando o ingresso de agentes de menor escala nessas modalidades de investimento. Outro aspecto a considerar é o provável nível de concentração dos fundos de pensão em uma única modalidade de investimento, o que pode ser pouco recomendável do ponto de vista prudencial, além de ferir as definições da legislação, sobre limites por classe de investimentos.

A alternativa para viabilizar o ingresso dos fundos menores nos investimentos em serviços de infraestrutura, como forma de equilibrar os aspectos descritos, é promover esses investimentos através dos fundos de investimentos em participações - FIP's. Esses instrumentos são concebidos para aglutinar recursos de investidores qualificados na alocação direta em empreendimentos produtivos, podem ser configurados para ter prazos de maturação substancialmente longos e, nesses casos, há condições de estabelecer restrições efetivas de acesso à liquidez aos cotistas, o que provavelmente limitará situações de volatilidade e restringirá movimentos especulativos.

Os FIP'S, se formatados para adequados períodos de duração, com prazos condizentes aos perfis de maturação dos investimentos em serviços de infraestrutura, com acesso restrito de seus cotistas à liquidez, de modo a evitar instabilidade patrimonial e garantir o adequado fluxo de caixa necessário aos investimentos nos empreendimentos, podem ser considerados alternativas viáveis aos investimentos dos fundos de pensão com menores volumes financeiros. Quanto à aparente viabilidade de materializar os investimentos em serviços de infraestrutura via FIP's, vale registrar que, em condições específicas, esses instrumentos contam com o benefício de isenção de tributação sobre a distribuição de rendimentos, sendo que esse benefício é condicionado ao estabelecido na Lei 12.431, de 27 de junho de 2011<sup>30</sup>.

Se comparados aos grandes fundos brasileiros, os agentes de menor escala convivem com uma realidade de restrições e limitações substanciais em seus quadros técnicos e equipes de gestão, atuando muitas vezes com equipes compartilhadas, cedidas pelas empresas patrocinadoras, o que pode comprometer a condição desses agentes desenvolverem suas atividades em patamar de qualidade próximo aos de seus congêneres de grande porte.

As entrevistas realizadas com esses agentes, descritas no próximo capítulo, permitem identificar possíveis iniciativas de investimentos desses agentes nos fundos de participação, um mercado que apresenta indicações de estar em fase inicial de desenvolvimento. Além disso, será viável constatar a realidade em que estão inseridos esses fundos e o desafio extra que se coloca para a gestão dessas entidades quando comparados aos fundos de grande porte, que contam com equipes mais robustas e, por terem significativos volumes de recursos sob gestão, conseguem maior mobilidade para promover alocações em investimentos inovadores.

#### **4.5.2 – Como iniciar os investimentos em serviços de infraestrutura**

Compreendidos o potencial de rentabilidade e os benefícios envolvidos na complementação dos portfólios tradicionais com investimentos em serviços de infraestrutura, dadas suas peculiaridades, o passo seguinte é entender como promover a renovação das carteiras de investimentos dos fundos de pensão.

---

<sup>30</sup> Informação disponível em material explicativo de fundo de participação em infraestrutura distribuído pelo banco Votorantim

A importância desse processo está em evitar rupturas abruptas ou movimentos de excessiva concentração nos novos portfólios, que possam representar riscos desnecessários e indesejáveis aos fundos de pensão e seus participantes, especialmente os relativos à interrupção de geração de caixa nas novas carteiras, uma vez que os investimentos em infraestrutura só apresentam condições de gerar caixa se estiverem em fase operacional. Por conta disso, é relevante ao sucesso de estruturação das novas carteiras definir processo de transição planejado, com foco em identificar, avaliar e evitar riscos capazes de comprometer o desempenho futuro dos novos portfólios de investimento dos fundos de pensão.

A perspectiva de promover transição drástica nos portfólios tradicionais e adotar nova estratégia com foco em operações de infraestrutura pode trazer impactos nefastos, materializados em rentabilidades negativamente diferenciadas, com redução nos valores dos benefícios futuros dos participantes. A possibilidade de adotar um instrumento eficaz para viabilizar a transição dos portfólios pode ser altamente recomendável e potencializar ganhos para todo o sistema.

#### **4.5.2.1 – Processo de transição e as ferramentas de ALM**

Uma alternativa para garantir estabilidade e segurança ao processo de transição são as ferramentas de modelagem ALM - *Asset Liability Management*, que os fundos de pensão utilizam para aperfeiçoar os seus processos de gestão de fluxo de caixa e avaliar a aderência de suas carteiras às obrigações futuras com seus participantes.

De acordo com PELLICOLI (2011), a decisão sobre onde investir no longo prazo e a participação ideal de cada modalidade de aplicação é fundamental para honrar os compromissos de pagamento dos benefícios de complementação de aposentadoria. Uma questão decorrente desse contexto diz respeito a como obter a composição mais equilibrada, de forma a manter a capacidade de pagamento dos benefícios assumidos no longo prazo sem abrir mão da rentabilidade. A decisão do gestor é crucial, uma vez que é desse balanço que os participantes serão beneficiados – ou não – na aposentadoria.

A definição de ALM, de acordo com PELLICOLI, está relacionada com as ferramentas destinadas a maximizar a probabilidade de que os objetivos de rentabilidade e solvência da administração previdenciária sejam atingidos, minimizando o risco para os fundos de pensão. O Conselho Monetário Nacional (CMN), através da resolução 3792 – artigo 5º.

estabelece que a alocação dos recursos deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades e as características de suas obrigações, com o objetivo de manter o equilíbrio entre os ativos e passivos. Há diversas modalidades de ALM disponíveis no mercado e inúmeras maneiras de se trabalhar com o problema de definir a carteira de investimentos de um plano de previdência, a partir das características dos ativos que compõem os portfólios de investimentos e os prováveis fluxos de desembolsos futuros, caracterizados pelas especificidades dos planos de benefícios de cada fundo de pensão e de cada grupo de participantes. Dessa forma, a abordagem utilizada na confecção do ALM para um plano contribuição definida poderá ser substancialmente diferente da de um plano de benefício definido.

As ferramentas de ALM emergem da necessidade de adaptar a política e o portfólio de investimentos dos fundos de pensão às características de seus planos de benefícios, para garantir estabilidade aos participantes e à patrocinadora, quanto à solvência do plano e ao fluxo de desembolso para fazer frente à necessidade de pagamentos aos beneficiários. A observância dos estudos de ALM ajuda a mitigar os riscos e apoia o gestor do fundo de pensão a balancear as carteiras de investimento, o que garante maior estabilidade ao sistema. Os modelos mais conhecidos de ALM partem de projeções de fluxos de caixa ajustados à realidade de cada grupo de participantes dos fundos de pensão.

Dentre os modelos mais conhecidos, o casamento de fluxo de caixa (*cash flow matching*) consiste em selecionar títulos de renda fixa adequados à determinação de volumes de recursos a serem utilizados no pagamento dos benefícios que serão pagos aos participantes. São modelos mais simples, porém limitados aos casos de ativos em renda fixa. Estudos por simulações de Monte Carlo são mais sofisticados e contam com a possibilidade de estabelecer modelagens para ativos em renda variável. O modelo chamado de Diagnóstico Completo é o mais sofisticado e parte da utilização de uma árvore multiperíodos de cenários econômicos hipotéticos. Tal característica permite obter uma solução dinâmica, com alocação ótima para cada contexto futuro projetado para o contexto econômico.

A análise de PELLICOLI (2011) dá conta de que o ALM de Diagnóstico Completo permite considerar nos estudos de casamento de fluxo de caixa os mais variados tipos de ativos, critérios de contabilização, condições de contorno e demais aspectos relativos ao ambiente dinâmico representado por um determinado plano de benefícios, sua carteira de ativos e fluxo de

pagamentos desses aposentados. O processo de gestão das carteiras de investimentos já conta com ferramentas e instrumentos para gestão e adequação do fluxo de caixa de seus planos de benefícios, normalmente configurados nos modelos de ALM.

Esses recursos poderão assumir função relevante no processo de avaliação, montagem e adequação das novas carteiras de investimentos dos fundos de pensão, que deverão considerar as especificidades dos investimentos em infraestrutura no processo de adequação dos fluxos de caixa. A consideração sobre a fase de investimento em que os fundos de pensão devem ingressar nos serviços de infraestrutura é crucial e pode ser decisivo, como será abordado a seguir.

#### **4.6 – Comentários finais sobre os investimentos em serviços de infraestrutura e o risco das finanças Ponzi**

Ao longo deste capítulo foi possível compreender a convergência entre os objetivos de investimento de longo prazo dos fundos de pensão, como forma de garantir os compromissos de acumulação e pagamento de complementação de aposentadoria aos seus participantes e as demandas por fontes de crédito em prazos amplos e custos compatíveis, aspectos cruciais para viabilizar a implantação de serviços de infraestrutura. A partir das análises dos setores de infraestrutura de serviços de transporte e saneamento básico ficou claro o potencial de rentabilidade que a exploração desses empreendimentos tem condições de gerar, bem como as oportunidades de aperfeiçoar os modelos de gestão e melhorar a eficiência operacional em algumas empresas de saneamento.

A atratividade dos serviços de saneamento foi reforçada pelo ingresso recente de agentes privados na exploração desses serviços, movimento que ganha escala com a efetivação do marco regulatório do setor. É relevante registrar que essas empresas tem origem nas empreiteiras, que dominam os aspectos de construção e implantação desses serviços e apresentam condições de extrair o melhor desempenho dessas operações. O ingresso recente dos grandes fundos de pensão na exploração de serviços de infraestrutura pode ser tomado como um indicativo positivo sobre a identificação desses empreendimentos como oportunidade de investimento de longo prazo, alternativo aos títulos de dívida pública e privada, mercado de ações e ativos securitizados. As aplicações dos fundos de pensão com menores volumes de recursos na forma de investimento direto apresentam limitações, por conta de aspectos como nível de

concentração de carteira e equipes próprias enxutas (ver capítulo 5). A alternativa para o ingresso desses agentes parece ser a dos investimentos via fundos de participações, que pode representar solução às limitações descritas.

O processo de transição das carteiras atuais para os investimentos em serviços de infraestrutura requer estudos e análises precisas para evitar o risco de impactos negativos gerados por transição sem planejamento. O mercado conta com ferramentas para apoiar os processos de avaliação de portfólio, por meio das metodologias de ALM, que podem ser utilizadas para verificar a viabilidade e riscos de promover a referida transição. A construção de carteiras de investimentos em serviços de infraestrutura requer avaliação de riscos consistente. Uma observação relevante a considerar diz respeito aos riscos representados pelos chamados investimentos Ponzi, que no contexto atual podem ser materializados nas oportunidades de investimentos em projetos embrionários e muito ambiciosos<sup>31</sup>. Os chamados investimentos Ponzi serão definidos e explorados a seguir.

CONCEIÇÃO (2009) destaca o alerta de Minsky para o risco dos investimentos “Ponzi” em momentos de alta liquidez com taxas de retorno sobre investimentos estáveis e baixo custo de crédito, que podem alimentar a demanda por ativos de baixa liquidez, num processo que se retroalimenta, de modo a gerar tendência ao aumento recorrente de preços e o movimento de bolha especulativa. Além disso, CONCEIÇÃO explica que detentores de ativos em apreciação têm a opção de refinar suas dívidas ainda que seus fluxos de caixa sejam insuficientes até mesmo para cobrir o pagamento de juros. Minsky classificou de Ponzi a posição financeira em que o devedor adiciona à sua dívida existente o valor de juros vencidos<sup>32</sup>.

O contexto de mercado em que o País está inserido atualmente pode ser propício a esse movimento. Nesse sentido, é relevante que os candidatos a investimentos nos serviços de infraestrutura realizem análises robustas, como as de EBITDA descritas no início desse capítulo,

---

<sup>31</sup> Reportagem da Folha de São Paulo de 09 de julho de 2010 afirma que o governo federal obteve compromisso dos fundos de pensão FUNCEF e PETROS, de realizar investimentos na usina de Belo Monte, em cotas que variam de 7,5 a 10% de participação no total da obra e a notícia publicada em 19 de julho de 2010, pelo periódico O Globo, que afirma o interesse dos fundos de pensão PETROS, PREVI e FUNCEF em participar da implantação do trem de alta velocidade que ligará Campinas ao Rio de Janeiro, com 33% do capital da empresa.

<sup>32</sup> WRAY (2009) explica que “um ciclo virtuoso foi criado ao longo da década de 1990 que levou à expansão e posterior colapso. A estabilidade econômica incentivou inovações financeiras que “esticaram a liquidez” na terminologia de Minsky; o aumento da concorrência levou as instituições financeiras a aumentarem as suas taxas de alavancagem, aumentando a disponibilidade de crédito. Isto ocorreu porque para um determinado valor de perdas esperadas, uma maior alavancagem aumenta o retorno sobre o capital. O ciclo virtuoso assegurou que o sistema financeiro iria se mover ao longo das estruturas que Minsky definiu como hedge, especulativa e finalmente de Ponzi — estrutura esta que exige apreciação constante do preço do ativo para a sua validação. Na verdade, o ciclo virtuoso fez a tomada da posição de Ponzi praticamente inevitável”.

de modo a evitar o risco de promover alocações imprudentes que possam catalisar o processo de investimentos especulativos ou de finanças Ponzi. Uma iniciativa prudente para minimizar esse risco é a de promover os investimentos em operações que já estejam em situação de geração de caixa positiva, com oportunidades de extração de ganhos de eficiência operacional ou de ampliação de capacidade produtiva, a exemplo do que tem feito os agentes privados, ao ingressarem em empresas que apresentem indicador de EBITDA por habitante positivo. Finalmente, parece recomendável indicar a promoção de investimentos iniciais com recursos próprios, sem descartar a possibilidade de estabelecer as fases posteriores de modernização, aperfeiçoamento e ampliação com fontes externas de financiamento, para potencializar o investimento inicial e garantir melhor desempenho às alocações realizadas, observando sistematicamente aspectos como prazos e custos de crédito.

O próximo capítulo do trabalho aprofundará o entendimento da realidade dos fundos de pensão locais de menor porte, a partir de entrevistas que permitirão compreender de modo mais claro os desafios desses agentes, suas relações com as patrocinadoras e participantes, além das interações com os bancos, órgãos reguladores e demais operadores do mercado.



## **CAPÍTULO 5**

### **Contexto dos fundos de pensão brasileiros de menor porte e suas perspectivas gerais**

Nessa fase, o trabalho foi dedicado a capturar a percepção dos fundos de pensão de menor porte, de empresas locais e estrangeiras, com reservas entre R\$ 200 milhões e R\$ 2 bilhões. A partir das informações coletadas nas entrevistas realizadas, procurou-se verificar se o que o trabalho descreveu encontra correspondência efetiva no cotidiano desses agentes<sup>33</sup>.

#### **5.1 – A relevância dos fundos de menor porte no contexto brasileiro de fundos de pensão**

A importância dos fundos de pensão menores no mercado brasileiro fica clara a partir da análise de indicadores gerais de volume de reservas administradas e populações atendidas. Do total de 265 fundos de pensão brasileiros, 41 fundos totalizam reservas matemáticas superiores a R\$ 2 bilhões, enquanto 224 fundos de pensão, mais de 84% das entidades, possuem reservas inferiores a esse valor (ver o anexo III com os quadros estatísticos da ABRAPP). Quando se analisa a concentração desse mercado, é de destacar que os fundos de menor porte (reservas menores que R\$ 2 bilhões) somam menos de 18% das reservas totais, enquanto os fundos de maior porte superam os 82% das reservas matemáticas desse mercado, sendo que só os 10 maiores superam 60% do total. Ao avaliar a concentração de participantes ativos das entidades de menor porte, verifica-se que essas concentram mais de 62% da população de participantes ativos dos fundos de pensão brasileiros, enquanto os demais fundos de pensão somam menos de 38% dessa população (ver o quadro III do anexo).

As informações aqui descritas, principalmente a de quantidade de participantes vinculados aos fundos de pensão de menor porte, mostram de forma inequívoca a relevância de compreender de modo claro as interações, estratégias e perspectivas desses agentes, para elaborar alternativas viáveis que possam gerar valor positivo para seus participantes e sociedade.

---

<sup>33</sup> Um quadro síntese com as principais informações de cada fundo de pensão entrevistado integra a lista de anexos desse trabalho, que também contemplará os aspectos mais relevantes capturados ao longo das entrevistas.

A definição dos fundos de pensão a serem entrevistados foi estabelecida com base na segmentação dos fundos em três grupos distintos:

Grupo1 - Reservas superiores a R\$ 200 milhões e inferiores a R\$ 500 milhões;

Grupo 2 – Reservas a partir de R\$ 500 milhões e inferiores a R\$ 1 bilhão;

Grupo 3 – Reservas a partir de R\$ 1 bilhão e inferiores a R\$ 2 bilhões;

O quadro a seguir informa para cada faixa de reservas a quantidade total de entidades, a quantidade de fundos de pensão entrevistados e o percentual que esses entrevistados representam em cada um dos segmentos definidos acima.

Segmentação geral dos fundos de pensão entrevistados			
Segmentação dos fundos por faixa de reservas matemáticas	Quantidade de entidades em cada faixa	Quantidade de entidades entrevistadas	Percentual de entrevistados em cada grupo
R\$ 200 milhões <= Reservas < R\$ 500 milhões	59	4	7%
R\$ 500 milhões <= Reservas < R\$ 1 bilhão	42	3	7%
Reservas >= R\$ 1 bilhão	34	3	9%

Fonte: Elaboração própria, a partir de informações ABRAPP 2012

Os fundos de pensão com reservas inferiores a R\$ 200 milhões não foram objeto do ciclo de entrevistas, por conta da quantidade substancialmente maior de agentes desse perfil, o que exigiria volume significativamente superior de entrevistas para alcançar a mesma representatividade, além da maior dispersão de agentes, quando analisadas questões de volume e contexto geral (nessas faixas de valor há agentes em fase de constituição, bem como outras entidades em fase de extinção). Por conta desses aspectos o trabalho foi direcionado a capturar a realidade e perspectivas dos agentes com reservas entre R\$ 200 milhões e R\$ 2 bilhões.

## **5.2 – Transição de benefício definido para contribuição definida nos fundos brasileiros**

O texto mostrou como os fundos de pensão nos países centrais migraram os planos de benefício da modalidade benefício definido para contribuição definida. As entrevistas com os fundos ligados a empresas brasileiras e multinacionais chegaram à mesma constatação. As

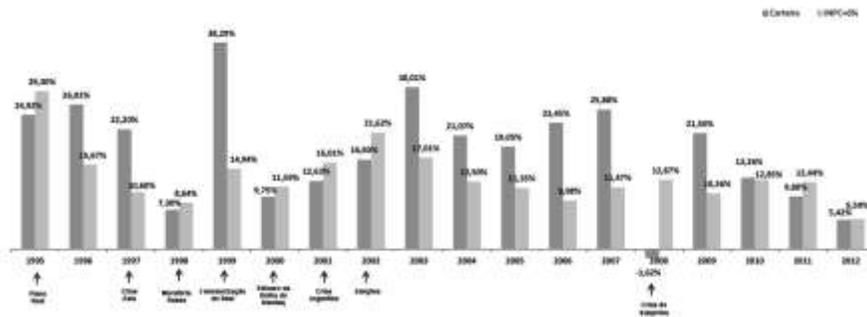
empresas consultadas deixaram de oferecer planos na modalidade benefício definido aos seus participantes. Os planos deste tipo ainda em vigor estão em fase de extinção e alcançam os funcionários ativos mais antigos ou os já aposentados. Os entrevistados afirmaram que a decisão teve como motivação acatar a diretriz da empresa patrocinadora. Ao aprofundar a razão dessa decisão, a maioria dos gestores apontou o risco de contaminação contábil da empresa por eventuais passivos causados em função de desvios no fundo de pensão. Numa das entrevistas, o profissional foi bastante taxativo ao comentar que *“nosso papel é cuidar da aposentadoria dos participantes, sem dar trabalho e preocupação ao patrocinador”*. Por conta disso, o plano de contribuição definida seria a melhor opção, uma vez que, do ponto de vista da empresa patrocinadora, não expõe seus registros contábeis a riscos, além de evitar a possibilidade de demandar contribuições extraordinárias em caso de desvios de rentabilidade ou superação de expectativa de vida inicialmente planejada nas premissas do plano.

### **5.3 – Portfólios de investimento**

O trabalho mostrou que o portfólio de investimentos dos fundos de pensão brasileiros tem caráter peculiar, por conta da debilidade nas finanças públicas brasileiras e condições de gestão da dívida pública. A situação macroeconômica resultou em contexto único para os investidores em títulos da dívida pública brasileira, capazes de aproveitar os altos prêmios dos títulos de renda fixa, com baixo risco de crédito das carteiras. Os fundos de pensão brasileiros seguiram essa estratégia e se ancoraram nos títulos federais para garantir a meta atuarial. Os *asset managers*, por sua vez, desfrutaram de conforto extra, pois tinham menor demanda por sofisticação nos portfólios e podiam caminhar com segurança.

O quadro a seguir mostra como se comporta a rentabilidade dos fundos brasileiros, na comparação com o parâmetro de INPC+6% ao ano, utilizado como meta atuarial para expressivo número de agentes locais. A partir das informações do quadro é possível compreender como as rentabilidades e metas atuariais se equilibram ano a ano, bem como desde o ano de 2009 a superação desse objetivo torna-se menos efetiva, por conta de eventos como volatilidade no índice BOVESPA e maior elasticidade nos índices de preço.

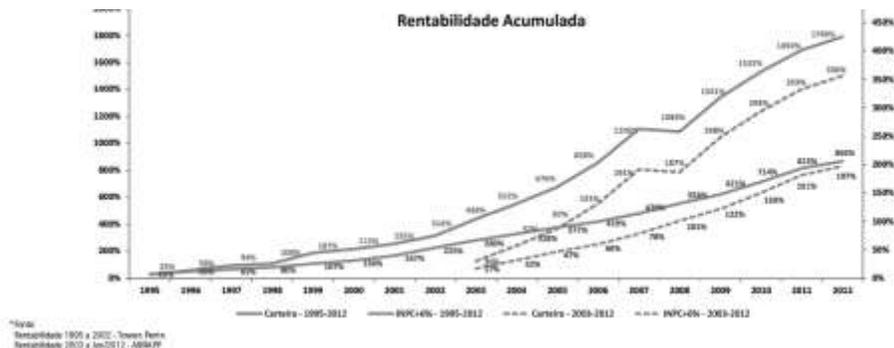
### RENTABILIDADE DAS EFPCS X META ATUARIAL – 1995 2012



Fonte: ABRAPP 2012

Ainda que nas verificações anuais haja um sem-número de oscilações, as análises históricas apontam para um contexto de maior robustez na rentabilidade geral dos portfólios, que acumulam ganhos substanciais, ainda que em processo de redução sistemática nos períodos recentes. O próximo quadro indica as rentabilidades acumuladas dos indicadores já descritos:

### RENTABILIDADE ACUMULADA EFPCS X META ATUARIAL – 1995 2012



Fonte: ABRAPP 2012

Os quadros anteriores parecem demonstrar com inequívoca clareza a decisão acertada de manter os portfólios fortemente vinculados aos títulos de dívida pública, o que garantiu estabilidade ao processo de acumulação de longo prazo. De toda forma parece haver um movimento de expressiva redução nessas diferenças, o que deverá provocar movimentação entre os agentes.

As entrevistas permitiram constatar que os investimentos em renda variável ocupam baixo volume nos portfólios dos fundos de pensão. De modo geral, os agentes investem em renda variável para acompanhar índices ou compõem suas carteiras para seguir setores econômicos

(consumo, bancos, energia, telecomunicações, por exemplo). O foco das alocações é a renda fixa. O nível de concentração nesse perfil é ainda maior do que a média do mercado, com concentração de investimentos na ordem de 80%, dos quais 85% em títulos federais, enquanto a média geral de renda fixa informada pela ABRAPP supera os 60%. A diferença entre as duas situações pode ser explicada pelo fato de os dados da ABRAPP incluírem os grandes fundos de pensão de empresas públicas e estes apresentarem maior diversificação das aplicações, com menor peso dos títulos de renda fixa, o que dilui a média geral. A razão mais alegada para justificar tal concentração foi a de evitar riscos desnecessários aos participantes e patrocinadoras, representados por outras classes de investimentos, além do fato de o prêmio oferecido pelos títulos do Tesouro Nacional cobrir as metas atuariais (objetivos de rentabilidade real) dos fundos de pensão entrevistados.

A estratégia de concentrar as aplicações em dívida pública, de acordo com alguns dos entrevistados, reduz o risco de questionamentos por parte dos órgãos fiscalizadores e áreas de auditoria das matrizes dos patrocinadores. A combinação de alta rentabilidade e segurança para os executivos dos fundos de pensão revelou-se atraente e até o momento não surgiram razões suficientes para se afastarem dela. Alguns gestores lembraram, no entanto, que esta é uma das principais preocupações em relação ao futuro de suas entidades, pois a perspectiva de redução na remuneração dos títulos públicos é certa, exigindo novas estratégias e a aceitação de maiores riscos na constituição dos portfólios.

O quadro a seguir sintetiza as principais classes de investimentos em que os fundos de pensão brasileiros promovem suas alocações, bem como indica os níveis de concentração em cada classe de ativos, comprovando as afirmações sobre a estratégia de manter posições em renda fixa. O significativo peso desta opção permite destacar a oportunidade de potencializar investimentos em serviços de infraestrutura, classificados no quadro na categoria investimentos estruturados, na linha descrita como participações.

Ainda que essa classe de investimentos tenha crescido 27% desde 2010, saltando de 1,8% para 2,6% do portfólio total dos fundos de pensão, é grande a chance de ampliar a participação desses investimentos no total de investimentos desses agentes. Vale lembrar as ressalvas apresentadas anteriormente sobre as precauções com o processo de transição de carteira,

nível de maturação desses investimentos e a preferência por promover os investimentos em empreendimentos que já se encontrem em fase operacional.

Carteira consolidada por tipo de investimentos

(R\$ milhões)

Distribuição	dez04	%	dez05	%	dez06	%	dez07	%	dez08	%	dez09	%	dez10	%	dez11	%	jan12	%
<b>Reserva Fixa</b>	154.732	66,5	179.685	60,9	216.345	59,0	248.352	57,0	275.542	64,8	285.427	59,3	325.804	59,8	349.917	61,0	372.011	62,8
Títulos públicos	29.671	11,7	35.858	12,1	41.872	11,5	54.925	14,9	78.988	18,1	86.749	17,6	91.912	17,1	91.442	15,6	91.809	15,7
Cédulas Privadas e Depósitos	5.751	2,3	6.768	2,3	8.329	2,4	9.223	2,1	14.079	3,6	14.862	3,0	14.271	2,5	22.588	4,0	15.512	2,7
DI												0,0	0,0	181	0,0	228	0,0	
Fundos de investimentos - FI*	119.181	48,6	137.098	46,4	156.152	41,9	174.154	40,0	177.475	41,3	190.016	40,0	205.700	38,2	223.914	40,4	244.507	41,3
<b>Reserva Variável</b>	77.896	33,1	90.747	30,7	115.654	32,8	168.816	38,7	157.996	38,8	165.703	35,3	174.841	32,5	172.426	30,1	169.967	28,9
Ações	51.188	20,0	55.675	19,1	73.848	21,0	90.431	20,8	54.381	13,0	62.800	13,0	68.273	12,6	80.447	14,0	75.820	12,7
Fundos de investimentos - FI*	25.808	10,1	30.772	10,4	41.805	11,9	68.382	16,6	62.921	15,0	62.952	13,4	68.273	12,6	62.013	10,0	63.239	10,6
<b>Investimentos Estruturados</b>	ND		16.614	2,8	13.247	2,3	15.434	2,6										
Expansão Emergente													245	0,0	360	0,0	186	0,0
Participações													9.408	1,8	13.875	2,3	12.439	2,1
Fundo imobiliário*													917	0,2	1.112	0,2	1.604	0,3
<b>Investimentos no Exterior</b>	ND		357	0,1	339	0,1	368	0,1										
Ações													85	0,0	26	0,0	29	0,0
Dívida Estrangeira													312	0,1	311	0,1	340	0,1
<b>Imóveis</b>	15.845	6,5	13.836	4,7	11.882	3,3	11.310	2,6	12.915	3,1	14.652	3,0	16.197	3,0	16.825	3,0	21.865	3,7
Operações com participantes	7.997	3,1	8.133	2,8	8.844	2,3	8.589	2,2	16.689	3,8	11.989	2,4	12.413	2,3	14.989	2,6	15.548	2,6
Expansão e Participações	4.033	1,6	5.850	1,9	8.518	1,8	5.426	1,2	8.210	1,9	9.872	2,0	15.408	2,7	12.995	2,2	13.768	2,3
Financiamento imobiliário	3.815	1,5	2.881	0,9	3.325	0,7	3.083	0,5	2.181	0,5	2.207	0,4	1.946	0,4	1.934	0,3	1.821	0,3
<b>Outros*</b>	4.507	1,8	4.648	1,6	5.881	1,6	6.435	1,5	6.374	1,5	16.192	3,1	949	0,2	2.872	0,4	2.313	0,4
<b>Total</b>	232.628	100	299.432	100	382.196	100	437.236	100	433.238	100	451.134	100	500.645	100	522.334	100	541.978	100

Nota: \* Inclui Caixa Prezo, Refinanciado, Reserva Fixa, Multissegura, Canal e FIDC; \* Inclui Ações e Índice de Mercado; \* Até 2006 consolidado no grupo Imoveis; \* Outros Realizações, Distribuições e Outros.

Fonte: ABRAPP 2012

Diante das perspectivas para os próximos anos, os entrevistados têm adotado, basicamente, duas posições. A primeira é a de reduzir as metas atuariais (objetivos de rentabilidade real para as carteiras de investimento) de seus planos. Do padrão de 6% de juros reais anuais, há entidades reduzindo tal objetivo para 4,8%<sup>34</sup>. Se a estratégia garante conforto aos gestores e patrocinadores, já que atinge os objetivos atuariais, pode levar o esforço de uma vida laboral com disciplina de poupança a um resultado tímido, uma vez que as perspectivas de acumulação de longo prazo tornam-se menos expressivas.

A segunda estratégia dos gestores é a de ampliar a participação dos títulos de emissão privada nas carteiras. Muitos entrevistados entendem que esse seja o caminho a percorrer com a redução dos prêmios pagos pelos títulos públicos. Sobre este ponto cabe uma reflexão: se os títulos privados apresentam emissão na forma de prêmios relativos (percentuais de CDI ou índice de inflação + prêmio de risco), uma vez que os títulos públicos desacelerem, o mesmo efeito atingirá os títulos privados. A perspectiva de adquirir títulos de dívida privada provavelmente levará os fundos a desacelerarem de forma menos brusca suas rentabilidades, mas para isso deverão assumir riscos que não estão habituados a correr ao ingressarem com maior efetividade nesse mercado. Os entrevistados se recordam de episódios de *default* nos títulos de emissão

<sup>34</sup> Reportagem publicada no periódico “O Estado de São Paulo”, de 06 de setembro de 2012, destaca que o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc) já estuda propostas para estabelecer as condições gerais que nortearão a redução de rentabilidade meta dos fundos de pensão.

privada, como os CDB's do Banco Santos e a emissão de debêntures de empresa do setor industrial, a CP Cimentos, como ocorrências eventuais.

Apesar da percepção da tendência de queda dos títulos de renda fixa, é visível o receio com as aplicações em renda variável. Um dos representantes fez comentário muito pertinente quanto à realidade dos investimentos em bolsa de valores e os riscos dessas alocações: *“Hoje as ações na BOVESPA são instrumentos de caráter especulativo, pois esses ativos são comprados por hedge funds ao redor de todo o mundo e a qualquer momento, caso haja algum contexto de crise ou as perspectivas quanto ao mercado local mudem, se desfazem das posições, para garantir compromissos em seus países de origem, vendendo as posições daqui a qualquer preço”*.

Nessas situações, os investidores locais, sobretudo os fundos de pensão, sofrem com as oscilações nos preços das ações sem que haja correlação com as perspectivas das empresas ou mercados em que atuam. Os preços das ações vão flutuar de acordo com o que ocorre em outros mercados. Embora um único entrevistado tenha se posicionado dessa forma, é interessante ver representantes desses agentes interpretarem de forma tão clara o investimento em bolsa de valores.

O receio de diversificar os portfólios e investir em renda variável não impediu, diante da expectativa de perda acentuada de rentabilidade dos títulos da dívida pública, um movimento inicial de recomposição dos portfólios, com tais opções ganhando destaque. Os gestores, no entanto, não se sentem seguros em tomar decisões mais efetivas quanto à escolha dos possíveis caminhos. Há um senso comum de que tais investimentos serão mais efetivos se conduzidos através das boutiques de investimentos - pequenos *asset managers* especializados em investimentos de renda variável – a partir de alocações em empresas menores – as *small caps*, cuja lógica é assumir participação acionária expressiva, para que o investidor tenha condições de participar na gestão da empresa, diferentemente de um investimento de igual volume numa empresa de grande porte, listada em bolsa, pois, neste caso, o processo de decisão sofre menor interferência dos investidores, diluídos num sem-número de acionistas. Nas grandes empresas negociadas em bolsa, prevalece a lógica explicada por HOBSON e pelo entrevistado que capturou o processo especulativo que envolve esses investimentos atualmente. Para um fundo de pensão de menor porte, um investimento da ordem de R\$ 60 milhões numa empresa do segmento de *middle market* trará muito mais poder ao investidor do que o mesmo montante investido numa

grande empresa listada na BMF-BOVESPA, como Petrobrás, Itaú-Unibanco ou Bradesco, por exemplo.

Há convergência entre os fundos, dando conta de que os gestores de grandes bancos não são hábeis e ágeis para administrar portfólios de renda variável. Os fundos de pensão têm a percepção de que os gestores de grandes bancos optam por assumir menor exposição ao risco para evitar grandes desvios em relação ao padrão esperado para determinado investimento. Por isso, ao menos quatro entrevistados possuem portfólio de ações administrados por gestores independentes ou negociam em estágio avançado essa mudança.

Os investimentos em imóveis e empréstimos aos participantes são pouco expressivos nos portfólios dos fundos entrevistados, por conta da demanda operacional originada nessas atividades, além de aspectos relativos aos riscos naturais aos imóveis, como necessidade de manutenção.

A hipótese do texto sobre a condição diferenciada proporcionada pelos títulos públicos federais no Brasil ficou mais destacada após as entrevistas. Até o momento, os fundos de pensão tiveram condição de rentabilizar patrimônio com as taxas de juros praticadas no país, mas as perspectivas atuais sinalizam novo contexto. Um aspecto que requer atenção diz respeito à probabilidade de os agentes tomarem decisões equivocadas, já que ingressarão em modalidades de investimento com mais risco e para as quais podem não estar plenamente preparados. Os episódios de *default* em títulos privados no Brasil são esporádicos e emblemáticos, o que pode levar a uma falsa interpretação por parte do mercado de que tal tipo de situação represente desvios de trajetória, quando, na verdade, em momentos de crise sistêmica é a regra. Diferentemente dos títulos públicos, que contam com o Estado na posição de garantidor do título, as emissões privadas são lastreadas pela empresa que realizou a emissão. Caso a emissora não tenha condições de resgatar o título por limitações específicas, não há outro garantidor para amenizar impactos.

#### 5.4 – Contribuição definida e exposição a riscos

A análise sobre a composição do portfólio dos fundos de pensão entrevistados parece indicar que a hipótese apresentada ao longo do texto de que, uma vez extinto o plano de benefício definido, os fundos de pensão adotariam estratégia de busca por oportunidades de valorização, com maior exposição a riscos e volatilidade, não se aplica aos fundos brasileiros.

A estrutura de seus portfólios mantém-se atrelada aos títulos da dívida pública. As aplicações de maior risco ocupam espaço reduzido. As situações em que os fundos locais são apresentados a oportunidades capazes de representar risco de perdas significativas de patrimônio se limitam às ações de pequenas companhias e emissões de títulos de crédito privado. Ainda nesses casos, a iniciativa não partiu dos gestores dos fundos, a decisão é tomada a partir de recomendações dos consultores de investimentos que, no entender dos entrevistados, têm *expertise* e contam com condição diferenciada para avaliar a qualidade dos títulos e seus emissores.

As entrevistas sugerem que os consultores de investimento têm poder de influenciar a formação dos portfólios dos fundos. Esta influência tem peso limitado, talvez em razão da segurança oferecida pelas aplicações nos títulos públicos. Até o momento, a interação entre o fundo de pensão e as empresas de *asset management* reforça a percepção de prudência em relação aos ativos que irão compor os portfólios dos fundos de investimento. Como comentou um dos gestores sobre a eventualidade de o fundo poder receber algum título de qualidade questionável “*se a asset colocar lixo no meu fundo, faço tirar imediatamente. Não deixo isso acontecer*”. A queda de rentabilidade dos títulos públicos poderá alterar este padrão de comportamento. Certamente, é cedo para avaliar se alguma tendência prevalecerá no futuro, mas as entrevistas apontam a manutenção da posição de maior segurança, já que é forte o sentimento de que as metas atuariais devem ser ajustadas à nova realidade. Uma vez que exista objetivo a perseguir e sendo esse alvo modulável às condições de mercado, os fundos de pensão devem manter postura prudente quanto à tomada de riscos, ainda que a nova realidade comprometa a formação de poupança no longo prazo.

A prudência dos gestores diante da perspectiva do novo quadro de rentabilidade dos títulos de renda fixa é apoiada, de algum modo, pela percepção dos participantes sobre a realidade que os espera no contexto dos planos de contribuição definida. De forma geral, a

transição não parece ter alterado o comportamento dos grupos, pois a atitude dos participantes em relação aos benefícios oferecidos pelo empregador nos fundos de pensão parece passiva. Há uma tendência entre os fundos entrevistados de permitir que o participante realize a escolha de seu perfil de investimento. Este movimento surge como um sinal de mudança na relação dos fundos com os participantes, já que diz respeito à adoção, pelos fundos de pensão, de perfis de investimento<sup>35</sup>, em que a escolha fique a critério do participante, o que é um modo de delegar, em condições pré-definidas, parte da decisão a esses grupos.

A mudança no perfil de comportamento dos participantes é tímida. A maioria entende que uma reserva complementar ao INSS está sendo acumulada, sem maiores questionamentos quanto ao benefício gerado ou desempenho dos investimentos. Em apenas duas entrevistas os executivos afirmaram que os participantes questionam sobre a rentabilidade do fundo, estabelecendo comparações diretas entre esses investimentos e os realizados individualmente, através do banco de relacionamento ou corretora. Nos demais casos, os participantes não se manifestaram e parecem depositar confiança de que o fundo de pensão trabalha para proporcionar o melhor benefício na fase de aposentadoria. Um reforço a tal percepção ocorreu numa das entrevistas, no interior de uma planta industrial, onde muitos funcionários chamavam o executivo do fundo de pensão e faziam comentários deixando transparecer a credibilidade e confiança depositada no profissional.

### **5.5 - Dominância dos agentes financeiros e visão risco-retorno**

Um aspecto explorado no trabalho foi relativo à interação entre os fundos de pensão e as empresas de *asset management* nos países centrais. No caso brasileiro, as entrevistas confirmaram que os fundos locais realizam os investimentos com grandes bancos, via fundos exclusivos ou mútuos, principalmente em renda fixa. O mercado brasileiro é dominado pelos grandes conglomerados financeiros. Em relação aos investimentos em renda variável, menos relevantes em proporção, os agentes buscam gestores especializados, com a indicação de consultorias de investimentos, que identificam *asset managers* independentes, com potencial para gerar ganhos diferenciados nessas aplicações. A explicação para os gestores escolherem as

---

<sup>35</sup> Ao definir os perfis de investimento, o fundo de pensão estabelece três ou quatro modalidades de investimento, da mais conservadora (integralmente alocada em renda fixa) à mais arrojada (com posição expressiva em renda variável), com graduações entre esses limites. O participante define qual é o perfil que melhor se adequa à sua realidade.

boutiques de investimento para renda variável fica evidente na fala de um entrevistado: “*enquanto um gestor independente precisa garantir o pão todo dia, o gestor ligado ao grande banco possui estrutura para suportar épocas de vacas magras*”.

A preferência pelas boutiques de investimento parece refletir a percepção negativa do mercado em relação aos grandes bancos. Como colocou um dos gestores, “*há uma questão delicada de chinese wall, que não convence. Se o banco se depara com uma oportunidade excepcional de investimento, dificilmente ele deixará de alocá-la em sua tesouraria proprietária*”. Ressalvadas as considerações anteriormente descritas sobre as empresas de *asset management*, tais agentes são percebidos como se estivessem em condição superior aos fundos de pensão por contarem com equipes qualificadas e preparadas para fazer as melhores recomendações. É questionável tal percepção, exatamente pelo fato deles terem se dedicado, em grande medida, ao desempenho de uma função pouco sofisticada, que é a de gerar valor às carteiras a partir da aquisição de títulos públicos.

A forma favorável de perceber a atuação das empresas de *asset management* pode explicar a convergência entre os dirigentes dos fundos entrevistados. Embora nem todos estejam plenamente satisfeitos com seus gestores, eles afirmam que jamais realizariam investimentos que não fossem liderados por esses agentes. Um dos entrevistados garantiu que se fosse apresentado a alguma oportunidade que julgasse interessante, indicaria ao ofertante que procurasse sua empresa de *asset* para apresentar o investimento e propor alguma estruturação possível através de um fundo de investimento.

A partir das interações com os entrevistados, não é possível afirmar que, no contexto brasileiro de fundos de pensão, o mercado financeiro exerça dominância sobre os agentes. No entanto, essas empresas contam com elevado grau de confiança e, muitas vezes, tem papel decisivo na tomada de decisão dos investimentos de seus clientes. Até o momento, não se confirmou a conduta que se espera das empresas de *asset management*, principalmente para os vinculados aos grandes conglomerados financeiros, uma vez que o padrão geral é ainda o de permanecer posicionado em produtos de renda fixa, com concentração em títulos públicos federais. Os movimentos ora ensaiados não parecem mudar de forma drástica o cenário atual, de modo que se pode esperar a continuidade desse quadro.

Os entrevistados têm como certo que maior rentabilidade resulta de posições de maior risco. Na visão do mercado não há como desvincular rentabilidades diferenciadas do contexto de mais risco e volatilidade. Questionados sobre investimentos de maior duração, que exigissem imobilização de recursos, a maioria se posicionou de forma desfavorável, avessos a assumir posições de longo prazo, sem possibilidade de liquidez.

## **5.6 – Investimentos alternativos em serviços de infraestrutura**

O capítulo 3 desse trabalho foi orientado a indicar situações em que os fundos buscaram investimentos inovadores para as suas carteiras, via investimentos alternativos. Diversos exemplos foram descritos, bem como estudos específicos que apontavam para o bom potencial dessas alternativas, em particular, investimentos em infraestrutura.

No contexto brasileiro, a partir das entrevistas foi possível entender que, para os fundos de menor porte, os investimentos alternativos, de forma geral, ainda estão distantes da realidade desses agentes. Restrições quanto ao conhecimento de tais estruturas de investimento, limitações em relação ao que a matriz define como possibilidades de alocação e insegurança quanto a eventuais riscos decorrentes de assumir posições diferentes do padrão, bem como eventuais questionamentos por parte da auditoria interna das patrocinadoras e do próprio órgão regulador, arrefecem os ânimos dos agentes de ingressar em novas modalidades de investimento.

Entre os entrevistados, houve reação negativa quanto à viabilidade e interesse de promover investimentos em instrumentos que não proporcionassem liquidez ou não estivessem construídos no formato de produtos financeiros. A percepção é a de que os investimentos alternativos sejam algo voltado para os grandes fundos, sobretudo os vinculados às empresas estatais, que contam com estruturas robustas e volumes de recursos substancialmente maiores, além de pressões para atenderem diretrizes políticas. Por mais de uma vez, os entrevistados dispararam comentários como: *“esse tipo de investimento só é possível nos grandes fundos, como PREVI, FUNCEF ou PETROS, não é coisa pra gente pequena”*.

Os entrevistados colocaram outras objeções. A fala de um deles é bastante elucidativa nesse sentido: *“imagine explicar para a matriz da empresa que fizemos algo diferente do que o mercado pratica aqui no Brasil. É inviável pensar nessa possibilidade. Além disso, pense na quantidade de vezes que vou atender a Secretaria (referindo-se à PREVIC, órgão que regula as*

*atividades dos fundos de pensão no Brasil) para explicar porque coloquei uma empresa dentro do fundo de pensão.”* Essa declaração deixa transparecer outra característica peculiar desses agentes. A maioria deles prefere não assumir posição de pioneirismo, ao ingressar em modalidades de investimento diferenciadas e ainda não “testadas”. Parece haver restrição quanto à possibilidade do “errar sozinho”, o que inibe a perspectiva de “acertar sozinho”. Outra restrição em avaliar a possibilidade de investir diretamente em empresas, diz respeito às estruturas dos fundos de pensão, normalmente muito enxutas, e das habilidades requeridas para gerir uma empresa, que na visão dos entrevistados é improvável de ser implementada em fundos de pensão de menor porte.

Questionados sobre investimentos em infraestrutura, os entrevistados estabeleceram conexão direta com as obras para a Copa de 2014 e Olimpíadas de 2016. A maioria indicou questões relativas aos aeroportos, rodovias, portos, terminais logísticos, telecomunicações, além de uma infinidade de obras que compõem o universo dos serviços de infraestrutura. Entre os fundos entrevistados, ao menos cinco afirmaram jamais terem ouvido sobre a possibilidade de investir nesse tipo de oportunidade. A maioria entende que obras de infraestrutura são muito custosas e que sua gestão e implantação sejam muito sofisticadas. Por outro lado, alguns dos entrevistados deixaram transparecer o quanto parecem propensos a optar pelos investimentos fora do país.

A despeito das respostas obtidas, dois fundos entrevistados já investem em serviços de infraestrutura. O primeiro promoveu os investimentos na forma de empréstimo ponte<sup>36</sup>. No caso dessa operação, o investimento foi apresentado e estruturado com o apoio das boutiques de investimento, que, na visão do entrevistado, tem maior habilidade na estruturação e implantação desse tipo de solução do que uma empresa de *asset* ligada a algum grande banco. Esse fundo é um dos pioneiros nos investimentos em florestas cultivadas, voltadas à produção de móveis, celulose e papel. A entidade é reconhecida pela mídia especializada como um dos pioneiros no Brasil em investimentos alternativos. O segundo fundo já firmou compromisso para realizar os investimentos, através de um fundo de investimentos em participações (FIP), assim como o caso do empréstimo ponte, voltado à exploração de serviços de logística e transportes aquaviários.

---

<sup>36</sup> Nessa modalidade de investimento, explicada pelo entrevistado, o empreendedor que vai explorar a operação de infraestrutura, promove a primeira etapa da captação de recursos junto a investidores, de forma a conseguir garantir os primeiros passos da implantação da obra a ser estruturada para, posteriormente, obter crédito junto ao BNDES e conseguir concluir a obra.

Questionado sobre a razão para promover o investimento alternativo através de veículos financeiros, o entrevistado afirmou que: “*a empresa de asset existe para isso, portanto deve fazer bem feito*”.

Além desses casos, há um terceiro fundo, que por indicação da matriz, na Europa, passou a avaliar investimentos em infraestrutura e, segundo o entrevistado, é dos principais focos da matriz no que diz respeito a alocações futuras dos recursos de seu fundo de pensão. Os entrevistados avaliam a possibilidade de investir fora do país<sup>37</sup>. Embora tal modalidade de investimento seja pouco representativa<sup>38</sup>, ao menos quatro entrevistados afirmaram que já foram abordados com propostas para investir nessa modalidade e seguiram em frente com o processo de avaliação, apoiados por suas consultorias de gestão de riscos e investimentos. A justificativa para avaliar tal tipo de alocação é a de que no Brasil as oportunidades mais representativas para capturar ganhos expressivos estão escassas, enquanto há outros países emergentes em que essa possibilidade ainda é substancialmente atraente. Questionados sobre em quais modalidades de investimentos e mercados poderiam ser realizadas as alocações, os entrevistados não aprofundaram a questão. Sobre a segurança de tais investimentos e questões referentes ao marco regulatório que ditaria as regras de investimentos nesses países, nenhum comentário foi mencionado pelos entrevistados, o que pode despertar questionamento sobre a limitada percepção quanto aos riscos envolvidos nesses investimentos por parte dos fundos. Os investimentos alternativos são uma realidade nova para os fundos de menor porte. As iniciativas desenvolvidas parecem operar em escala experimental, mas diante do cenário de juros futuros, devem tornar-se mais relevantes.

Questionados sobre as perspectivas e percepção quanto aos investimentos em infraestrutura, ainda que haja alguns agentes ingressando nessas oportunidades, o mercado sinaliza desconhecer tais possibilidades e quando tem essa perspectiva em vista, entende que por conta das escalas e da demanda por capital, tais alocações não estão ao alcance dos agentes de menor porte. É positivo, de qualquer modo, constatar que há fundos de menor porte ingressando nesse mercado.

---

<sup>37</sup> Os investimentos off-shore por parte dos fundos tornaram-se realidade a partir da aprovação da resolução BACEN 3792, que passou a prever tal possibilidade, a partir de 2009.

<sup>38</sup> (menos de 0,1% de todo o volume de investimentos dos fundos de pensão brasileiro ao final de 2010, de acordo com a ABRAPP)

### **5.7 – Estruturas, profissionais e a interação entre pares**

O trabalho deixou claro o quão crítico é o mandato de um fundo de pensão e o envolvimento de suas equipes num sem-número de atividades para garantir que as entidades evoluam de forma positiva. A formação dos executivos voltados à gestão dos fundos de pensão é um aspecto relevante na formatação de investimentos alternativos. Porém, a realidade dos fundos de pensão brasileiros, ao contrário do esperado, é restritiva. Seja pelas equipes enxutas ou pelo volume de trabalho que um fundo de pensão demanda, os entrevistados fizeram comentários sobre o desafio que é conduzir a rotina das entidades num contexto de redução sistemática de pessoal, fazendo com que uma série de atividades seja contratada externamente. A surpresa fica por conta de as tarefas mais estratégicas e sofisticadas, como as relativas à gestão de investimentos, seleção de gestores, análise de risco e atividades de perfil atuarial terem se tornado alvo das contratações externas. Muitas dessas atribuições são confiadas a consultores especializados que, por conta das escalas, transformam esse trabalho em atividade empresarial.

O contraponto dessa realidade é que ao implantar esse padrão de atuação, muitos conhecimentos e habilidades estratégicas tornam-se externas ao fundo, que acessa esse repositório de conhecimentos sem incorporar efetivamente esses ativos imateriais - o saber fazer. O que seria mais previsível ver terceirizado, como o atendimento aos participantes, controles de processo, rotinas de pagamento e afins, acaba não acontecendo, o que absorve parcela relevante das equipes dos fundos. Tarefas estratégicas, ao ver do autor desse trabalho, são entregues às consultorias especializadas, num processo que parece exteriorizar o estratégico e internalizar atividades de perfil operacional.

Os entrevistados têm foco e investem intensamente no controle de riscos, principalmente quanto às questões relativas ao cumprimento das diretrizes de investimento estabelecidas junto aos gestores. O controle de risco operacional recebe efetiva atenção e, muitas vezes, conta com processos e operações que são referência para suas matrizes. Os fundos de pensão demonstram entender que os riscos estão vinculados à operação e não ao modelo que permeia a sua realidade, o que para o contexto atual é real.

As entrevistas sugerem que, apesar da interação entre os fundos locais e os das matrizes, poucas buscam interagir com foco em praticar intercâmbio de boas práticas de investimento e entendimento sobre quais os riscos e oportunidades disponíveis em seus

mercados. Salvo três entrevistados, os demais interagem para convergir processos e garantir alinhamento para as rotinas de auditoria e controle. Os fundos brasileiros são referência, ao menos para quatro entrevistados, no que se refere aos aspectos de controle de riscos e processos de decisão de investimentos. No ambiente local, percebe-se intenso nível de interação entre as entidades. Uma série de percepções e decisões, inclusive quanto à contratação de consultorias e serviços é fruto desse intercâmbio. A troca de informações sobre oportunidades de investimentos não foi capturada como aspecto relevante. O intercâmbio de experiências na área de investimentos não parece ser comum entre os pares, como indicou o desconhecimento sobre os investimentos em infraestrutura já realizados por pelo menos dois dos entrevistados. Os encontros periódicos dos representantes desses fundos de pensão parecem orientados a tratar de agendas menos centradas nos temas de investimentos.

### **5.8 – Comentários finais**

As entrevistas com os fundos de pensão permitiram comprovar afirmações feitas no trabalho, como as mudanças nos planos de benefício, os fatores que as motivaram e a presença de um portfólio de investimentos concentrado em dívida pública. Por outro lado, surpreendeu positivamente, a não comprovação da predominância do mercado financeiro sobre os fundos de pensão, bem como as diretrizes de investimentos mantidas em condição de aversão ao risco. Outro aspecto muito positivo foi a constatação do elevado nível de controle e padrões de excelência adotados na condução de atividades das entidades entrevistadas, bem como a preocupação de seus representantes em manter os fundos de pensão dentro dos portfólios de investimentos mais seguros, como forma de preservar o patrimônio de longo prazo de patrocinadoras e participantes.

A pouca disposição dos agentes em buscar investimentos alternativos e, sobretudo, o baixo interesse pelas oportunidades representadas pela exploração de serviços de infraestrutura foram frustrantes. Os casos de exceção, fundos de pensão que investem em infraestrutura, não parecem demonstrar o início de uma tendência, uma vez que os demais agentes sequer foram apresentados a esse tipo de alternativa. Uma explicação para o quadro de aversão ao risco e baixo interesse por investimentos diferenciados, parece ter vinculação direta com o histórico positivo dos investimentos em renda fixa no Brasil.

Em relação à concentração dos esforços na questão dos controles, é uma exigência das matrizes. A provável explicação para o fato parece estar na determinação da matriz de se precaver contra qualquer risco de contaminação contábil capaz de atingir a patrocinadora. As mudanças no ambiente macroeconômico em curso no País podem reorientar os portfólios dos agentes, de forma a buscar investimentos seguros e estáveis, com boas margens de rentabilidade. Tal postura já foi adotada pelos grandes fundos de pensão e por pioneiros de menor porte no decorrer dos últimos anos, mas trata-se de situações pontuais.

Nas conclusões finais, o trabalho apresenta algumas iniciativas que podem servir de catalisador ao processo de agregar novos fundos de pensão ao universo dos investimentos alternativos, sobretudo, os serviços de infraestrutura, a partir das constatações realizadas sobre a realidade verificada nos países centrais e de sinalizações capturadas durante as interações com os agentes locais.



## Conclusões gerais

Neste tópico final serão abordados os principais aspectos verificados ao longo do trabalho e a possibilidade de desenvolver novas alternativas às opções atuais do portfólio de investimentos dos fundos de pensão brasileiros. Para reforçar a percepção de viabilidade, serão discutidas iniciativas já adotadas pelo mercado, que parecem ser um indicativo efetivo sobre o quão oportuno pode ser adotar novo posicionamento na construção das carteiras de investimento desses agentes.

O trabalho mostrou como o capitalismo contemporâneo reconfigurou o mercado, fazendo as empresas assumirem novos padrões de gestão. Esse processo exigiu conduta diferenciada das empresas e de seus executivos, que remodelaram suas companhias, para torná-las atraentes aos investidores. As empresas passaram a ser avaliadas segundo indicadores de desempenho padronizados, que aproximam agentes de diferentes setores econômicos e tendem a tornar a decisão de investimentos tarefa cartesiana e limitada, além de aproximar o trabalho dos gestores de portfólio ao dos tesoureiros<sup>39</sup>, uma vez que é esperado desses agentes identificar e aproveitar as imperfeições de mercado que possam configurar oportunidades materializadas, por exemplo, em empresas com bom potencial de valorização bursátil momentaneamente subvalorizadas.

A análise estratégica das empresas, em termos de perspectivas de médio e longo prazo, em busca de posicionamento diferenciado e processos inovadores parece ocupar posição secundária dentre as prioridades dos investidores. O mercado encurtou os horizontes de investimento. Os movimentos, antes concebidos para capturar ganhos com ações que refletissem incremento na participação de mercado ou ampliação de margem em novos produtos e/ou serviços de sucesso, cederam espaço ao padrão orientado a apurar ganhos bursáteis, conforme explica CHESNAIS (2005).

Os demonstrativos contábeis, principalmente os aspectos relativos aos compromissos de longo prazo e desvios não planejados, ganharam relevância como indicadores responsáveis por

---

<sup>39</sup> É adequado ressaltar a observação que CARNEIRO (2007) estabelece a partir de SAUVIAT (2004), em que o “as poupanças de curto e longo prazo (fundos de curto prazo e fundos de pensão) são unificadas num só objetivo de obtenção de ganhos patrimoniais. Os fundos de longo prazo, cuja preocupação deveria ser com os rendimentos, por conta dos seus compromisso atuariais, passam a se pautar por resultados de curto prazo, e ganhos de capital, decorrente da imposição de critérios de performance (*benchmarking*)”.

revelar o potencial de valorização da empresa e, por esta razão, são monitorados sistematicamente. A gestão desses demonstrativos tornou-se obstinação dos administradores, que passaram a empreender todos os esforços necessários para garantir que a saúde da empresa estivesse transcrita nesses relatórios.

Os fundos de pensão passam por processo de adequação ao novo contexto econômico, pois, no padrão de benefício definido, podem representar riscos às patrocinadoras, contaminando seus demonstrativos contábeis com eventuais desvios quanto às expectativas de sobrevivência dos seus participantes ou por conta de rentabilidades-alvo não alcançadas. A situação se apresentou particularmente aguda no caso americano, uma vez que a cobertura dos desvios é de responsabilidade exclusiva da patrocinadora. No contexto brasileiro, os custos decorrentes de eventuais desvios são repartidos entre participantes e patrocinador, o que minimiza de certa forma esse risco, mas não o elimina, já que os demonstrativos continuam expostos ao risco de comprometimento.

A estratégia para evitar as barreiras representadas pelos fundos de pensão à valorização das empresas materializou-se na mudança dos planos, da modalidade benefício definido para contribuição definida. Para as empresas patrocinadoras e seus investidores, a mudança reduziu drasticamente o risco que a concessão desse benefício poderia representar. Em relação aos participantes, a nova realidade substituiu um padrão de benefício consagrado por um modelo menos conhecido, que oferece a perspectiva de rentabilidade como atrativo, a partir da construção de novos portfólios de investimento, o que passou a expor o patrimônio desses agentes a maior nível de volatilidade nos países centrais.

No caso brasileiro, os fundos de pensão passaram por processo de transformação parcial, explicada pela mudança no padrão de benefício definido para contribuição definida, sem que os portfólios de investimento sofressem alterações substanciais. A não transformação plena é explicada pela debilidade das finanças públicas nacionais e pelo processo de rolagem da dívida interna, que levou à prática de taxas de juros atrativas. A segurança dos títulos líquidos emitidos em patamares de remuneração elevados garantiu os objetivos de rentabilidade real aos fundos de pensão, além de oferecer benefício extra, por se tratar de investimentos com alto nível de segurança. Esse cenário explica porque os fundos de pensão brasileiros apresentam expressiva concentração em renda fixa, dominados de forma absoluta por investimentos em títulos públicos

federais, bem como a “especialização” dos gestores de investimentos dos grandes conglomerados financeiros nesses perfis de alocação.

O contexto atual das finanças nacionais indica que essa prática está se aproximando do esgotamento, o que pode induzir os fundos de pensão brasileiros a percorrerem trajetória similar aos fundos de países centrais, com o agravante de tal movimento ocorrer de modo provavelmente mais brusco, potencializando os riscos envolvidos. Soluções alternativas têm sido adotadas, como a redução de objetivos de rentabilidade real, para manter o sistema nos padrões atuais, com o contraponto de oferecer benefício futuro significativamente menor aos participantes, pois a rentabilidade dos investimentos é aspecto central ao processo de acumulação de longo prazo nos modelos de capitalização.

De qualquer modo, é certo que os fundos de pensão locais já se deparam com o desafio de alocar seus recursos de forma diferente, como comprovaram as entrevistas. A obrigação de rever a composição de portfólio evidencia os riscos envolvidos. As experiências descritas pelos fundos de pensão nos países centrais apontam uma realidade instável, em que episódios de perdas significativas e instabilidade sistêmica integram o cotidiano desses agentes. Uma alternativa ao lugar comum das opções financeiras de alta volatilidade tem se materializado em alocações específicas, com características peculiares. Vários fundos de pensão nos países centrais buscaram investir em ativos com condição diferenciada de liquidez (leia-se não oferecem liquidez ou limitam seu acesso), com a contrapartida de alcançar ganhos positivamente diferenciados, em patamares superiores aos oferecidos pelos títulos de dívida soberana de países centrais ou pelas ações listadas em bolsa, com comportamento errático desde o início dos anos 2000.

Dentre as possibilidades disponíveis aos fundos de pensão, o trabalho destacou a oportunidade representada pelos investimentos em exploração de serviços de infraestrutura, que nos países centrais têm alcançado posição de destaque em rentabilidade e equilíbrio quanto aos aspectos de estabilidade patrimonial e geração de receitas. Parece haver clara convergência entre a demanda intensiva de capital, com potencial geração de receitas de longo prazo, característicos dos serviços de infraestrutura, e a expressiva capacidade de investimentos dos fundos de pensão, visando obter fluxo de caixa futuro atualizado por índices de inflação de varejo. O duplo benefício torna-se evidente quando se destacam os prazos de maturação das obras de

infraestrutura, que contam com fontes limitadas ao seu financiamento nessas condições e a baixa liquidez desses investimentos, que pode ser desejável para a realidade de parte das alocações dos fundos de pensão.

As perspectivas do setor de infraestrutura, como revelaram várias experiências em países centrais e algumas no Brasil, são promissoras. Volumes crescentes de investimentos têm sido captados para alocação nesses projetos, com resultados muito positivos. São premissas básicas para garantir que tais atividades logrem êxito, a exigência de competência técnica necessária à sua gestão e a intensiva demanda de capital, como aspectos essenciais à sua implantação. Os fundos de pensão brasileiros já iniciaram movimento no sentido de avaliar novas alternativas e buscar soluções para o contexto de redução efetiva na remuneração oferecida para rolagem da dívida pública. De forma geral, parece haver tendência aos investimentos em dívida privada, que agregam sensível incremento de risco, além de movimentos mais discretos em direção aos investimentos em renda variável em pequenas empresas e, finalmente, investimentos no exterior.

Os grandes fundos já se organizaram e iniciaram o movimento em direção aos investimentos alternativos, como confirmou a iniciativa da INVEPAR. Fundos de pensão menores, sem condições de ingresso em investimentos desse porte, por conta dos volumes substanciais necessários à sua implantação e em decorrência de contarem com equipes enxutas, optaram por investir no setor por meio de instrumentos financeiros. Este caminho, a despeito das críticas iniciais desse trabalho, parece ser a alternativa adequada para o caso específico, pois a possibilidade de promover os investimentos de forma direta dificilmente estaria ao alcance de fundos de pensão de pequeno porte.

As entrevistas constataram que os fundos de pensão brasileiros vivem realidades muito distintas entre si, por conta das faixas amplas de escalas e modelos de gestão implantados por suas patrocinadoras. É certo que os fundos de menor porte guardam peculiaridades que limitam sua condição de promover investimentos diretos em serviços de infraestrutura, diferentemente do que estão fazendo os grandes fundos. Essa limitação é dada pela menor disponibilidade de recursos, na comparação com os grandes fundos e pelas limitações de suas equipes, que normalmente contam com equipes muito enxutas. De qualquer forma, há a possibilidade desses agentes investirem em infraestrutura por meio de instrumentos financeiros específicos e descreverem trajetória diferente das opções de maior liquidez, risco e volatilidade.

Os fundos de pensão de menor porte foram enfáticos em afirmar a inviabilidade de investir em infraestrutura na forma de participação direta. A alternativa de fazê-lo por meio de instrumentos financeiros parece ser o caminho mais provável e efetivo, pois, ao analisar a trajetória dos fundos brasileiros, torna-se compreensível a restrição desses agentes em buscar formas de participação direta, já que foram condicionados a operarem dentro da lógica construída para viabilizar a rolagem da dívida pública, a partir de instrumentos de natureza integralmente financeira.

A possibilidade de investir em infraestrutura a partir de instrumentos financeiros específicos parece ser uma opção de transição adequada de aproximação dos fundos de pensão a este tipo de aplicação. A oportunidade de compor parte do portfólio dos fundos de pensão com esses instrumentos potencializa a geração de recursos orientados ao financiamento desses serviços que, de outra forma, poderiam ficar restritas aos grandes agentes, sobretudo os ligados às grandes empresas estatais. A solução de transição para realizar os investimentos em infraestrutura pelos fundos de pensão de menor porte tem se apresentado através dos fundos de investimentos em participações (FIP's), como citado no capítulo 4. O uso desses instrumentos torna possível viabilizar investimentos em projetos de grande porte de forma sindicalizada. Essa alternativa representa um caminho para garantir o acesso de número expressivo de agentes aos empreendimentos de infraestrutura. Os investimentos por meio dessas modalidades de fundo podem ser adequados para acolher parte dos investimentos atualmente em títulos públicos, que, dado o cenário de queda na remuneração, tendem a migrar para novas opções de investimentos. Nesse sentido, a experiência da PREVICSSON merece atenção, um dos entrevistados, típico representante dos fundos de pensão de menor porte, patrocinado por empresa multinacional. Conta com equipe enxuta, reservas totais inferiores a R\$ 1 bilhão e conseguiu viabilizar seu ingresso na exploração de serviços de infraestrutura a partir da aquisição de cotas de um fundo de participações num investimento que totalizará R\$ 15 milhões. O fundo escolhido foi estruturado pelo banco Pátria, em conjunto com a empresa Promon de engenharia. Trata-se do P2 Brasil que, de acordo com seus gestores, *“foca predominantemente nos seguintes setores de infraestrutura: logística e transporte, óleo e gás, água e saneamento, e distribuição e transmissão de energia elétrica. Os setores alvo devem oferecer oportunidades de investimento atrativas, incluindo melhoria e desenvolvimento de projetos de infraestrutura já existentes, consolidação de setores fragmentados e desenvolvimento de projetos embrionários”*.

O fundo P2 Brasil tem duração prevista de doze anos. Nesse período a liquidez é restrita. Eventual necessidade de acessá-la em prazo inferior ao contratado poderá impor penalidades ao investidor, na forma de valor resgatado substancialmente inferior ao investido. Essa é a contrapartida para capturar potencial de rentabilidade diferenciado com baixa volatilidade, em comparação com outras opções de alta liquidez. O fundo já realizou dois investimentos, sendo o primeiro numa empresa que atua no setor de corredores logísticos para *commodities* agrícolas, que se desenvolve a passos largos no País, por conta da demanda global por alimentos e baixa disponibilidade de infraestrutura para seu escoamento. A segunda das investidas é uma operadora de transportes hidroviários, que integra corredores hidroviários, portos marítimos e transportes de carga.

Outro fundo de participações voltado aos serviços de infraestrutura no Brasil é o AG AngraInfra<sup>40</sup>. Com início em 2006 e duração planejada de dez anos, o fundo apresenta portfólio de investimentos mais robusto. Conta com cinco empresas que operam nos setores de óleo e gás, energia limpa, tratamento de resíduos, terminais portuários e bioenergia. Esse fundo também opera em condições de alta restrição à liquidez. As duas iniciativas sinalizam a oportunidade de viabilizar os investimentos dos fundos de pensão menores em serviços de infraestrutura, além de consistir numa fonte complementar de financiamento. O setor conta atualmente com poucas alternativas adequadas em termos de prazos de liquidação dos créditos, já que os empréstimos contratados têm horizonte incompatível com a curva de geração de receitas do setor. Nesse sentido, pode-se confirmar a convergência entre os sistemas, considerando a demanda de financiamento de longo prazo areados serviços de infraestrutura e o horizonte de maturação dos investimentos dos fundos de pensão.

Uma perspectiva positiva para os fundos de pensão, no que diz respeito aos investimentos em infraestrutura, pode ser verificada a partir do movimento da ABRAPP, associação que agrega os fundos de pensão brasileiros e está desenvolvendo negociações com o BNDES para estimular os fundos menores a fazerem investimentos em infraestrutura, de acordo com declaração do presidente da ABRAPP, José de Souza Mendonça, que constata que “*em vez de especular o mercado acionário, os grandes fundos estão participando diretamente das empresas*”, para posteriormente afirmar que “*os investimentos em infraestrutura vão crescer naturalmente, mas fundos menores não têm recursos para comprar esse tipo de participação em*

---

<sup>40</sup> O AG AGRAINFRA foi indicado como pioneiro no setor de infraestrutura pela equipe do P2 Brasil

*empresas. Uma das coisas que estamos fazendo com o BNDES é ver como criar fundos de investimento em infraestrutura”, de acordo com reportagem publicada no portal EXAME (2012).*

O estudo realizado sobre o potencial de desenvolvimento e exploração dos serviços de infraestrutura apresentou indicações positivas e aparentemente prósperas para o setor. De forma geral, o aspecto mais crítico a equacionar para viabilizar um modelo de negócios rentável diz respeito a construir solução eficiente para o financiamento das operações, que demandam longo prazo de maturação. Superada essa barreira, o marco regulatório já se apresenta como suficiente, restando o aspecto de gestão operacional como desafio a superar.

Esse contexto pode explicar o ingresso de empresários privados nos mais diversos setores de infraestrutura - dos evidentemente viáveis até o mais desafiadores - como é o caso dos serviços de saneamento. Há claras indicações de aceleração de participação neste setor, como podem confirmar as entrevistas e movimentações verificadas nesses mercados. Se o quadro configura-se de forma atraente para os empresários privados, que contam com horizontes de tempo mais exíguos para rentabilizar seus investimentos, para os fundos de pensão pode ser ainda mais positivo, dado que suas obrigações com os participantes têm prazos amplos e parte de seus portfólios podem suportar períodos de carência maiores que os demais agentes de mercado.

Os entrevistados demonstraram, de forma geral, pouco conhecimento sobre as características dos investimentos em infraestrutura. Questões como marco regulatório, rentabilidade potencial e atratividade do setor para os agentes privados surpreenderam os consultados. Esse quadro parece justificável, uma vez que os fundos de pensão convivem com um sem-número de demandas e seus consultores de investimentos não parecem orientados a tais oportunidades de alocação, o que explica o desconhecimento e a resistência a investir no setor, conforme confirmaram as entrevistas. Apesar de positivos, os casos apresentados de investimentos em infraestrutura por fundos de pensão de menor porte parecem ser pontuais, ainda mais se comparados com outras modalidades de investimentos, como instrumentos de dívida privada, por exemplo. O desconhecimento sobre as especificidades e oportunidades oferecidas por tais investimentos podem explicar a baixa demanda por alocação no setor. Esta constatação provoca uma reflexão sobre o quão oportuno e bem-vindo pode ser implantar um fórum organizado, em que aspectos estratégicos para os fundos de pensão, como tendências e oportunidades de investimentos em contexto de redução efetiva nas taxas de juros, possam ser

discutidos, de modo a democratizar e propagar as boas práticas, além de advertir para riscos envolvendo investimentos específicos. Iniciativas dessa natureza trazem duplo ganho, pois tanto desenvolvem os portfólios dos fundos de pensão como potencializam o desenvolvimento dos serviços de infraestrutura, além de carrear recursos de longo prazo para o setor e aperfeiçoar aspectos de qualificação técnica e gestão de mão-de-obra voltadas à exploração dessas atividades.

A adoção dessa dinâmica pode gerar efeito positivo adicional, de forma a movimentar os agentes de mercado e, principalmente, as empresas de *asset management*, no sentido de desenvolver instrumentos de investimento em convergência e alinhamento às demandas dos fundos de pensão, numa relação em que os fundos de pensão passem a liderar o processo de elaboração dos produtos de investimento. Tal dinâmica tende a ser positiva, pois pode romper com o quadro atual, em que os recursos dos fundos de pensão são mobilizados a partir do direcionamento estabelecido pelas consultorias de investimento e empresas de *asset management*, que parecem influenciar, sobretudo, os fundos de pensão de menor porte.

Os grandes fundos de pensão poderiam se posicionar como indutores importantes desse movimento, por suas condições diferenciadas de escala, quadros técnicos, alcance e histórico de investimentos. Uma vez que são os pioneiros, poderiam atuar de forma a apoiar os seus pares, garantindo curvas de aprendizagem mais eficazes e eliminando imperfeições de acesso à informação, essenciais para garantir investimentos de modo seguro e eficiente.

Ao longo das entrevistas, ficou transparente a preocupação dos gestores de fundos de pensão em cumprir as normas e determinações estabelecidas pelo órgão regulador do setor - a PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar - que aparenta atuar de forma intensa junto ao sistema. Entretanto, o papel dessa superintendência parece estar concentrado nas atividades de controle, deixando de lado a tarefa de se colocar como agente a aglutinar discussões sobre novas oportunidades de aplicações.

As assimetrias de informação sobre alternativas de investimentos, bem como a ampla diversidade de níveis de conhecimento sobre aspectos gerais relativos às diversas modalidades de alocação verificadas entre os entrevistados, sugerem haver espaço a ocupar, possivelmente pelo órgão regulador, por meio de um sistema que organize e garanta acesso confiável e imparcial dos fundos de pensão aos assuntos de seu interesse, como as oportunidades de novos investimentos e

os riscos envolvidos. Esta atividade é liderada atualmente pelas consultorias de investimentos, que conduzem esse trabalho sem aparentes mecanismos formais de controle.

Outro aspecto a desenvolver diz respeito ao apoio à formação dos quadros profissionais dos fundos de pensão, em assuntos diretamente relacionados à sua rotina de atuação, como é o caso da análise de diversas modalidades de investimentos que esses agentes administram. É oportuno ressaltar que essa atividade é estratégica e deve ser internalizada pelos fundos de pensão, que delegam essa tarefa, em alguns casos, às consultorias de investimento, por conta de suas limitações sobre o assunto. Tanto a formação dos profissionais do setor quanto a organização e disponibilização das oportunidades de investimentos podem ser desenvolvidas de forma compartilhada entre os órgãos de controle, empresas patrocinadoras e fundos de pensão. Isto evitaria os custos capazes de inibir tais iniciativas, além de ter potencial inequívoco de fortalecer o sistema e gerar um ciclo virtuoso para a sociedade. A internalização das habilidades e conhecimentos naturais aos fundos de pensão tem potencial de agregar substancial valor aos agentes, que deverão conquistar maior autonomia e confiança na execução de suas atribuições, claramente mais relevantes que as atividades atualmente desenvolvidas.

Uma oportunidade a discutir é a possibilidade de criar sistemas cooperativos, compartilháveis pelos agentes, destacando que o universo dos fundos de pensão não está inserido na lógica concorrencial ou competitiva. Essa iniciativa pode gerar ganhos inequívocos a todo o sistema e seus agentes, que passariam a desenvolver com maior segurança suas atribuições estratégicas, hoje parcialmente concentradas nas consultorias especializadas.

Ainda no sentido de desenvolver o sistema de fundos de pensão, parece adequado construir espaços de interação para o intercâmbio de práticas e experiências entre os fundos locais e os seus correspondentes nos países centrais. Ao que foi possível verificar, essa prática é limitada, principalmente no universo dos fundos de menor porte, o que pode restringir o desenvolvimento de um sistema mais robusto e estável. Essa iniciativa pode ser estratégica, por seu potencial de indicar oportunidades ao sistema e antecipar riscos.

O estabelecimento de um mercado estável e crescente para os investimentos em infraestrutura por parte dos fundos de pensão, com potenciais benefícios para seus participantes, no formato de carteiras de investimentos positivamente rentáveis, estáveis e de comportamento previsível, pode carecer de incentivo ou direcionamento específico do Estado, materializável na

forma de tributação diferenciada. Os fundos de participação contam com tal benefício, mas o instrumento ainda pode ser aperfeiçoado. Vale ressaltar que a mobilização de recursos de longo prazo dos fundos de pensão para a exploração de serviços de infraestrutura cria um efeito complementar positivo, por meio de provável redução da demanda das linhas disponibilizadas pelo BNDES e CEF, responsáveis por parcela substancial do crédito local para as obras de infraestrutura. O BNDES, nos últimos períodos, tem sofrido demandas intensas e encontra dificuldade de responder a todas as demandas, necessitando recorrer sistematicamente ao apoio do Tesouro Nacional.

Essas iniciativas podem acelerar o desenvolvimento de um novo mercado para os fundos de pensão e carrear parcela significativa de recursos para o setor de infraestrutura, ampliando o nível de bem-estar para toda a sociedade brasileira.

## Referências Bibliográficas

- ABRAPP/ICSS/SINDAP. Papel dos fundos de pensão na formação da economia brasileira, 2007. 1ª. Edição.
- ABRAPP/ICSS/SINDAP. Consolidado estatístico junho 2012. Consulta ao 25/11/12 [http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/ConsolidadoEstatistico\\_06\\_2012.pdf](http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/ConsolidadoEstatistico_06_2012.pdf)
- AESBE - Associação das Empresas de Saneamento Básico Estaduais. Financiamento de Investimentos em Saneamento Básico Medidas sugeridas para expansão sustentável e modernizadora - Proposta em discussão. 2006. Brasília.
- BACEN. 2009. Resolução BACEN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009.
- BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, L. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. Revista Economia e Sociedade. Dezembro 1998. Campinas.
- BARBOSA, A. L (2010). Previdência Social no Brasil - A necessidade de um sistema de seguridade com sustentáculo no princípio constitucional da solidariedade. 20120. Periódico Olhares Plurais. Revista Eletrônica Multidisciplinar.
- BECKETT, S. Fondos de pensiones e inversiones en infraestructura. Inversiones y Pensiones en los Sistemas de Capitalizacion. [http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20101125/asocfile/20101125131626/sheila\\_beckett.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20101125/asocfile/20101125131626/sheila_beckett.pdf) FIAP - Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Chile 2010.
- BRAGA, J.C.S. A financeirização da riqueza: A macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Revista Economia e Sociedade. nº 2, de agosto de 1993. Campinas.
- BRANDÃO, C. A. E CORREA, V. P. Papel sistêmico da infraestrutura econômica no processo de desenvolvimento: as novas formas de financiamento. Anais ANPEC 1997.
- CAETANO, M.A. fundamentos acerca dos riscos associados à previdência social. IPEA. Brasília. 2006.
- CARNEIRO, R. Globalização e integração periférica. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 126, jul. 2007. ISSN 0103-9466.
- CASSA, I. (2009). Contrato de Previdência Privada. São Paulo: MP Editora.
- CATÃO, G. C. Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro - um estudo multi caso. 2006. João Pessoa.
- CCR - Companhia de Concessões Rodoviárias. Apresentação de resultados 4º. Trimestre 11 e informações aos acionistas. LINK <http://ccr.riweb.com.br/Default.aspx> visita no dia 08/04/2012.
- CHESNAIS, F. A finança mundializada - raízes sociais e políticas, configuração, consequências. 2005. 1ª. edição são Paulo.
- CORAZZA, M. E. Juro real e agenda positiva do País direcionam políticas de investimento. Revista Fundo de Pensão novembro 2010. São Paulo.
- COSTA, F.N. 2010 - finanças dos trabalhadores - textos para discussão UNICAMP, julho 2010.
- COSTA, F. N. - Comparando capitalismos financeiros - Texto para Discussão. IE/UNICAMP, maio. 2009.
- CONCEIÇÃO, D. N. Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”, de Hyman P. Minsky. Revista OIKOS – volume 8 número 2 – RIO DE JANEIRO. 2009.

- CONCEIÇÃO, D. N. O novo capitalismo dos gerentes de dinheiro e a crise financeira global – tradução do texto original de L. Randal Wray. Revista OIKOS – volume 8 número 1- RIO DE JANEIRO. 2009.
- DEDECCA, C. S. - Trabalho, financeirização e desigualdade - Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 174, abr. 2010.
- DIAS, Denilson Carlos e FERREIRA, Fernanda Carolina Rocha Martins. Sistemas previdenciários de repartição e capitalização: Uma análise comparativa entre Brasil e Chile. Mimeo. 2009.
- EXAME. Consulta ao site do periódico , realizada em 07 de novembro de 2012. <http://exame.abril.com.br/noticia/fundos-de-pensao-investem-em-infraestrutura>
- FAGNANI, Eduardo. Previdência social e desenvolvimento econômico. FAGNANI - Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 140, fev. 2008.
- FERREIRA, C.K. (1995). O Financiamento da indústria e infraestrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais. Campinas, IE-Unicamp. (tese de doutoramento). (mimeo).
- FOLHA DE SÃO PAULO. Edição de 09 de julho de 2010. Fundos garantem obra de Belo Monte. LINK <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/764332-fundos-garantem-obra-de-belo-monte.shtml>.
- FOLHA DE SÃO PAULO 2006. Reportagem banco santos. <http://www1.folha.uol.com.br/folha/especial/2006/folhainvest/fj1502200604.shtml>.
- FORTUNA, E. Mercado Financeiro - Produtos e Serviços. 2003. Rio de Janeiro. 15ª. edição.
- FREITAS, M. C. P. de. Os fundos de Pensão e o financiamento da infraestrutura. convênio IPEA BNDES. BRASILIA. 1996.
- GRAÇA, L. (2000) - Industrialização, Saúde Pública e Controlo Social na Inglaterra do Séc. XIX [*Industrial Revolution, Public Health and Social Control in XIX Century England*].
- HDNET Films. Enron - os caras mais espertos da sala - 2007
- HOBSON, J. A. A evolução do capitalismo moderno. Um estudo da produção mecanizada. 1906. ed. Abril 1ª. edição 1996. Coleção Os Economistas. São Paulo
- HOEFLING, C. J. D. Fundos de pensão e a obrigação do patrocinador no resultado deficitário do plano de benefício definido. Experiências norte-americana e brasileira. São Paulo. 2008. 1ª. edição.
- HUJO, K. Novos paradigmas na previdência social: lições do Chile e da Argentina. Planejamento e Políticas Públicas, 1999.
- ISTO É DINHEIRO. Editora 3. 06 de julho de 2011. Pagina 90. Montanha de dinheiro. ICSS SINDAPP - Introdução à previdência complementar . 1ª. Edição. SÃO PAULO. 2005.
- ICSS SINDAPP - Administração de planos de benefícios . 1ª. Edição. SÃO PAULO. 2007.
- LIMA, A. M. e OLIVEIRA, S. C. S. Securitização no Brasil: caracterização normativa e evolução dos fids - publicado no 5º. encontro de economia baiana setembro 2009 - financiamento do desenvolvimento.
- LORENZO. C.G.L.F. Investimentos alternativos em cenários de juros decrescentes. Fundos de Pensão - Gestão de Investimentos. 2010.
- MACHADO, K. (2006). Pobreza ou pobreza? Uma discussão acerca das múltiplas abordagens da pobreza. Economia-Ensaio. Uberlândia.
- MADEIRA, R.F. O setor de saneamento básico no Brasil e as implicações do marco regulatório para a universalização do acesso. Revista do BNDES, junho 2010.
- MINSKY, H. Can “it” happen again? Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe, 1982.

- MORENO, A.H.V.S. (2009). Focalização x Universalização das políticas sociais brasileiras: Limites e possibilidades no enfrentamento da pobreza e da desigualdade social. Universidade de Brasília UnB.
- MPAS 2011. Ministério da Previdência Social - Secretaria de Políticas de Previdência Complementar. Coletânea de normas. Brasília 2011.
- O GLOBO. Ed. de 19 de julho de 2010. Fundos de pensão entrarão no Trem-bala. LINK [www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CFEQFjAA&url=http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-pensao-entrarao-no-trem-bala-2977294&ei=5VIdUNWMFuHa0QG86oD4Dg&usg=AFQjCNFSF0S2JZa816lMFS0Fy5Ri-NMZA](http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CFEQFjAA&url=http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-pensao-entrarao-no-trem-bala-2977294&ei=5VIdUNWMFuHa0QG86oD4Dg&usg=AFQjCNFSF0S2JZa816lMFS0Fy5Ri-NMZA).
- OLIVEIRA, A. E. Entidades fechadas de previdência privada no Brasil - Política de investimentos em fundos de Pensão - ALM. CIENTÍFICA DR: Revista Científica da Faculdade Darcy Ribeiro, nº 002, jan/jun 2012 – ISSN 2236-8949.
- PDG 2011. Emissão de cri de 250 milhões. Rio de Janeiro 2011. Visita ao site em 04 de março 2011 [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/Prospecto\\_Preliminar\\_PDG.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/Prospecto_Preliminar_PDG.pdf).
- PELLICOLI, A. A. Gestão de Investimentos – Fundos de Pensão. Porto Alegre. 2011.
- PETROS 2012. Visita ao site [https://www.petros.com.br/portal/server.pt?open=512&objID=203&&PageID=129073&mode=2&in\\_hi\\_userid=343417&cached=true](https://www.petros.com.br/portal/server.pt?open=512&objID=203&&PageID=129073&mode=2&in_hi_userid=343417&cached=true), NO DIA 04 DE MARÇO DE 2012.
- RAIMUNDO, L.C. Investimentos alternativos de fundos de pensão: a experiência internacional. 2002. revista fundos de pensão. Publicação de novembro de 2002. São Paulo.
- RESOLUÇÃO 06 MPAS - visita ao site <http://www81.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPAS-CPC/1988/6.htm> no dia 04 de março de 2012.
- SECON, M.A. (2001). Assistência social: O preço mínimo da força de trabalho. Serv. Soc. Rev. Londrina.
- SAIANI, C.C.S. Restrições à expansão dos investimentos em saneamento básico no Brasil: Déficit de acesso e desempenho dos prestadores. UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto - Departamento de Economia. Ribeirão Preto. 2007.
- SABESP. Apresentação de resultados 2010. link [http://www.sabesp.com.br/sabesp/filesmng.nsf/224BA14AF9F81D3083257899006ADFB0/\\$File/Sabesp\\_4T10.pdf](http://www.sabesp.com.br/sabesp/filesmng.nsf/224BA14AF9F81D3083257899006ADFB0/$File/Sabesp_4T10.pdf) visita no dia 12/03/2012.
- SAUVIAT, C. As grandes empresas fragilizadas pela finança. Artigo integrante de CHESNAIS, F. A finança mundializada - raízes sociais e políticas, configuração, consequências. 2005. 1ª. edição são Paulo.
- SILVA, M. S. F. Gestão financeira das entidades de previdência complementar. Universidade do Estado de Santa Catarina. Florianópolis. Santa Catarina. 2005.
- SNIS - sistema nacional de informações sobre saneamento - SNIS. Diagnóstico dos Serviços de Água e Esgotos - 2009. LINK <http://www.snis.gov.br/PaginaCarrega.php?EWRErterterTERTer=89> visita no dia 12/03/2012.
- TANJI, M. Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.
- Trajetória de juros – Selic meta anual link <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>. Visita 01/03/2012.

- Títulos do Tesouro Nacional disponíveis para negociação – link  
[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro\\_direto/consulta\\_titulos/consultatitulos.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/consulta_titulos/consultatitulos.asp).  
Visita 01/03/2012.
- TORRES, E. T. F. e MACAHYBA, L.O elo perdido - o mercado de títulos de dívida corporativa no brasil: avaliação e propostas. Junho 2012. São Paulo.
- TORRES, E. T. F. Comentários sobre a possibilidade de o movimento de ampliação de risco ter sido deflagrado pela redução nas taxas de juros, durante defesa de dissertação de mestrado no Instituto de Economia. UNICAMP. Campinas. Novembro 2012.
- VALOR ECONÔMICO. Valor: Valor Especial: Saneamento. São Paulo: 29 de outubro de 2009.
- VASCONCELOS, Y. L. EBITDA retrato do desempenho operacional. INFORMAÇÕES OBJETIVAS - IOB - IOB COMENTA 49/2001.
- VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT. Perguntas e Respostas. Fundos de investimento em participações em infraestrutura BB Votorantim Energia Sustentável I,II, III\*. 2012. São Paulo.
- WEINTRAUB, A. B. D. V. Manual de direito previdenciário privado, 2004. 1ª. edição.

# ANEXOS



## **Anexo I - Questionário base - Fundos de pensão**

1 - Qual o % do volume total de ativos de sua entidade é investido em cada classe de ativos:

- Fundo de investimentos (abrir RF e ações)
- Títulos públicos
- Ações
- Créditos privados e depósitos
- Investimentos imobiliários
- Empréstimos e financiamentos
- Derivativos
- Outros investimentos (se sim quais)

2 - Sobre os objetivos de rentabilidade real a alcançar, para os planos de benefícios definido e para pagamento de rendas atuariais, sua entidade tem superado os objetivos definidos?

- Sim
- Não
- Comente sua resposta

3 – Sua entidade já realizou investimentos em infraestrutura? Qual foi o investimento? Quais os resultados tem sido obtidos?

4 – Responda, caso a questão 5 tenha resposta negativa: Sua entidade já recebeu oferta para investir recursos em infraestrutura? Qual a modalidade de investimento foi oferecida? Avaliaram a possibilidade de realizar tal investimento? Por que não o fizeram?

5 – Além do aspecto de rentabilidade real, quais os principais pontos para definir eventual alocação de recursos em infraestrutura?

6 – Tem conhecimento de alguma entidade no Brasil ou no exterior que tivesse realizado investimentos em infraestrutura?

## Anexo II

Iniciativas de investimentos alternativos em países centrais, descritas por LORENZO F° (2009):

De acordo com o texto de LORENZO F° (2009), uma série de iniciativas de fundos de pensão no exterior tem sendo empreendidas, dentre as quais merecem destaque:

- Aquisição de direitos autorais de músicas da “Universal Music Group”, no total de US \$ 275 milhões, pelo ABP – Stichting Pensioenfonds, maior Fundo de Pensão da Holanda;
- Iniciativa do fundo de pensão estatal chinês NSSF de investir US\$ 500 milhões em Private Equity;
- Investimento de 25% dos US\$ 14 bilhões de ativos em Alternativos, pelo fundo de pensão do Banco Mundial, World Bank Pension Plan, investe;
- Aquisição pelo fundo de pensão canadense Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), com ativos de US\$ 67 bilhões, de 48% do aeroporto Birmingham, o quinto maior do Reino Unido;
- Investimentos da ordem de US\$ 7 bilhões pelo fundo de pensão canadense Canada Pension Plan Investment Board;
- Decisão do maior Fundo de Pensão do Texas, o TRS – Teachers Retirement System of Texas, com US\$ 115 bilhões de ativos, de expandir seus investimentos em todas as classes de alternativos;
- Investimento de US\$ 1 bilhão, realizado em 2008 pelo CalTRS – California State Teachers Retirement System, em infraestrutura como linhas de transmissão, pontes, portos e outros;
- Ampliação de alocação de 17% para 25% dos ativos totais do Washington State Board, Fundo de Pensão do estado americano de Washington, com ativos de US\$ 71 bilhões em operações de Private Equity;
- Decisão, em 2007, do maior fundo de pensão americano, CalPERS – California Public Employees Retirement System, com ativos de US\$ 255 bilhões, de alocar 1,5% do seu portfolio em infraestrutura;
- Contratação, em 2008, pelo New York State Common Retirement Fund, com ativos de US\$ 164 bilhões, de sete novos mandatos de Private Equity, imóveis e estratégias de retorno absoluto, no valor de US\$ 470 milhões.

Participação dos fundos de pensão nos leilões de privatização período FHC, descritas em reportagem da revista IstoÉ (edição 1548, junho de 1999):

- Telet (Operadora da banda B celular no Rio Grande do Sul). Investimento total de R\$ 354 milhões (abril de 1998). Sócios: Opportunity, Citibank, Telesystem e fundos de pensão.
- Tele Centro-Sul (Holding controladora das operadoras de telefonia fixa nas regiões Sul e Centro-Oeste). Investimento total de R\$ 2,070 bilhões (agosto de 1998). Sócios: CVC/Opportunity, Previ, Sistel, Funcef, Petros e Telos: R\$ 1,669 bilhão.
- Telemig Celular (Operadora de telefonia móvel de Minas Gerais). Investimento total de R\$ 756 milhões (agosto de 1998). Sócios: CVC/Opportunity, Previ, Sistel, Funcef, Petros e Telos.
- Tele Norte Celular (Cinco operadoras de telefonia móvel do Nordeste). Investimento total de R\$ 188 milhões (agosto de 1998). Sócios: CVC/Opportunity, Previ, Sistel, Funcef, Petros e Telos.
- Americel (Operadora da banda B celular da região Centro-Oeste). Investimento total de R\$ 294,5 milhões (junho de 1997). Sócios: Opportunity e fundos de pensão.
- Porto de Santos (Maior terminal de contêineres da América Latina). Investimento total de R\$ 274 milhões (setembro de 1997). CVC/Opportunity, Previ e Sistel.

# CONSOLIDADO ESTATÍSTICO

JUNHO DE 2012



Produção



Edição Especial



## ÍNDICE

I.	CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO
II.	EVOLUÇÃO DOS ATIVOS POR TIPO DE INVESTIMENTO
III.	ORIGEM DAS RESERVAS DOS FUNDOS DE PENSÃO
IV.	EVOLUÇÃO DOS ATIVOS (R\$ bilhões)
V.	ATIVOS EFPC X PIB (%)
VI.	RENTABILIDADE ESTIMADA
VII.	QUADRO COMPARATIVO REGIONAL
VIII.	COMPARATIVO POR TIPO DE PATROCÍNIO
IX.	ALOCAÇÃO DA CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE PLANO
X.	RANKING DOS 15 MAIORES PLANOS POR MODALIDADE (BD, CD e CV)
XI.	RENTABILIDADE ESTIMADA POR TIPO DE PLANO
XII.	EVOLUÇÃO DOS ATIVOS DOS PLANOS INSTITUÍDOS
XIII.	RANKING DOS 15 MAIORES PLANOS INSTITUÍDOS
XIV.	EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT DAS EFPC (R\$ bilhões)
XV.	PARÂMETROS ATUARIAIS
XVI.	DEMONSTRATIVO DE BENEFÍCIOS
XVII.	ESTATÍSTICAS DE POPULAÇÃO
XVIII.	CLASSIFICAÇÃO DAS EFPCs
XIX.	DADOS HISTÓRICOS DO SISTEMA
XX.	RENTABILIDADE DAS EFPC X META ATUARIAL (1995 - 2012)
XXI.	RENTABILIDADE DAS EFPC (1995 - 2012 e 2003 - 2012)
XXII.	PROJEÇÃO DA RENTABILIDADE DAS EFPCs
XXIII.	ATIVOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO MUNDO
XXIV.	EVOLUÇÃO QUANTITATIVA DOS PLANOS INSTITUÍDOS
XXV.	EVOLUÇÃO QUANTITATIVA DOS INSTITUIDORES
XXVI.	ENTIDADES DA REGIONAL SUDOESTE

# CONSOLIDADO ESTATÍSTICO

JUNHO DE 2012



## DESTAQUE

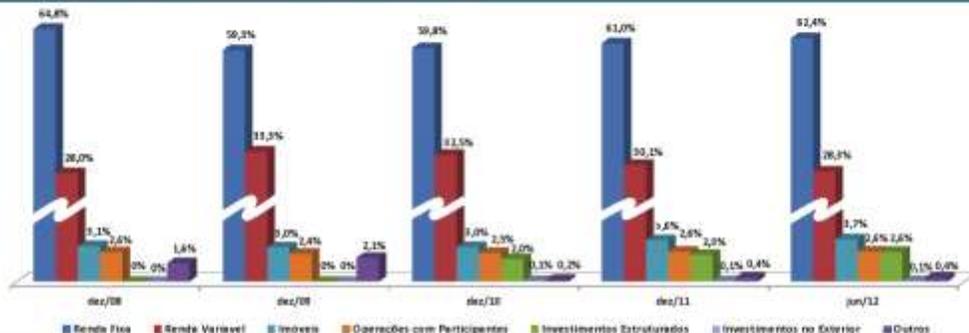
Na edição de junho atualizamos o PIB (segundo trimestre de 2012) e com isso os ativos das EFPCs passaram a representar 34,5% do PIB. No primeiro semestre a rentabilidade estimada dos fundos de pensão ficou em 5,42%, ligeiramente abaixo da meta anual, representada pelo INPC +6% a.a., que ficou em 5,53%. A Renda Fixa obteve retorno de 7,99% até junho, ao passo que a Renda Variável variou -0,58%. O segmento que teve maior rentabilidade nos seis primeiros meses de 2012 foi o de Investimentos Estruturados, com retorno de 10,66%.

## I. CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO

Discriminação	dez/04	%	dez/05	%	dez/06	%	dez/07	%	dez/08	%	dez/09	%	dez/10	%	dez/11	%	jun/12	%
<b>Renda Fixa</b>	154.723	36,5	178.885	43,9	218.545	39,4	248.332	37,8	275.143	44,8	281.627	39,1	321.994	36,8	348.957	31,8	272.251	42,4
Títulos públicos	29.871	11,7	36.018	12,1	41.972	12,5	44.935	14,9	76.988	19,1	96.789	17,8	81.812	12,1	80.442	15,8	81.804	15,7
Créditos Privados e Depósitos	5.751	2,2	6.788	2,3	8.321	2,4	9.221	2,1	14.079	3,4	14.882	3,0	24.211	4,5	27.508	4,8	31.512	5,2
DR													118	0,0	185	0,0	224	0,0
Fundos de Investimentos - FI*	116.101	46,6	137.090	46,4	156.252	44,6	176.154	40,0	177.475	42,3	190.016	38,6	205.703	30,2	231.034	49,4	246.507	41,3
<b>Renda Variável</b>	77.896	16,3	88.347	19,7	115.453	21,0	146.614	26,2	117.184	28,0	143.758	31,3	174.892	19,5	173.438	16,5	148.042	28,2
ações	51.188	29,0	58.915	29,3	73.848	21,0	90.451	26,8	54.301	13,3	82.880	18,8	88.251	16,4	80.401	14,0	75.838	12,7
Fundos de Investimentos - FIV*	25.808	16,1	30.772	30,4	41.805	11,8	56.563	16,0	62.925	15,9	60.878	16,4	86.641	16,1	92.033	16,0	83.204	15,4
<b>Investimentos Estruturados</b>	ND	ND	ND	10.434	2,8	13.347	2,3	15.439	2,8									
Empres. Emergentes												761	0,0	360	0,1	366	0,1	
Participações												8.486	1,8	11.875	2,1	11.439	2,1	
Fundos Imobiliários*												927	0,2	1.112	0,2	1.634	0,3	
<b>Investimentos no Exterior</b>	ND	ND	ND	257	0,3	259	0,3	388	0,3									
ações												45	0,0	26	0,0	39	0,0	
Dólar Exterior												312	0,1	313	0,1	349	0,1	
<b>Outros</b>	11.565	4,3	11.830	4,8	11.442	3,3	11.310	3,8	12.315	3,1	14.852	3,8	16.197	3,8	19.485	3,6	21.845	3,7
<b>Operações com participantes</b>	7.897	5,1	8.131	3,8	8.844	1,5	9.391	3,3	18.832	2,4	11.888	3,4	11.812	3,3	14.969	2,6	15.598	2,6
Emprestimos e Participações	4.885	1,8	5.430	1,9	6.519	1,9	7.426	1,7	8.516	2,0	9.872	3,0	11.488	3,1	12.886	2,3	11.788	2,3
Fomento Imobiliário	3.015	1,2	2.481	0,8	2.325	0,7	2.083	0,5	2.182	0,5	2.017	0,4	1.944	0,4	1.914	0,3	1.811	0,5
<b>Outros*</b>	4.507	1,8	4.449	1,4	5.492	1,4	4.401	1,4	6.774	1,4	10.162	3,1	140	0,2	2.072	0,4	2.113	0,4
<b>Total</b>	232.798	100	267.232	100	334.000	100	415.778	100	492.328	100	492.334	100	538.417	100	571.725	100	598.493	100

Notas: \*Títulos Curto Prazo, Referência, Renda Fixa, Multitermo, Cambial e FIDC; \*Índice: Ações e Índice de Mercado; \* Até 2009 consolidado ao grupo Imvibra; \* Outros Realizações, Derivativos e Outros

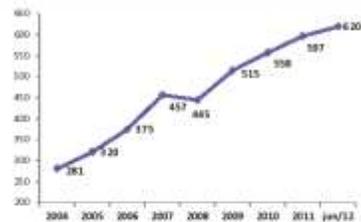
## II. EVOLUÇÃO DOS ATIVOS POR TIPO DE INVESTIMENTO



## III. ORIGEM DAS RESERVAS DOS FUNDOS DE PENSÃO

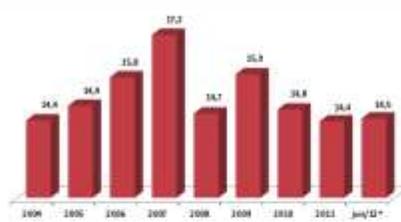
Sistema	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	jun/12
<b>Financeiro</b>	127.719	142.887	181.229	235.229	215.154	255.744	276.348	299.245	292.563
<b>Serviços</b>	67.778	77.252	85.847	89.598	103.378	118.852	112.228	144.449	187.893
<b>Industrial</b>	60.878	70.191	85.128	106.955	160.709	117.718	126.748	140.014	146.825
- Automotiva	26.086	24.950	34.167	41.032	41.528	47.233	57.272	58.159	62.284
- Siderurgia	12.896	14.783	18.037	22.303	21.130	26.200	26.132	26.013	30.957
- Máquinas e equipamentos	4.882	5.767	7.991	9.500	8.423	10.774	11.884	12.288	12.726
- Outros	1.827	6.894	8.874	9.733	9.871	11.287	11.744	13.368	13.817
- Não eletrônica	2.759	2.472	3.264	5.805	5.828	4.556	4.389	4.736	4.909
- Eletrônica	2.015	5.116	4.093	4.173	4.646	5.739	3.389	6.226	6.073
- Alcatraz	1.091	1.447	2.085	5.511	5.691	4.382	4.554	4.816	5.251
- Mineração	562	445	909	901	1.042	1.162	1.193	1.520	1.628
- Petróleo	892	1.009	1.382	1.337	1.351	1.557	1.894	1.789	1.887
- Outros	3.808	3.579	3.769	4.377	4.585	5.738	6.059	6.781	6.498
<b>Total</b>	232.798	267.232	334.000	415.778	492.329	492.334	538.417	571.725	598.493

#### IV. EVOLUÇÃO DOS ATIVOS\* (R\$ bilhões)



Fonte: ABRAPP  
O ativo representa o disponível + realizado + provisionado  
\* Valor estimado

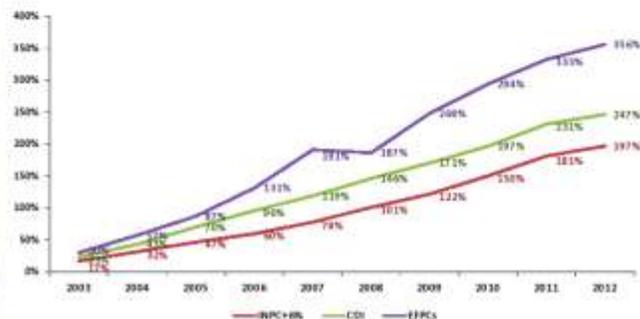
#### V. ATIVOS EFPC X PIB (%)



Fonte: IBGE / ABRAPP  
\* PIB estimado em R\$ 1.936.201,1 e R\$ 1.916.201,2

#### VI. RENTABILIDADE ESTIMADA

Período	INPC+IR	CDI	EFPC
2003	17,01%	11,26%	30,01%
2004	12,50%	18,16%	21,07%
2005	11,55%	19,00%	19,05%
2006	8,98%	15,04%	22,65%
2007	11,47%	11,81%	25,00%
2008	12,87%	12,38%	-1,82%
2009	10,36%	8,07%	21,30%
2010	12,83%	8,77%	13,36%
2011	12,44%	11,58%	9,80%
2º Sem./12	2,95%	2,98%	6,67%
2012 (até junho)	5,58%	4,00%	5,42%
<b>Acumulado</b>	<b>183,17%</b>	<b>146,07%</b>	<b>256,17%</b>
<b>A rentabilidade esperada</b>	<b>12,15%</b>	<b>11,93%</b>	<b>13,73%</b>



Fonte: ABRAPP / BACEN / USADADA

#### VII. QUADRO COMPARATIVO REGIONAL

Regional*	Quantidade de Entidades**	%	Investimento (R\$ Bil)	%	Participantes Ativos	%	Dependentes	%	Assistidos	%
Centro-Norte	38	11,4%	88.468.325	10,3%	383.310	16,8%	861.864	21,3%	336.241	13,7%
Leste	16	4,8%	21.671.895	2,6%	64.445	4,7%	160.933	4,4%	76.205	5,3%
Nordeste	28	8,7%	17.228.212	2,0%	48.226	2,0%	87.617	2,6%	81.072	4,3%
Sudeste	61	18,1%	302.269.989	35,6%	526.835	23,0%	1.125.287	28,9%	303.820	12,2%
Suldeste	130	39,2%	139.072.981	16,2%	485.430	41,8%	828.792	20,1%	145.763	5,8%
Sul	58	17,8%	17.987.371	4,4%	195.211	11,2%	321.047	8,3%	54.032	2,8%
<b>Total</b>	<b>332</b>	<b>100,0%</b>	<b>859.493.152</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.287.591</b>	<b>100,0%</b>	<b>4.044.514</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.477.512</b>	<b>100,0%</b>

\* Composição Regional: Centro-Norte - RJ, AM, RR, AC, GO, DF, DF, AC, MA, SE, MT, PA, PI e TO. Leste - MG. Nordeste - AL, BA, CE, PE, PI, RN e SE. Sudeste - RJ e SP. Suldeste - SP. Sul - PR, SC e RS.

\*\* Fonte: PREVIC Estatística Trimestral - jun/12

#### VIII. COMPARATIVO POR TIPO DE PATROCÍNIO

Patrocínio	Quantidade de Entidades*	%	Investimento (R\$ Bil)	%	Participantes Ativos	%	Dependentes	%	Assistidos	%
Instituição**	38	5,7%	1.075.383	0,3%	94.228	4,2%	134.495	4,7%	801	0,1%
Privado	229	69,0%	210.822.818	24,5%	1.434.173	62,7%	1.733.708	42,9%	293.441	11,9%
Público	84	25,3%	584.000.331	68,4%	757.084	33,1%	1.770.301	43,9%	303.000	12,3%
<b>Total</b>	<b>331</b>	<b>100,0%</b>	<b>859.493.152</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.287.591</b>	<b>100,0%</b>	<b>4.044.514</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.477.512</b>	<b>100,0%</b>

\* Fonte: PREVIC Estatística Trimestral - jun/12

\*\* As informações de investimento e população se referem também a outros planos de benefícios instituídos somente em Entidades Multipatrocínicas.

## IX. ALOCAÇÃO DA CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE PLANO\*

Segmento	Reserva Definida			Contribuição Definida			Contribuição Variável		
	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento
Reserva Fixa	344.558	85,5	67,1	45.582	85,8	12,5	34.355	76,6	20,4
Reserva Variável	148.895	34,0	88,9	5.585	10,3	3,3	11.117	23,9	7,8
Investimentos Específicos	12.748	2,9	82,8	484	0,8	2,6	2.251	2,4	14,6
Investimentos no Exterior	895	0,1	98,9	-	0,0	0,0	4	0,0	1,1
Imóveis	20.015	4,5	91,8	243	0,5	1,1	1.543	1,6	7,1
Operações com Participantes	11.816	2,7	76,4	367	1,4	4,9	2.896	3,1	18,6
Outros	1.131	0,3	56,2	536	1,0	26,1	196	0,4	17,7
<b>Total</b>	<b>448.628</b>	<b>100</b>	<b>75</b>	<b>52.117</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>44.322</b>	<b>100</b>	<b>16</b>

\* São consideradas as modalidades dos Planos Previdenciários.

## X. RANKING DOS 15 MAIORES PLANOS POR MODALIDADE\*

### BENEFÍCIO DEFINIDO

Nome do Plano	Fundo de Fundo	Investimentos (R\$ mil)	Partic. Ativos	Assistidos
1. PBL	PREVI	151.484.056	30.058	37.830
2. PLANO PETROS DO SISTEMA PETROBRAS	PETROS	90.730.089	28.352	30.489
3. BNB/PEPLAN	PUNOP	44.270.242	3.351	31.433
4. PPS-4	SETEL	31.980.434	8	34.536
5. PLANO BD	WGLA	31.171.226	14	17.817
6. PLANO BD	REAL GRAMERICA	31.134.017	3.368	6.771
7. PPS	GNPS	7.889.415	2.972	1.807
8. PPS	CENTRAL	7.511.562	8	1.552
9. PLAN/ELITROPALMO	FUNDACAO COP	7.237.804	4.063	12.480
10. PBL	ROYALTY	5.814.906	3.663	19.480
11. PLANO DE APOS. COMPLEMENTAR (PAC)	FUNDACAO UNIBANCO	5.498.073	1.788	3.886
12. PLANO A - PLANO SALES BENE/PREVI	KOBISF	5.222.302	1.271	30.680
13. PLANO V	BANPREV	4.891.087	4	11.023
14. PLANO DE BENEFÍCIOS PREVIDENCIÁRIOS	FUNDACAO COPEL	4.182.814	68	4.870
15. PLANO BANPREV 9	BANPREV	4.037.845	2.052	8.432

### CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA

Nome do Plano	Fundo de Fundo	Investimentos (R\$ mil)	Partic. Ativos	Assistidos
1. PLANO URBANCO CD	FUNDACAO URBANCO	6.803.034	30.428	1.340
2. VSAO VILIBRICA	VSAO PREV	5.222.341	1.243	3.888
3. PLANO CD OREDAU	OREDAU	2.686.258	23.885	1.272
4. IRII - CD	IRII	2.288.947	11.494	635
5. COBPREV	ELETROCEL	2.133.314	4.051	2.385
6. PLANO ARCONDIC SANTANDERPREV	SANTANDERPREV	1.768.583	43.004	455
7. PPO-CD	FUNDACAO TATISA	1.843.645	9.907	225
8. PLANO DE APOSENTADORIA CD	PALMOP	1.464.088	1.831	795
8. PLANO DE APOSENTADORIA	UNIBANPREV	1.421.224	30.232	581
10. DIB	PREVARETE	1.350.087	1.432	313
11. PLANO COBENEV DE RENDA MENSAL	COBENEV	1.302.221	12.438	90
12. CD FLETROBRAS	ELETROS	994.078	1.486	183
13. POMP R-1	NELSA	895.807	2.138	427
14. UNO PREV	VSAO PREV	871.988	5.092	117
15. VOTORAUM PREV	FIBRORR	867.601	29.700	534

### CONTRIBUIÇÃO VARIÁVEL

Nome do Plano	Fundo de Fundo	Investimentos (R\$ mil)	Partic. Ativos	Assistidos
1. B	IBRILLI	5.009.276	9.142	2.722
2. TELEMARPREV	GALANTICO	4.594.888	12.471	6.836
3. PLANO PETROS 2	PETROS	4.342.025	41.430	32
4. NOVO PLANO	PUNOP	3.879.835	71.927	2.836
5. PLANO VALE SAUD	WGLA	3.829.240	59.845	3.476
6. PFCBL	FUNDACAO COP	3.565.344	3.171	6.752
7. PPS	PREVI	3.127.281	47.967	258
8. PCD	TELIS	2.990.724	7.125	2.707
8. PLANO DE APOSENTADORIA PREVI-GR	PREVI-GR	2.780.770	33.429	2.555
10. COBPREV	GALANTICO	2.076.488	1.738	1.880
11. PLANO DE BENEF. PREVIDENCIÁRIOS II	FUNDACAO COPEL	2.012.557	30.432	2.302
12. MICO	CELOS	1.938.236	1.847	1.846
13. PACY - PLANO DE APOSENTADORIA CV	BANPREV	1.923.313	13.839	2.480
14. PLSA	IBRPROL	1.820.875	5.348	713
15. PLANO BENTO DE BENEF. SUPLEMENTAR	CBS	1.823.404	16.582	1.174

\* Base de investimentos referente a junho/12 e de população referente a dezembro/11.

## XI. RENTABILIDADE ESTIMADA POR TIPO DE PLANO



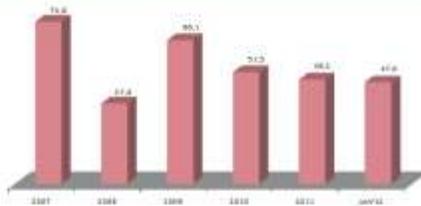
Período	Benefício Definido	Contribuição Definida	Contribuição Variável	OPC
2010	11,76%	9,76%	11,67%	11,26%
2011	10,04%	8,82%	9,96%	9,80%
2º Trim/12	8,26%	7,83%	5,55%	0,67%
2012 (até junho)	4,89%	6,79%	6,57%	3,42%
<b>Acumulado</b>	<b>11,44%</b>	<b>27,31%</b>	<b>31,80%</b>	<b>31,11%</b>

## XII. EVOLUÇÃO DOS ATIVOS DOS PLANOS INSTITUÍDOS\*



O ativo representa o disponível e realizado e passivo  
\* Valor em R\$ bilhões

## XIV. EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT DAS EFPC (R\$ bilhões)



## XIII. RANKING DOS 15 MAIORES PLANOS INSTITUÍDOS\*

Nome do Plano	Fundo de Pensão	Investimentos (R\$ mil)	Part. Ativos	Acumulado	
1	PRECATE	QUARTA PREVIDENÇA	379.807	17.740	11
2	UBISED - BH	PETROS	281.730	4.884	9
3	GAFFREY - SP	GAFFREY - SP	180.258	28.235	48
4	ABAFAPREV	PETROS	165.550	1.562	80
5	PLANO AGRICOLA DE APOSENT	HSBC INSTITUIDOR	126.003	115	103
6	KIPREV	GAFFREY - RJ	96.753	4.280	71
7	PPA	GAFFREY - PE	73.211	7.634	25
8	PPA	GAFFREY - SC	68.233	4.466	36
9	PPA	GAFFREY - MS	52.261	5.876	26
10	PLANES	ROPREV	41.770	2.085	1
11	ADV-PPREV	GAFFREY - GO	38.888	2.409	16
12	COOPREDO	PETROS	25.516	1.175	8
13	PPA	GAFFREY - RS	23.786	4.207	14
14	NORDEPREV	GAFFREY - NORDESTE	22.522	199	128
15	TECOPREV	PP - REVOLUÇÃO	20.891	2.880	1

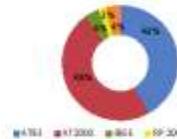
\* Dados de investimentos referentes a julho 12 e de população referentes a dezembro 11.

## XV. PARÂMETROS ATUARIAIS

Taxa de juros dos planos BD



Tábua de Mortalidade dos planos BD



Fonte: PREVIC - Relatório de Atividade 2011

Indicador	Planos BD e CV	Planos CD
BPC	74,40%	52,90%
GP-BI	15,30%	19,20%
GP-M	5,30%	3,80%
PCA	3,80%	8,70%
Outros	1,80%	15,40%
Total	100,0%	100,0%

Fonte: SICAPREVIC - Data Base: 2009

## XVI. DEMONSTRATIVO DE BENEFÍCIOS

Tipo	Valor (R\$ mil)*	Quant.	Valor Médio Mensal* (R\$)
Aposentadoria Programada	30.707.174	453.968	3.407
Aposentadoria por Invalidez	10.263.571	52.349	1.511
Pensões	2.942.798	128.745	1.632



\* Valor acumulado no ano de 2011.  
\* Dados do SIPREV: SP-31 de 05/08/08.  
\* Média dos valores acumulados até dezembro de 2011 (R\$).

## XVII. ESTATÍSTICAS DE POPULAÇÃO\*



Faixa Etária	Participantes		Aposentados		Beneficiários de Pensão	
	Masculino	Feminino	Masculino	Feminino	Masculino	Feminino
Até 24 anos	5,5%	3,5%	0,1%	0,1%	4,6%	4,3%
De 25 a 34 anos	20,8%	11,2%	0,0%	0,0%	6,7%	1,0%
De 35 a 44 anos	33,1%	14,0%	6,6%	4,9%	2,2%	14,7%
De 45 a 54 anos	5,9%	2,5%	33,9%	13,9%	1,8%	21,6%
De 55 a 64 anos	1,4%	0,6%	24,2%	4,2%	1,3%	23,0%
De 65 a 74 anos	0,6%	0,4%	8,2%	1,4%	0,8%	10,3%
Maiores de 75 anos	0,1%	0,1%	1,6%	0,3%	0,4%	5,7%
Total	67,4%	32,6%	75,3%	24,7%	71,5%	28,5%

\* Dados de 2011: amostra com 367 entidades e população de 1,3 milhões de pessoas.

### XVIII. CLASSIFICAÇÃO DAS EFPCs

RANKING	FUNDO DE PENSAÇÃO	RENTISTAMENTO (R\$ ANO)	CLASSIFICAÇÃO PATR.C. ATIVO	PLATE ATIVO*	DIFERENCIAL*	AJUSTADO*	RANKING	FUNDO DE PENSAÇÃO	RENTISTAMENTO (R\$ ANO)	CLASSIFICAÇÃO PATR.C. ATIVO	PLATE ATIVO*	DIFERENCIAL*	AJUSTADO*
1	PREV	155.117.003	2	80.177	250.380	80.204	76	PROCEPR	1.000.646	123	14.16	2.779	1.147
2	PETROL	60.835.084	3	95.111	262.088	56.330	77	FUNDAÇÃO PROCEM	805.113	166	1.008	4.388	433
3	FUNDEF	49.261.736	4	81.871	187.173	34.930	78	BARROS	882.881	158	2.789	6.447	1.973
4	FUNDAÇÃO CESP	20.888.171	32	13.218	54.827	20.780	79	PREVIBATER	800.762	110	4.127	8.035	1.407
5	VALE	15.011.724	6	17.724	104.194	17.361	80	IBR-PRV	876.303	83	8.723	16.303	822
6	FUNDAÇÃO DEBEM UNIBANCO	14.316.745	17	25.703	6.185	8.000	81	FUNDSEM	429.467	13	28.474	13.358	435
7	ISOLIS	11.757.502	165	1.813	44.839	34.925	82	BRASLETTOS	912.088	169	1.156	1.438	2.685
8	REAL GRAMERICA	10.541.240	84	6.780	27.407	6.000	83	PRECO	887.622	154	2.188	5.100	294
9	BAHIA-PRV	9.131.684	189	6.392	12.043	23.088	84	SARAH PREVIDENÇA	889.888	89	4.988	9.302	61
10	FORJUS	8.242.034	81	8.147	57.420	13.884	85	APRUS	888.377	48	15.417	25.275	10.019
11	FUNDAÇÃO ATLANTICO	8.057.283	24	14.891	48.255	14.853	86	FACEB	880.901	199	594	2.819	1.187
12	CEPREUS	8.038.625	248	305	1.011	1.963	87	FORB	836.317	56	11.309	518	704
13	INAPS	7.888.228	128	2.872	6.084	1.887	88	PREV-ERIKSSON	817.988	119	3.848	808	1.019
14	PREVALS	7.228.875	1	110.702	208.718	30.837	89	EDIPREV	825.388	75	6.888	15.575	1.607
15	FUNDAÇÃO COMEL	6.154.199	34	19.488	6.016	6.772	90	SÃO RAFAEL	822.532	159	2.046	3.113	586
16	PREVIDENÇA USIMINAS	6.064.882	15	23.036	45.513	30.888	91	BAOF	822.476	125	3.207	10.548	414
17	TELOS	5.194.617	71	7.131	24.299	6.535	92	FACEB	822.218	182	1.203	4.443	2.288
18	IBRC-FUNDO DE PENSAÇÃO	5.140.708	5	75.184	23.041	7.771	93	PRISAR	815.438	18	6.437	13.092	2.713
19	VALCOMP	5.124.575	82	5.880	17.713	7.418	94	SÃO BERNARDO	799.534	32	13.828	805	1.368
20	ELETRONOR	5.046.294	73	7.028	14.719	8.125	95	BAFIS	779.395	194	1.003	1.545	1.188
21	VISÃO PREV	4.948.862	32	16.147	23.791	4.988	96	PREVUNIO	764.881	88	5.138	10.425	716
22	FUNDAÇÃO IBE	4.028.884	38	13.516	18.841	1.282	97	FUNDAÇÃO CODESA	758.281	82	4.093	14.205	2.889
23	ECONOMIAS	4.013.755	42	12.548	20.780	6.267	98	PREVIBOSCH	748.018	38	13.823	8	765
24	CEP-PRVIDENÇA	3.884.890	31	16.893	36.398	14.879	99	ECOB	723.381	223	331	1.317	753
25	CAHES	3.771.080	46	11.835	11.649	5.796	100	DESAR	723.954	232	385	1.888	501
26	SEMPRES	3.589.248	66	8.385	21.393	3.544	101	ACEPREV	719.074	113	2.844	10.901	1.688
27	ORINDA	3.449.696	22	21.172	318.28	1.995	102	PREVAG	708.573	129	1.883	2.517	538
28	PREVBP	3.447.858	178	1.895	1.767	5.039	103	PREV-KOCHTEL	706.573	164	1.831	4.302	430
29	FUNDAÇÃO BARCELONA	3.146.386	58	4.775	0	5.817	104	PREVAC	678.136	68	7.903	10.834	861
30	ELETRON	3.076.462	121	3.922	6.814	1.895	105	CEBRUS	640.751	172	1.621	4.415	1.123
31	PREV-OM	2.783.445	19	25.429	175	2.595	106	PREV	639.284	227	362	1.158	314
32	CAREP	2.618.016	87	5.575	12.897	4.468	107	AGROS	613.537	88	4.613	7.085	717
33	POS	2.604.183	134	2.385	6.368	3.951	108	CEVROS	603.830	125	1.628	4.882	2.267
34	FUNDAÇÃO REPER	2.488.311	85	4.776	48.823	30.137	109	PREV-AR	577.527	235	311	672	619
35	ANUPREV	2.428.124	18	29.623	0	1.038	110	FUNDAMERAS	565.842	62	8.993	36	548
36	CELOS	2.248.067	183	4.227	9.364	4.300	111	PREV-DATA	560.711	138	2.720	6.341	1.342
37	PREVA	2.212.779	188	1.582	6.952	1.388	112	CVAPREV	558.188	26	21.423	27.885	56
38	ELIOS	2.108.189	179	1.528	9.048	2.761	113	ABRUPREV	557.839	71	7.342	8.208	278
39	FUNDAÇÃO LIBERTAS	2.080.838	14	28.287	34.817	1.642	114	SYNDICATA PREV	544.493	188	1.792	281	389
40	PREV-ARVY	2.061.188	48	11.715	22.799	7.627	115	CANALPREV	537.747	26	6.616	13.203	138
41	ATILDO-PORTUGAL	2.044.718	47	11.748	21.822	4.891	116	HUNGARIA	528.762	153	4.263	9.238	1.284
42	UNIV-OPREV	1.888.033	53	10.508	23.378	1.383	117	COMSHEL	508.838	177	1.307	588	418
43	PREV-ORTE	1.880.788	81	5.999	7.268	1.116	118	GRUPO-PRV	503.497	56	18.043	19.865	143
44	BR-PRVIDENÇA	1.868.278	8	63.380	54.327	1.688	119	PREV-AR	502.126	114	3.880	5.514	443
45	HEAP	1.842.898	3	64.258	196.263	0	120	IBR	483.897	27	19.926	13.878	223
46	FUNDAÇÃO ITAISA	1.806.272	57	10.035	10.881	781	121	PREV-AR	478.523	141	2.525	957	1.512
47	VAPP	1.817.768	19	11.702	47.815	1.384	122	DIPREV	447.517	148	2.338	3.220	205
48	CEPREV	1.806.288	44	12.388	0	711	123	ELETRA	444.587	159	2.045	4.512	1.288
49	SANTOAMERICO	1.779.538	12	43.684	257	495	124	PREV-AR	443.838	35	14.380	13.985	287
50	PUSISC	1.712.914	158	2.857	12.891	5.395	125	SERGIUS	441.211	192	1.855	1.878	327
51	AVANGAST	1.676.181	89	5.187	0	1.977	126	UBI	438.738	96	4.886	8.658	602
52	INDUSTRIALPREV	1.596.171	108	4.239	778	3.400	127	PREV-ORAN	425.954	151	2.177	5.410	432
53	ALTOFORNOS BRASILEIRO	1.596.252	9	62.452	48.148	838	128	FUNDAÇÃO SÃO FRANCISCO	418.843	216	884	1.521	883
54	PRECO	1.547.384	82	4.854	12.455	7.538	129	COMPREV	413.538	127	1.107	4.758	2.028
55	SABESP-PRV	1.516.436	76	11.524	39.677	6.291	130	QUARTA - PREVIDENÇA	398.678	38	18.265	30.902	11
56	PREV-AR	1.488.082	226	582	13.38	1.581	131	NACAL	387.748	184	1.223	8	588
57	ALUCLOS	1.426.127	113	1.821	6.763	433	132	PREVICO	382.788	118	3.811	11.782	564
58	MADURA	1.419.883	25	21.483	13.811	481	133	OUTORA	384.306	187	1.288	1.683	384
59	BAHIA-PRV	1.392.449	238	891	2.281	1.755	134	PARISAP	377.778	128	2.987	4.401	272
60	BRASLONH	1.358.023	182	4.253	12.083	8.888	135	CAPESEP	345.475	11	50.937	50.112	839
61	ALISA	1.354.416	158	2.129	9.111	1.428	136	GOODFAR	343.388	188	4.184	6.825	376
62	FORPREV	1.348.823	28	18.676	36.790	1.861	137	MINIOPREV	340.003	222	550	1.123	346
63	INTROS	1.283.896	63	8.975	19.025	2.265	138	IBRC-RESTRIBUICAO	338.803	148	2.283	811	711
64	PREVALS	1.241.086	144	2.413	1.818	882	139	UNIGS-PRV	335.813	208	818	8	38
65	ILDO FUNDOMINI	1.221.971	24	22.284	7.928	483	140	UNIPREV	332.598	136	3.128	3.850	494
66	KAWASUMI & KAWASUMI	1.218.252	86	6.736	6.878	718	141	SERRAL PREVIDENÇA	328.287	84	5.678	6.825	78
67	DEPREV	1.191.284	43	12.418	11.084	381	142	PREV-ORAN	328.104	275	878	18	122
68	PREV-AR	1.188.575	225	505	1.827	1.828	143	DERABAL	328.003	20	7.382	8	1.842
69	ANUPREV	1.142.788	119	1.911	2.969	1.261	144	PARASA	327.881	182	4.189	11.285	238
70	PARANAP-PRV	1.083.882	48	12.751	18.333	278	145	GAZUS	323.314	247	88	208	1.188
71	PREV-SENERIO	1.092.420	57	11.238	17.367	1.081	146	MARVIDA PREVIDENÇA	321.888	174	1.828	2.428	57
72	PREV-OM	1.082.811	122	1.958	4.386	485	147	SAPREV	318.813	68	88	88	88
73	PREV-AR	1.088.227	20	21.278	38.822	1.747	148	CABC	315.282	237	186	1.881	839
74	IBRC	1.085.795	80	8.575	528	588	149	LEDA-PRV	315.270	87	8.245	88	88
75	SABPREV	1.038.188	88	5.387	7.724	478	150	FUNDAÇÃO ENERSA	313.684	217	622	1.381	372

### VIII. CLASSIFICAÇÃO DAS EFPCs

FUNDO DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ mil)	CLASSIFICAÇÃO PARTIC. ATIVAS	PART. ATIVAS*	DEPENDENTES*	ASSOCIADOS*	FUNDO DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ mil)	CLASSIFICAÇÃO PARTIC. ATIVAS	PART. ATIVAS*	DEPENDENTES*	ASSOCIADOS*
331 FUNDAÇÃO BRASPREV	307.706	252	0	0	1.181	289 ALPHA	322.025	186	1.142	2.752	171
332 PREVI-ALCOBILA	304.741	124	1.394	38	85	216 KPMI PREV	322.332	164	4.232	6.321	48
333 BRASPREV	299.854	82	11.139	8.026	796	211 GARPREV-R	97.239	111	-2.289	6.801	75
334 VIGORPREV	287.289	36	4.738	167	139	212 FENGA	97.183	220	506	1.062	750
335 FUNDEPA	285.184	242	886	48	161	213 PREV-AM	95.446	268	821	627	18
336 PORTUS	282.823	192	2.232	16.788	9.833	214 PREV-DF	94.321	249	44	288	138
337 HV-PRÉV	285.033	167	1.894	1.928	107	215 SAPPREV	89.589	161	1.856	988	54
338 PREVIDEN-AM	272.337	234	116	1.072	452	216 RADPREV	88.078	142	2.478	781	8
339 CARF	268.284	264	845	2.319	1.839	217 VIGOR	86.967	136	2.313	214	77
340 NABIS	268.572	178	1.508	2.888	823	218 ACERTPREV	83.222	271	773	88	59
341 ALBAPREV	260.504	83	22.778	26.732	181	219 PREVIDA	82.963	64	nl	nl	nl
342 PREVIC-BA	257.792	128	1.536	5.734	181	220 CADPREV	79.240	192	1.823	1.484	96
343 IKAFT-PRÉV	251.069	64	9.832	11.248	385	221 GARPREV-PE	71.720	69	7.616	12.391	85
344 NPA	244.845	263	389	2.788	135	222 BARPREV	68.438	64	nl	nl	nl
345 PREVIC-CE	244.633	121	1.890	2.648	58	223 CARPREV	68.889	209	830	1.744	343
346 PREVIC-MINAS	243.134	183	1.832	2.821	87	224 FAREX	68.686	238	290	0	153
347 FICER-PRÉV	241.988	183	2.069	255	30	225 PREVIC-SC	67.333	238	252	282	84
348 PBO-PRÉV	241.122	99	6.407	8.578	154	226 BOCARPREV	66.358	170	3.315	2.388	15
349 IANAPREV	233.995	89	4.338	9.568	76	227 FIBPREV	66.899	221	554	1.167	342
350 NORDEPREV	231.502	81	11.848	394	36	228 IBERGIC	58.472	213	738	2.696	518
351 POPREV	225.036	181	4.367	5.715	162	229 GARPREV-SC	57.338	168	4.486	7.050	86
352 BPP	222.631	21	23.735	39	54	230 BRPA-PRÉV	55.122	224	525	27	188
353 PREVIDENS	218.485	77	4.595	16.733	1.043	231 GARPREV-MS	52.589	83	1.826	18.817	26
354 AGORN	219.245	212	789	788	323	232 CASAPREV	50.117	189	1.751	4.826	8
355 OPAJ	213.545	214	736	1.553	821	233 CARPREV	48.801	148	2.456	5.507	31
356 BARDEOPREV	211.462	48	11.011	17.487	168	234 PREVIC-RO	47.337	248	131	254	181
357 NAGES	209.124	195	987	2.462	187	235 PREV-PA	45.188	289	751	1.133	32
358 IGEF-PRÉV	208.651	187	352	1.831	708	236 PREVIC-RS	42.448	182	1.281	1.488	85
359 SATORPREV	208.072	81	5.113	234	142	237 ASOPREV	41.965	158	2.085	2.696	1
360 IGEF-PRÉV	208.016	188	831	0	51	238 FUNDAÇÃO TECONDES	37.783	219	575	162	1
361 CARF	198.878	248	195	289	387	239 CAAL	37.140	155	2.156	2.268	638
362 IGEF-PRÉV	194.638	74	7.205	5.177	87	240 IBE-PRÉV	34.888	142	2.528	27	29
363 PREV-REPSACO	191.711	24	18.273	18.886	73	241 COMAREV	32.346	239	233	0	3
364 GARPREV-SP	188.207	16	26.226	45.392	46	242 GARPREV-GO	31.645	147	2.488	4.813	39
365 ACOP	186.601	188	1.213	3.326	713	243 SALES	30.548	228	55	388	388
366 VIGOR-PRÉV	178.085	181	1.858	2.788	82	244 FIBECASAL	30.046	207	888	1.948	572
367 BRVP	177.958	127	2.678	4.018	188	245 ALBAPREV	29.252	68	nl	nl	nl
368 PREVIDENCIOMINAS	169.823	252	0	17	89	246 FUNDO NABIS	28.235	172	1.827	682	1
369 SCHIPP	169.448	232	0	0	148	247 IATOPREV	27.578	66	nl	nl	nl
370 SAPP	164.204	218	805	1.522	248	248 IBERPREV	24.557	237	5	38	23
371 AGORN	161.641	138	2.848	3.968	80	249 GARPREV-ES	23.993	107	4.287	6.553	14
372 FACCEMAR	154.845	188	1.188	2.948	747	250 GARPREV-MORCELO	22.487	243	188	312	128
373 GAMBOPREV	148.122	218	781	1.171	181	251 MORGESAL	20.484	207	628	873	6
374 AVOPREV	148.059	55	18.323	41	138	252 FICAR	17.845	64	nl	nl	nl
375 CASAM	148.486	148	2.474	0	875	253 MFCOPREV	14.888	237	385	588	1
376 TERPREV	135.998	228	347	821	138	254 ALBOPREV	13.487	241	181	232	1
377 MERCAPREV	135.237	181	1.088	2.152	76	255 AUSTAL-8	7.449	238	481	271	0
378 BANG-PRÉV	132.862	148	7.583	3.874	88	256 ABAPREV	4.884	188	988	1.874	0
379 PREVIC	129.375	282	877	937	39	257 NAPP	5.849	122	1.463	2.895	98
380 ROSPREV	125.642	185	1.218	6	17	258 WETH-PRÉV	5.475	205	643	135	88
381 INSTITUTO GHPREV	120.354	287	86	258	314	259 IDS-PRÉV	4.348	252	0	67	69
382 POCAR	120.088	178	1.811	1.832	252	260 FUNDAÇÃO FICOMERCIO	3.488	229	488	74	0
383 ROROPREV	112.871	181	1.435	1.738	41	261 DC-PRÉV	2.784	284	181	231	88
384 SAG	109.227	85	8.663	8.382	383	262 GABA	1.355	66	nl	nl	nl
385 PREVIDEN-BA	109.074	64	nl	nl	nl	263 CASPREV	1.347	114	1.589	0	0
386 FUNDAÇÃO GARTIC	104.255	87	4.725	14.182	158	264 PREVIC-TO	1.288	252	0	5	2
387 SAOPAC	104.152	188	1.063	3.088	88	265 ORFAL	1.247	252	0	38	51
388 UTOPREV	103.845	112	4.075	3.237	32						

TOTAL INFORMADO		TOTAL ESTIMADO	
Investimentos (R\$ mil)	594.324.118	Investimentos (R\$ mil)	596.481.272
Participantes Ativos*	2.142.834	Participantes Ativos*	2.247.591
Dependentes*	1.588.416	Dependentes*	1.898.584
Assistidos*	664.229	Assistidos*	877.322

\*Dados em 1

## XIX. DADOS HISTÓRICOS DO SISTEMA

Histórico	Anos 70 Criação	Anos 80 Consolidação Legal	Anos 90 Grandes Ameaças	2003 - 2012 Prioridade de Governo
Entidades Autorizadas	118	244	300	332*
Patronadoras	500	1.000	2.333	2.854
Instituidoras	-	-	-	505
Participantes (milhões)	1,38	1,71	1,67	2,29
Assuridos (milhões)	nd	0,13	0,38	0,68
Patrimônio (bilhões)	US\$ 3,7	US\$ 12,1	US\$ 86,5	US\$ 306,7
% PIB	1,4%	2,3%	13,6%	18,5%
Benefícios Previdenciários	nd	nd	R\$ 11,2 bi	R\$ 10,8 bi

\* Estimativa ANS no 2012

Base de 1981  
Dele = FOL  
Venda = G1 127,8

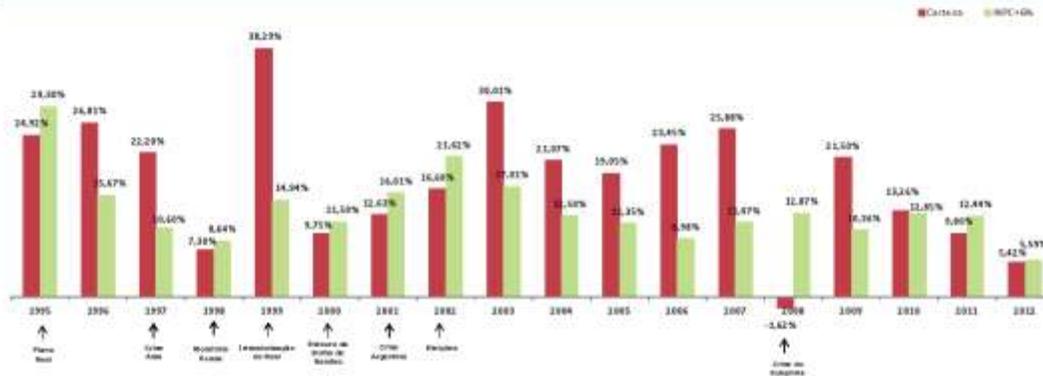
Base de 1988  
Dele = FOL  
Venda = G1 170,8

Base de 2003  
Dele = FOL  
Venda = R\$ 1,96

Base de 2012  
Dele = FOL  
Venda = R\$ 2,83

Previd. 2012: 23,6% PIB

## XX. RENTABILIDADE DAS EFPC X META ATUARIAL (1995 - 2012)



\*Fonte:  
Rentabilidade 1995 a 2002 - Sicores Fecob  
Rentabilidade 2003 a Jan/2012 - ABRAP

## XXI. RENTABILIDADE DAS EFPC (1995 - 2012 e 2003 - 2012)



\*Fonte:  
Rentabilidade 1995 a 2002 - Sicores Fecob  
Rentabilidade 2003 a Jan/2012 - ABRAP

## XXII. PROJEÇÃO DA RENTABILIDADE DAS EFPCs

	CENÁRIO I	CENÁRIO II	CENÁRIO III
Renda Fixa	12,01%	12,01%	12,01%
Renda Variável	-26,83%	0,61%	28,04%
Outros	18,19%	18,19%	18,19%
Carteira	<b>0,86%</b>	<b>9,11%</b>	<b>17,36%</b>
INPC+6%	11,86%	11,86%	11,86%

0 Para a Renda Fixa, consideramos a SELIC em 7,50% até o final do ano; para a Renda Variável, consideramos o fechamento do IBOVESPA (em pontos) ao final do ano: 40.000 no cenário I, 55.000 no cenário II e 70.000 no cenário III.

(i) Rentabilidade (até o dia de janeiro a junho).

(ii) A rentabilidade de Outros é estimada com base na média dos retornos obtidos no ano;

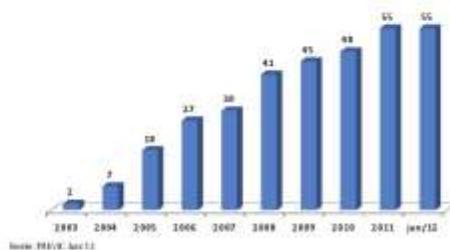
(iii) Valores estimados do EFPC.

## XXIII. ATIVOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO MUNDO

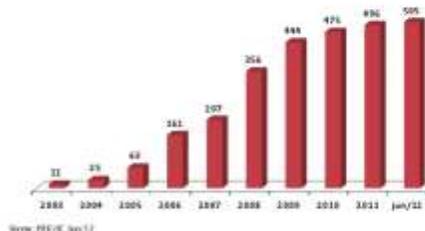
Em bilhões de US\$	Ativos	% do PIB	Em bilhões de US\$	Ativos	% do PIB
Estados Unidos	10.588	72,6	Alemanha	171	5,2
Canadá	1.018	60,9	Dinamarca	154	49,7
TOTAL AMÉRICA NORTE <sup>(i)</sup>	11.606		Felândia	196	82,1
Argentina <sup>**+(ii)</sup>	33	10,0	França	5	0,2
Brasil <sup>(ii)</sup>	307	14,5	Holanda	1.057	134,9
Bolívia <sup>(ii)</sup>	5	26,4	Irlanda	100	49,0
Colômbia <sup>(ii)</sup>	46	16,1	Itália	94	4,6
Chile <sup>(ii)</sup>	136	67,0	Noruega	32	7,8
Peru <sup>(ii)</sup>	31	20,2	Reino Unido	1.943	85,6
Uruguai <sup>(ii)</sup>	6	14,4	Suécia*	35	9,6
TOTAL AMÉRICA DO SUL	564		Suíça*	413	113,8
Japão	1.388	25,2	TOTAL EUROPA <sup>(ii)</sup>	4.200	
Austrália	1.090	90,9			
China - Hong Kong	78	34,7			
TOTAL Ocenásia <sup>(ii)</sup>	2.556				

Fonte: (i) ILO - 2010; \*\*2008; (ii) ILO - 2008; (iii) AFP - Junho/2012

## XXIV. EVOLUÇÃO QUANTITATIVA DOS PLANOS INSTITUÍDOS



## XXV. EVOLUÇÃO QUANTITATIVA DOS INSTITUIDORES



## XXVI. ENTIDADES DA REGIONAL SUDESTE

ENTIDADE	INVESTIMENTOS (R\$ mil)	PATRONADOR*	PARTICIPANTES**	DEPENDENTES**	ACRÉDITOS**
1. FUNDAÇÃO CESF	26.888.171	ELETRONILIDADEL. OPRL. ELETRO	15.238	54.627	24.788
2. FUNDAÇÃO ITAU UNIBANCO	14.359.745	ITAU UNIBANCO	25.793	6.365	8.000
3. SARESPREV	10.331.684	SANTANDER BRASK SA	4.161	32.943	23.088
4. NISCFUNDO DE PENSÃO	5.140.709	NISCFUNDO BRASK	75.384	23.943	7.771
5. VISAO PREV	4.948.962	VIVO SA, TELEF	36.147	29.791	4.889
6. ECONOMUS	4.812.255	BANCO MODA CALDA SA	12.540	20.780	6.307
7. PREVI-GM	2.781.403	GENERAL MOTORS DO BRASIL	25.429	173	2.555
8. PDS	2.694.101	PHILIPS DO BRASIL	2.785	6.169	3.851
9. MULTIPREV	2.438.154	NETUP	25.833	0	10.38
10. ATUO FORTIBA	2.044.770	SARA SA	11.749	21.872	4.891
11. UNILEVERPREV	1.988.033	UNILEVER BRASIL	30.509	23.376	1.393
12. FUNDAÇÃO BAUSA	1.969.272	BUNATEL, BUNTEC, BUNTEDE	30.025	19.891	797
13. VWPP	1.817.798	VOLKSWAGEN DO BRASIL	51.702	47.815	1.748
14. CIPREVI	1.665.268	BANCO CITIBANK SA	12.369	0	711
15. SANTANDERPREV	1.738.528	SANTANDER BRASIL SA	43.804	257	455
16. INSTITUTO AMBEI	1.558.171	AMBEI	4.219	778	1.400
17. MULTIREGIONS BRABESCO	1.534.362	BRAM - BRABESCO ASSET MANAGEMENT SA BYVM	62.452	48.748	636
18. SARESPREV	1.516.436	SARESP	13.834	39.877	6.391
19. MULTICA	1.478.891	BANCO CREDITAGRICOLE	21.483	13.653	491
20. UNIPREV	1.349.671	UNILE	59.678	26.790	1.891
21. METRUS	1.281.896	CA METROPOLITANA DE SP - METRO	8.871	16.023	2.895
22. UNIFUNDO MUDI	1.271.971	BHF BILUEN METAL	22.284	7.930	403
23. JOHNSON & JOHNSON	1.231.352	JOHNSON INDUSTRIAL	5.726	6.619	738
24. ENERPREV	1.142.768	ENP - ENERGIAS DO BRASIL SA	3.911	2.963	1.261
25. UNIBRASK PREV	1.083.682	UNIBRASK - EMPRESA BRASILEIRA DE AERONAUTICA SA	13.151	10.333	773
26. PREVI-SERVIÇOS	1.082.420	SERVIÇOS CONJUGADOS	11.238	11.367	1.067
27. PREVIDDA	1.087.811	DOV BRASIL SA	2.898	4.288	405
28. NISC	1.083.705	VOZEA CREC	8.515	326	388
29. SAREPREV	1.030.198	SANTANDER BRASIL SA	5.387	7.724	428
30. PROCEPR	1.000.648	PROCEPR AGENCIA	3.478	2.729	1.347
31. FUNDAÇÃO PROBON	985.533	PROBON EMPRESARIAL LTDA	1.888	4.289	832
32. UNICREAFER	980.762	GRUPO BAYER	4.127	8.035	1.807
33. UNIBPREV	978.383	ITAU UNIBANCO	9.722	16.393	623
34. UNISEM	829.487	CA BRASILEIRA DE ALUMÍNIO	28.474	13.309	835
35. FORD	816.517	FORD	11.869	518	704
36. PREVI-ERICSON	877.898	ERICSON TELECOMUNICAÇÕES	3.648	368	1.033
37. NIDEPREV	825.588	REDE	6.388	19.575	1.807
38. BASF	822.478	BASF SA	3.307	10.348	414
39. SÃO BERNARDO	799.554	BRASNET SA	15.824	865	1.360
40. PROVBONCH	740.038	ROBERT BOCH LTDA	13.623	0	765
41. PREVI-MOVIARTS	706.973	MOVIARTS SOCIEDADES	1.831	4.562	626
42. FUNDAMBAS	565.842	COEMBÁ	8.994	86	540
43. CIAMPREV	548.188	CSA BODAS LTDA	21.625	27.845	94
44. ARREPREV	557.838	EDITORAL ARRA S.A.	7.342	9.289	276
45. SYMANTA PREV	504.495	SYMANTA	1.792	201	208
46. CAROLPREV	537.742	CARDOLAGRECOIA	8.858	13.203	138
47. GERSA-PREV	503.487	GENERAL ELECTRIC	10.943	19.085	743
48. PREVEHE	502.324	HEU DO BRASIL LTDA	1.989	3.524	443
49. DUPREV	447.317	DUPONT DO BRASIL	2.338	3.239	265
50. MIPREV	443.038	MERCEDES-BENZ DO BRASIL LTDA	14.360	11.883	287
51. PREVPLAN	425.954	OSTAR IND. E COM. DE PRODUTOS QUÍMICOS	1.317	5.410	433

XXVI. ENTIDADES DA REGIONAL SUDESTE (continuação)

ENTIDADE	INVESTIMENTOS (R\$ mil)	PATROCINADOR*	PARTICIPANTES**	DEPENDENTES**	ASSISTIDOS**
52. PREVICAT	863.780	CATERPILLAR	3.811	11.782	584
53. PLANEAR	371.775	AVANTOS PAPER	2.947	4.428	273
54. GOODYEAR	343.808	GOODYEAR	4.784	6.825	376
55. ISEC INSTITUICAO	338.003	ISEC INSTITUICAO FUNDO DE PENSÃO INDIUTROCIDADO	2.383	811	211
56. MAIS VIDA PREVIDENCIA	321.588	MERCOLA INDUSTRIAL	1.820	2.428	57
57. SUPREY	318.833	TRUENO SA	nd	nd	nd
58. UTRAPREV	315.270	UTRACAZ SA	8.245	88	89
59. PREVIRODA	272.237	RODAE BRASILEIRA	318	1.878	452
60. ALBAPREV	268.304	SAO PAULO ALUMINATAS	22.718	26.132	181
61. PREVICABM	251.787	SCANA	3.336	5.734	181
62. PREVMOR	244.633	BONGARTE	2.890	3.848	59
63. PREVICOMMIS	242.114	CLIMBERO BRASL SA	1.832	2.821	97
64. PFCERPREV	241.788	LABORATORIO PFCER	2.089	255	90
65. PSG PREV	241.133	PROCTER E GAMBLE	6.407	9.578	154
66. PORCOPREV	231.901	PORCO SEGURO	12.840	289	36
67. I&D PREV	200.651	ELI LILLY DO BRASIL	952	1.431	158
68. FATONAPREV	200.073	FATON LTDA	3.133	274	142
69. MSD PREV	188.916	MERCK SHARP & DOHME	811	0	33
70. PREV RIPSICO	181.731	RIPSICO DO BRASIL	18.273	18.888	73
71. O&B PREV SP	180.207	O&B SP	26.229	45.102	46
72. VOITH PREV	178.065	VOITH SA	1.856	2.768	62
73. PREVP	177.956	INTERNATIONAL PAPER DO BRASIL	2.678	4.618	109
74. SOMAPP	169.448	SBC SOCIEDADE BHN	0	0	148
75. ALSTOM	161.841	ALSTOM DO BRASIL	2.840	3.883	60
76. CARBORPREV	149.322	CARBOLOR SA	781	1.171	107
77. AVONPREV	148.658	AVON COSMETICOS	18.323	40	118
78. MERCAPREV	145.237	BRAP	1.080	2.132	76
79. ROCHERPREV	112.821	PRODUTOS ROCHÉ	1.435	1.738	40
80. PREVIACORDA	108.074	HONDA AUTOMOVIS DO BRASIL LTDA	nd	nd	nd
81. RAÇONIC	104.151	NETSO BRASIL IND. COM	2.003	3.088	88
82. KPMG PREV	102.532	KPMG AUDITORES	4.232	6.321	49
83. SAPPREV	89.500	SAPPREV	1.836	888	34
84. A&D PREV	88.878	RACEN COMBUSTIVIS SA	2.478	791	8
85. VIECOR	86.907	ND	2.343	214	77
86. B&CUT PREV	83.222	B&CUT BROTHER LTDA	773	68	59
87. PREVISA	82.983	B&I	nd	nd	nd
88. PREVIASORA	67.233	VASORA SEGUROS SA	252	282	84
89. PREVICAROL	47.337	CHEVROL	331	254	31
90. I&M PREV	34.884	MAGNETI MARELLI	2.520	27	29
91. MERCEPREV	14.888	MERCEZ F&V LTDA	385	588	7
92. FUTURA B	7.449	CEZAR LUMINACARTES E ESPECIALIDADES SA	401	271	8
93. MARRE	5.648	MARRE SA	3.463	2.895	36
94. MYETH PREV	5.475	LABORATORIO WHITE	847	115	38
95. EDS PREV	4.340	ELETRONIC DATA	0	37	59
96. FUNDAÇÃO FCOMERCIO	3.400	FEDERAÇÃO DO COMÉRCIO DO ESTADO DE SÃO PAULO	400	14	8
97. SC PREV	2.704	SOW COMBIO SA	383	211	30
98. CASPREV	1.347	CASP	3.908	0	8
99. PREVICORIS	1.288	ND	0	9	2
100. - OUTROS	1.247	OPROS S.A.	0	28	51
<b>TOTAL</b>	<b>118.998.314</b>		<b>904.543</b>	<b>828.784</b>	<b>134.021</b>

\* Em alguns casos existem outros patrocinadores  
 \*\* Dados de população de dezembro/11

Conselho de Estatística é uma publicação da ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar  
 Av. das Nações Unidas, 12.551 - 20º andar - Telefones: (11) 3043.8783/8784/8785 - Fax: (11) 3043.8778/8788 - CEP 04578-903 - São Paulo - SP  
 Produção: Núcleo Técnico - ABRAPP  
 e-mail: nucleotecnico@abrapp.org.br site: www.portaldofundospensao.org.br

## ANEXO IV – SÍNTESE ENTREVISTAS FUNDOS DE PENSÃO

Entidade	Patrocinador principal	Sector econômico	Atividade	Entrevistado	Reservas (R\$ mil)	BD / CD	BD residual	Investe infraestrutura	Avalia investimento infraestrutura	Avalia alternativas de investimentos
PREVCUMMINS	Cummins	Indústria	Motores e geradores	Angélica Araújo	242.114	CD	Não	Não	Não	Sim
ALPAPREV	Alpargatas	Indústria	Calçados e vestuário	Vanessa Scalise	260.504	CD	Não	Não	Pretende	Sim
PREVKODAK	Kodak	Indústria	Imagem e fotografia	Eliete Gomes	272.337	CD	Sim	Não	Não	Sim
DUPREV	DuPont	Indústria	Farmacêutico e ciências da vida	Alexandre Carvalho	447.517	CD	Sim	Não	Não	Sim
ABRILPREV	Grupo Abril	Serviços	Comunicação	Marcelo Figueiredo	557.639	CD	Não	Não	Não	Sim
PREV-ERICSSON	Ericsson	Indústria	Elétron-eletrônico	Rogério Takalli	827.898	CD	Sim	Sim	Sim	Sim
PREVBAYER	Bayer	Indústria	Farmacêutico e ciências da vida	Lucas Nobrega	980.762	CD	Sim	Não	Não	Sim
PREV-SIEMENS	Siemens	Indústria	Elétron-eletrônico	Márcio Tavares	1.092.420	CD	Sim	Não	Pretende	Sim
SABESPREV	Sabesp	Infraestrutura	Saneamento básico	Fernando Savio	1.516.436	CD	Sim	Sim	Sim	Sim
VWPP	Volkswagen	Indústria	Automobilística	Luiz Paulo Brascizza	1.817.798	CD	Sim	Não	Não	Sim