



TCC/UNICAMP
AL25f
IE

1290004380

Natália P. R. Aléssio

CEDOC - IE - UNICAMP

Os Fundos de Pensão nos Mercados Globalizados e o caso brasileiro

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas como requisito para a conclusão do curso.

CEDOC - IE - UNICAMP

Orientador: Prof. Dr. Giuliano Oliveira

CAMPINAS

2009

TCC/UNICAMP
AL25f
1290004380/IE

Agradecimentos

Agradeço imensamente a todos que me auxiliaram de alguma forma na confecção deste trabalho. Seja intelectual ou emocionalmente.

Especialmente, gostaria de agradecer aos meus amigos pelo apoio e aos meus pais pela oportunidade e esforço, sem os quais seria impossível chegar até aqui.

E, por fim, um agradecimento ao Professor Giuliano Oliveira, que acompanhou de perto toda a evolução do trabalho, sempre com contribuições muito relevantes. Agradeço pela paciência, compreensão e dedicação durante esses meses de intenso aprendizado.

Resumo

Esse trabalho teve como objetivo analisar o papel e a importância dos investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão, focando no papel cada vez mais importante desempenhado por estas instituições nos mercados financeiros internacionais e na gestão da riqueza financeira mundial. O primeiro capítulo trata do contexto do fim do acordo de Bretton Woods e dos consequentes movimentos de liberalização e desregulamentação financeira nas economias centrais, cenário este do surgimento das inovações financeiras como os derivativos, *securities* e da emergência dos investidores institucionais como agentes centrais da nova institucionalidade do sistema. O segundo capítulo discorre sobre a evolução dos ativos dos investidores institucionais das principais economias capitalistas, no período compreendido entre 1995-2005, dando especial destaque ao desenvolvimento dos fundos de pensão. Finalmente, o terceiro capítulo aborda a evolução e desenvolvimento dos fundos de pensão no Brasil, procurando evidenciar as principais conquistas e desafios destes agentes no mercado nacional.

Palavras-chave: Fundos de Pensão; Desregulamentação Financeira; Investidores Institucionais.

Abstract

This study aimed to examine the role and importance of institutional investors, particularly pension funds, focusing on an increasingly important role played by these institutions in international financial markets. The first chapter deals with the context of the end of the Bretton Woods agreement and the consequent movement of liberalization and financial deregulation in developed economies, scenario of the emergence of financial innovations such as derivatives, securities and the emergence of institutional investors as key agents of new institutional system. The second chapter discusses the evolution of the assets of institutional investors of the main capitalist economies in the period 1995-2005, with particular attention to the development of pension funds. Finally, the third chapter discusses the evolution and development of pension funds in Brazil, seeking to highlight the main achievements and challenges of these agents in the domestic market

Key-words: Pension funds, Financial Deregulation, Institutional Investors.

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo 1 – A ascensão das finanças diretas.....	3
1.1 O processo de securitização e os investidores institucionais.....	8
1.2 Os instrumentos financeiros derivativos e a instabilidade sistêmica.....	13
1.3 O <i>corporate governance</i> e a lógica da acumulação financeirizada.....	14
1.4 Síntese.....	17
Capítulo 2 - Investidores Institucionais: Definição, fatores de crescimento e evolução dos ativos (1995-2005).....	20
2.1 Definição dos Investidores Institucionais.....	20
2.1.1 Companhias de Seguro.....	21
2.1.2 Fundos de Investimento.....	21
2.1.3 Fundos de Pensão.....	22
2.2 Fatores de Crescimento.....	23
2.3 Evolução dos ativos dos Investidores Institucionais (1995-2005).....	26
2.4 Síntese e Desdobramentos.....	40
Capítulo 3 – Os fundos de pensão no Brasil.....	43
3.1 Histórico.....	43
3.2 Características Institucionais.....	44
3.3 Regulação dos Investimentos.....	51
3.4 Os fundos de pensão e os investimentos de longo prazo.....	54
Conclusões.....	57
Referências Bibliográficas.....	58

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Total dos ativos financeiros mundiais (US\$ trilhões).....	18
Gráfico 2 – Estoque dos ativos financeiros globais (US\$ trilhões).....	26
Gráfico 3 – Taxa anual média de crescimento dos ativos dos investidores institucionais (1995-2005).....	27
Gráfico 4 – Participação relativa dos investidores institucionais (1995-2005).....	32
Gráfico 5 – Alocação dos ativos dos fundos de pensão no mundo (em % do total dos ativos).....	34
Gráfico 6 – Alocação dos ativos das seguradoras (em % do total dos ativos).....	37
Gráfico 7 – Alocação dos ativos dos fundos de investimento (em % do total dos ativos).....	39
Gráfico 8 – Alocação dos fundos de investimento por região (em % do total dos ativos).....	40
Gráfico 9 – Evolução dos ativos dos fundos de pensão no Brasil.....	44
Gráfico 10 – Participação dos fundos de pensão no PIB.....	45
Gráfico 11 – Origem dos recursos dos fundos de pensão em 2008 (em % do total dos ativos).....	46
Gráfico 12 – Modalidade dos planos de pensão em 2008 (em % total dos planos).....	48
Gráfico 13 – Alocação dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros em 2008 (em % do total dos ativos).....	51

Índice de Tabelas e Quadros

Tabela 1 – Valor nominal dos derivativos (US\$ trilhões).....	13
Tabela 2 – Evolução dos ativos dos investidores institucionais nos países-membro da OCDE (em % PIB).....	28
Tabela 3 – Evolução dos ativos dos investidores institucionais nos países-membro da OCDE (em US\$ bilhões).....	30
Tabela 4 – Participação dos investidores institucionais nos países da OCDE (em % do total dos ativos).....	33
Tabela 5 – Alocação dos ativos dos fundos de pensão nos países da OCDE (em % do total dos ativos).....	36
Tabela 6 – Alocação dos ativos das seguradoras por países selecionados (em % do total dos ativos).....	38
Tabela 7 – Patrocínio dos fundos de pensão por entidades em 2008.....	46
Tabela 8 – Origem dos recursos dos fundos de pensão brasileiros por setores produtivos.....	47
Tabela 9 – Ranking dos 10 maiores fundos de pensão no Brasil (2008).....	47
Tabela 10 – Quadro regional dos fundos de pensão no Brasil em 2008.....	49
Tabela 11 – Alocação dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil (em % do total dos ativos).....	50
Quadro 1 – Investidores Institucionais.....	20
Quadro 2 – Investidores Institucionais: Indicadores de Perfil de Risco.....	21

Introdução

Os investidores institucionais, entre os quais os fundos de pensão, as companhias de seguro e os fundos de investimento, experimentaram ao longo das últimas décadas altas taxas de crescimento, e configuram-se em atores centrais da nova institucionalidade do sistema financeiro mundial. O cenário do desenvolvimento de tais atores está intimamente relacionado com a acirrada concorrência nos mercados financeiros e com a perda da importância relativa das instituições de depósito, processos estes resultantes da desregulamentação do sistema financeiro americano, o qual se colocou como paradigma ao resto do mundo.

Sob o acordo de Bretton Woods, o qual vigorou durante o período 1944-1973, os países experimentaram altas taxas de crescimento em um cenário de relativa estabilidade econômica, claramente fruto do objetivo maior deste arcabouço institucional, orientado para o alcance e a manutenção do pleno emprego. Este sistema, no entanto, baseava-se na predominância do crédito bancário, no qual as baixas taxas de juros favoreciam os devedores e com as instituições financeiras caracterizando-se por sua segmentação e especialização. Entretanto, as próprias características deste sistema acabaram gerando obstáculos para a sua manutenção, na medida em que este tinha sua base na estabilidade econômica. Com a elevação das taxas de juros e dos preços, aliada às contradições intrínsecas ao padrão dólar-ouro num contexto de expressivo aumento da quantidade de dólares fora dos EUA, os principais elementos de sustentação do acordo passaram a ser desestruturados, tornando o colapso inevitável.

A dissolução do acordo, portanto, foi potencializada pelos processos inflacionários nas principais economias centrais, juntamente com o desenvolvimento do euromercado e das praças *off-shore*. O arcabouço institucional erguido após o fim de Bretton Woods passa, por sua vez, a sustentar-se em um padrão de gestão e realização da riqueza marcado pela lógica do “rentismo”, no qual as famílias passam a deter carteiras de ações e títulos por meio de fundos de investimento e pensões, sendo diretamente afetadas pelas mudanças no mercado de capitais.

Os investidores institucionais, por sua vez, emergem neste cenário como aglutinadores do volume das poupanças dos indivíduos, passando a gerenciar parte dos recursos que antes estavam sob a gestão das instituições bancárias. No entanto, a evolução da participação dos ativos dos investidores institucionais entre os diversos países, particularmente os referentes aos fundos de pensão, não ocorreu de maneira uniforme. Nos EUA, grande parte dos ativos está sob controle

das companhias de investimento e dos fundos de pensão, enquanto que nos Países Baixos os fundos de pensão representam a principal classe de investidores.

O aumento da participação dos investidores institucionais na gestão da riqueza financeira trouxe consigo uma expansão do papel desempenhado pelo mercado de capitais, visto que estes atores possuem em suas carteiras de investimento títulos e ações. Conseqüentemente, os investidores institucionais passaram a demandar títulos e as empresas a emitir cada vez mais bônus, *commercial papers*, ações e notas. Como as decisões de investimento dos investidores institucionais são determinadas principalmente pelas necessidades de liquidez e expectativa de ganhos de capital, estes agentes passaram a investir cada vez mais em países emergentes a partir do final da década de 1980, além de transferirem a gestão de seus ativos para administradores especializados. Além disto, pressionados por metas de retorno elevadas, esses administradores tendem a efetuar movimentos de carteira (entradas e retiradas), contribuindo para ampliar a volatilidade e a instabilidade dos mercados financeiros. Outra manifestação da crescente instabilidade gerada pelos investidores institucionais, e em particular pelos fundos de pensão se refere à formação de bolhas de ativos, geradas principalmente pelo crescimento da demanda por aplicações (especialmente ações) e pela tendência “fictícia” de alta nos preços dos ativos.

Nesta perspectiva, este trabalho tem o objetivo de discutir a importância dos investidores institucionais e seu papel neste processo de finanças globalizadas, com destaque ao caso brasileiro. O primeiro capítulo discorre sobre o contexto do fim do acordo de Bretton Woods e os conseqüentes movimentos de liberalização e desregulamentação financeira nas economias centrais. O segundo capítulo da monografia realiza uma evolução dos ativos dos investidores institucionais das principais economias capitalistas, no período compreendido entre 1995-2005, dando especial destaque ao desenvolvimento dos fundos de pensão. Finalmente, o terceiro capítulo versa sobre a evolução e desenvolvimento dos fundos de pensão no Brasil, procurando evidenciar as principais conquistas e desafios destes agentes no mercado brasileiro.

Capítulo 1 – A Ascensão das Finanças Diretas

A crise do padrão de relações econômicas e instituições nascida no acordo de Bretton Woods e os conseqüentes processos de liberalização e desregulamentação financeira estão no cerne do processo da passagem do regime das finanças administradas para as finanças diretas, constituindo um cenário econômico marcado pela especulação e instabilidade estrutural.

Sob o acordo de Bretton Woods, o qual vigorou durante o período 1944-1973, os países experimentaram altas taxas de crescimento em um cenário de relativa estabilidade econômica, claramente fruto do objetivo maior deste arcabouço institucional, que se sustentava na manutenção do pleno emprego e na intensificação das relações econômicas internacionais. De acordo com Belluzzo (1995, p.11), o sistema monetário nascido em Bretton Woods não pode ser interpretado sem levarmos em conta os anos 1920 e 1930, no qual o capitalismo caracterizou-se por ser “[...] *cada vez mais poderoso em sua capacidade de criar e destruir, de transformar a concorrência em monopólio, de praticar o protecionismo, de arrasar as moedas nacionais, de causar o desemprego de homens*” à luz da experiência do fascismo e nazismo na Segunda Guerra Mundial. Ainda segundo o autor, tornava-se necessário evitar a repetição do “desastre”, de construir uma ordem econômica capaz de ensejar o desenvolvimento do comércio entre as nações dentro de regras que garantissem a confiança em uma moeda internacional e que promovesse o ajuste não-deflacionário do balanço de pagamentos. É, portanto, à sombra de tais interesses que o conjunto de regras e instituições de Bretton Woods foi constituído, apoiando-se no tripé taxas de câmbio fixas, controle de capitais e instituições multilaterais (Fundo Monetário Internacional - FMI e Banco Mundial).

Durante o período de vigência destas instituições e regras apresentou-se claro o papel desempenhado pela economia americana e pelo Federal Reserve como “reguladores” do sistema monetário internacional. De acordo com Belluzzo (1997), os EUA cumpriam um papel duplo: funcionavam como fonte de demanda efetiva e como banco central para o resto do mundo, provendo liquidez ao sistema e assegurando a sua supremacia no âmbito do poder estatal, do capital financeiro e da moeda. No entanto, este sistema baseava-se na predominância do crédito bancário, no qual as baixas taxas de juros favoreciam os devedores e as instituições financeiras caracterizavam-se por sua segmentação e especialização, ampliando o raio de atuação da política monetária. Portanto, o crescimento da rentabilidade das instituições bancárias dependia

basicamente do crescimento de seus empréstimos, tendo a concorrência neste sistema sido favorecida pela imposição de teto às taxas de juros e por regras que balizavam estas instituições.

Como destacam Braga e Cintra (2004), o sistema financeiro que emergiu em Bretton Woods guarda profunda correlação com o próprio sistema americano, baseado na especialização e segmentação. A existência de diversos controles, como a *Regulation Q*¹ - proibição do pagamento de juros sobre depósitos à vista e teto para a taxa de juros sobre depósitos à prazo- tinha como objetivo evitar a concorrência entre as instituições, assegurando a estabilidade do sistema. De acordo com os autores, “[...] *essa estrutura financeira, fundada na estabilidade e rentabilidade controlada do sistema bancário, ou ainda do sistema de crédito como um todo, contribuiu para o longo período de crescimento econômico do pós-guerra*”, consolidando a hegemonia americana que colocava como paradigma um arcabouço institucional funcional aos seus interesses (BRAGA e CINTRA, 2004, p.258).

A estratégia inicial de ter o ouro como ativo de reserva internacional fracassou à medida que o dólar passou a cumprir mundialmente as funções de reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento. Como conseqüência deste movimento, os demais países passaram a acumular reservas em dólares, sendo este processo “causa e resultado” da confiança dos países na posição hegemônica desempenhada pelos EUA. Como decorrência deste movimento, cabia aos EUA a gestão monetária e financeira internacional, ou seja, a responsabilidade de organizar um arcabouço institucional capaz de estimular o comércio internacional e o crescimento dos países, com o déficit de seu balanço de pagamentos financiando a expansão da liquidez e criando condições para o crescimento dos demais países capitalistas (BRAGA e CINTRA, 2004).

As próprias características do sistema acabaram por gerar um obstáculo à sua manutenção, à medida que o sistema tinha sua base na estabilidade econômica. Assim, com a elevação das taxas de juros e dos preços a partir de 1966, os principais elementos constitutivos do acordo passaram a ser minados. Para os autores, foram razões internas e externas que explicam o fim do regime de Bretton Woods, pois:

[...] além das tensões sistêmicas internas, a capacidade de disciplina financeira que o sistema obteve interessava apenas parcialmente aos gestores das corporações e bancos [...] que buscavam as diversas possibilidades de ganhos operacionais e com diferentes moedas, títulos financeiros, *commodities* etc (BRAGA e CINTRA, 2004, p.260).

¹ Sobre o arcabouço institucional americano, ver Cintra (1998, 1997).

Nos EUA, o teto para as taxas de juros tornava-se um empecilho para os bancos à medida que limitava a concorrência entre as instituições. Com o aperto da política monetária na segunda metade dos anos 1970, os recursos passaram a transferir-se das instituições de depósito para o mercado monetário em busca de maior rentabilidade, caracterizando o chamado processo de “desintermediação bancária”.

De acordo com Belluzzo (1997), os três fenômenos mais importantes para a dissolução do acordo de Bretton Woods foram a inflação, a criação do euromercado e das praças *off-shore*, e o regime de taxas flutuantes a partir de 1973. Os dólares gerados pelos persistentes déficits do balanço de pagamentos americano e pelo movimento de internacionalização dos bancos norte-americanos a partir do final dos anos 1950, o qual contribuiu decisivamente para o aprofundamento do euromercado, promoveram o surgimento do mercado de moedas fora dos EUA. As praças *off-shore* e o euromercado, cabe destacar, funcionavam sem qualquer regulação dos bancos centrais, possuindo ampla capacidade de expandir o crédito.

Semelhante à análise de Braga e Cintra (2004), Belluzzo (1997) cita as próprias convenções que propiciaram o “sucesso” dos acordos como determinantes para a sua dissolução, notadamente o acirramento da concorrência e o “agravamento” do conflito distributivo. A concorrência foi produzida pelos planos de reconstrução pós Segunda Guerra Mundial, que tornaram os sistemas industriais de países como a Alemanha e Japão capazes de competir com o americano, além de possibilitar por parte destes países políticas de acumulação de capital interno e de estratégias agressivas de comércio exterior. Este processo, no caso americano, manifestou-se na deterioração do saldo de sua balança comercial, evidenciando um quadro no qual a hegemonia industrial americana estava sendo contestada pelas novas potências. O conflito distributivo, por sua vez, verificou-se na crescente aversão à idéia de intervencionismo do Estado na economia, já que as “[...] *ações de Estado começaram a se tornar cada vez menos efetivas para reestimular os animal spirits do setor privado*” (BELLUZZO, 1997, p.173).

O dólar, desempenhando o papel de moeda internacional, sofre neste contexto os primeiros ataques, evidenciando o dilema de Triffin. Segundo esta análise, o sistema carregava dentro de si as condições de sua própria ruptura, visto que à medida que o crescimento internacional lastreava-se nos déficits norte-americanos, terminava por minar a confiança dos agentes no sistema de conversibilidade. Segundo Serrano (2002, p. 246):

[...] o dilema viria da contraposição de dois fatos. De um lado, se o país central tem déficits persistentes, a conversibilidade e a sobrevivência do sistema serão ameaçadas.

Mas se, por outro lado, o país central evitar déficits na balança de pagamentos à guisa de manter a moeda-chave com uma cobertura razoável em ouro, o comércio mundial não poderá crescer satisfatoriamente, pois haverá uma crônica falta de liquidez internacional.

Conseqüentemente, os EUA tornaram-se cada vez mais incapazes de sustentar a posição do dólar, o qual vinha sofrendo pressões cada vez maiores, culminando no fim da conversibilidade da moeda ao ouro em 1971. Dois anos após a extinção da conversibilidade, o sistema de taxas de câmbio fixo é substituído por um regime de flutuação suja, o que permitiu uma expressiva depreciação do dólar. Como ressaltado por Belluzzo (2004), o papel do dólar nas transações comerciais e financeiras e nas reservas dos bancos centrais dos países passa a ter sua posição questionada, ou seja, a função reserva de valor da moeda passava a sofrer os efeitos do desequilíbrio do balanço de pagamentos americano. O golpe final sobre o arcabouço institucional do pós-guerra veio em 1979 quando Paul Volcker, presidente do Federal Reserve, decreta a elevação das taxas de juros por meio do processo conhecido como “diplomacia do dólar forte”, cujo objetivo residia na recuperação do papel do dólar como moeda internacional. De acordo com Belluzzo (2004, p.125):

Ao impor a regeneração do papel do dólar como standard universal através de uma elevação sem precedentes das taxas de juros, em 1979, os EUA, além de deflagrarem uma crise de liquidez para os devedores do Terceiro Mundo, deram o derradeiro golpe nas pretensões de reformar a ordem monetária de Bretton Woods.

A partir deste movimento, como destaca Serrano (2002), o sistema monetário internacional passa a ser o dólar “flexível e fiduciário”, sendo caracterizado pelo crescente movimento de capitais e pelos processos de desregulamentação e liberalização financeira. Ainda de acordo com o argumento de Hudson *apud* Belluzzo(2004), a política da “diplomacia do dólar forte”, ao apreciar a moeda americana, impunha aos agentes detentores da moeda o *US Treasury Bill Standard*, pois em última instância os títulos de dívida do Tesouro americano permaneciam como os ativos mais seguros do sistema internacional, possibilitando à economia americana a manutenção da taxa de juros moderada.

A desintegração do arcabouço institucional de Bretton Woods, aliado às flutuações nas taxas de juros e câmbio, dá início a um novo padrão de gestão e realização da riqueza no mercado financeiro internacional, o qual passa a ser crescentemente marcado pela lógica do “rentismo”. No atual regime, as famílias passam a deter carteiras de ações e títulos por meio de fundos de investimento e pensões, alterando a participação do salário na renda. A passagem para o regime de finanças diretas foi, em parte, resultado significativo das medidas

restritivas impostas pelo governo americano na tentativa de resgatar o papel do dólar como moeda internacional, visto que o choque da taxa de juros em 1979 propiciou a volta dos dólares para seu sistema financeiro, restabelecendo e reforçando a hegemonia do poder americano. Com o fim do regime de câmbio fixo, as oportunidades de ganho com as flutuações das taxas de juros e câmbio multiplicam-se, possibilitando a emergência de inúmeras inovações financeiras, como os instrumentos derivativos e a securitização. Como destaca Belluzzo (1995, p.15):

A crise do sistema de regulação de Bretton Woods permitiu e estimulou o surgimento de operações de empréstimos/dépósitos que escapavam ao controle dos bancos centrais. A fonte inicial dessas operações 'internacionalizadas' foram certamente os dólares que excediam a demanda dos agentes econômicos e das autoridades monetárias estrangeiras.

Para Arrighi (1996), o aumento da liquidez internacional a partir dos anos 1960 no mercado de eurodólares, aliado ao regime de câmbio flutuante constitui a base fundamental do processo de "revolução financeira global", visto que estes elementos possibilitaram aos agentes econômicos oportunidades de ganhos de arbitragem com moedas e títulos, ampliando a especulação nos mercados. Como citam Braga e Cintra (2004), o movimento de liberalização de capital potencializa a expansão dos bancos americanos em direção às praças *off-shore* da Europa. Beneficiando-se da ausência de regulação, estas instituições expandem-se rapidamente em um cenário de ausência de teto sobre as taxas de juros. Portanto, com os processos de liberalização de capital e instabilidade de câmbio, as condições para o surgimento das chamadas inovações financeiras são potencializadas, dentro as quais:

- Emergência de novos atores econômicos como os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguro, etc.);
- Desenvolvimento de novos mercados (entre eles o OTC – *over the counter*) e instrumentos de transação financeira, como os derivativos e as *securities*;
- Crescimento dos valores negociados nos mercados financeiros;
- Aumento das transações fora-de-balanço nas operações dos bancos;
- Rápida evolução tecnológica, possibilitando a integração entre os vários mercados financeiros e o aumento da velocidade de comunicação;

Para Bloommestein e Billoft (1995), além da adoção das taxas de câmbio flutuantes, algumas importantes medidas tomadas pelos países centrais constituíram em elementos que contribuíram para ensejar a competitividade internacional. Dentre estes elementos, podemos citar a remoção de restrições ao desenvolvimento dos mercados monetários (fundos mútuos, *commercial papers* e certificados de depósitos bancários), a regulação da profissão de *broker*, a organização de mercados secundários para vários tipos de *securities* e a introdução de legislação, possibilitando a criação de mercados derivativos nas modalidades futuros e de opções.

O desenvolvimento do processo conhecido como securitização, ou seja, a substituição pelas corporações (empresas produtivas, bancos e demais entidades financeiras) dos tradicionais empréstimos bancários pela colocação direta de títulos no mercado ganha espaço, principalmente nos anos 1980, com a crise da dívida dos países latino-americanos - que acabou gerando uma desconfiança em relação ao sistema bancário. De acordo com Braga e Cintra (2004, p. 268):

A partir da crise de 1982, que fragilizou os grandes bancos comerciais americanos – os mais ativos na intermediação financeira dos anos 1970, financiando setores e agentes produtivos tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento, sobretudo na América Latina, os tomadores de primeira linha intensificaram suas operações no segmento de bônus, *commercial papers*, notas etc.

1.1 O processo de securitização e os investidores institucionais

Em sua forma básica, a securitização é um instrumento que possibilita a flexibilização de prazos e taxas de rendimento ao tornar os títulos negociáveis, sendo utilizada por múltiplos agentes e constituindo-se em elemento-chave do padrão de acumulação financeirizado de riqueza. Este processo, por sua vez, acentua-se quando os fluxos de crédito passam a ser fruto do lançamento de títulos de dívidas negociáveis, além da expansão e maturação do mercado de títulos em eurodólares. O aparecimento deste novo instrumento, portanto, acaba gerando um duplo impacto no sistema: primeiro, ao encorajar os bancos a negociar estes ativos no mercado, acaba por fortalecer sua base de capital (dos bancos) por meio da emissão de títulos de longo prazo; segundo, a sua rápida expansão acaba por levar ao surgimento de novas formas de títulos, dentre os quais os de juros fixos, flutuantes e títulos conversíveis (*warrants*).

De acordo com Fahri (1998), as *securities* possuem um impacto macroeconômico mais distinto e amplo do que outros instrumentos que emergiram no cenário da desregulamentação e liberalização financeira (por exemplo, os derivativos), por representarem novas “pontes” entre as necessidades dos emitentes de títulos e as exigências de rendimento e liquidez dos investidores. Promovem, portanto, uma interdependência acentuada entre os mais diferentes mercados de ativos e de divisas.

O surgimento das agências de *credit rating*, segundo Braga e Cintra (2004), foi fundamental para a expansão destas operações. O desenvolvimento do processo de securitização, aliado à instabilidade presente nas variáveis-chave da economia, acabou por gerar assimetria de informações entre os diferentes agentes do mercado, sendo necessária uma forma de “precificação” dos ativos. Reunindo informações e dados econômicos, estas agências, por meio de seus relatórios, disponibilizam aos investidores indicadores comparativos para uma avaliação de risco, propiciando aos agentes uma monitoração de suas carteiras de investimento. De acordo com Fahri (1998), a criação destas agências foi um clássico exemplo de como as instituições de mercado evoluíram no sentido de lidar com a assimetria de informações, beneficiando-se da ausência de regulação específica do governo. Estas agências, ao quantificar os riscos de crédito e emitir indicadores comparativos dos riscos, acabam por facilitar a precificação dos ativos, possibilitando estimar uma taxa de retorno dos investimentos. No entanto, estas agências não fornecem garantias contra perdas, mas apenas possibilitam ao investidor uma gama de informações financeiras com o objetivo de monitorar as possíveis perdas e oportunidades de suas carteiras de investimento.

Inicialmente, conforme avaliação de Fahri (1998), as agências de classificação de riscos forneciam avaliações de crédito apenas às empresas que desejavam lançar ações nas bolsas de valores, passando a deter uma influência cada vez maior nos mercados após o surgimento das *securities* e dos derivativos. Este processo culminou, no final da década de 1980, na atribuição de notas aos riscos de crédito dos países centrais ou emergentes que utilizavam-se do mercado financeiro para a colocação de títulos. Entretanto, convém ressaltar que estas instituições “falharam” por diversas vezes, conforme demonstrou a crise asiática de 1997 e os escândalos financeiros dos EUA nos anos 2000 (Enron, WorldCom), sem levarmos em conta a crise financeira atual.

Frente à estas transformações, os bancos passam a ter suas margens de lucro pressionadas, configurando o processo conhecido como desintermediação bancária, no qual as técnicas de administração de passivos, juntamente com as operações-fora-de-balanço, adquirem importância em suas atividades. Segundo Cintra (1998), a resposta dos bancos a estas pressões envolveu três estratégias principais. Primeiro, os bancos procuraram novas modalidades de expansão do crédito, começando a financiar o setor petrolífero, os investimentos imobiliários, a indústria agrícola doméstica, dentre outros. A segunda estratégia consistiu no desenvolvimento de novas atividades, como as operações de prevenção aos riscos de preços (por exemplo, os *swaps*), a prestação de serviços como a assessoria a processos de fusões e aquisições e a intermediação de negócios e serviços como a venda de dados financeiros. Em terceiro lugar, os bancos americanos lograram expandir suas operações no ramo das atividades que eram proibidas segundo a legislação americana do *Glass-Steagall Act*², instalando em algumas de suas subsidiárias atividades que antes eram restritas aos bancos de investimento.

Nos EUA, o processo de desregulamentação no setor bancário acabou por expandir a fragilidade financeira, sendo necessária a ampliação das funções do governo federal atuando como *lender of last resort*. De acordo com Cintra (1998), no final dos anos 1980 mais de 200 bancos americanos haviam falido anualmente, sendo que mais de 1/3 das instituições desaparecem nesse período. Embora o número de instituições tenha se reduzido, houve neste mesmo contexto um aumento significativo do tamanho das instituições. Para Cintra (1998, p. 124):

Trata-se, indubitavelmente, de um dos períodos mais turbulentos para o setor bancário americano, que culmina no nascimento dos bancos de âmbito nacional. [...] Essa concentração bancária foi facilitada pelo relaxamento de filias interestaduais, bem como pela liberalização da política antitruste aplicada às instituições bancárias [...]

Ainda no caso americano, este processo ganha impulso em 1994 com o fim das restrições geográficas aos bancos (*Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*), possibilitando a formação de verdadeiras redes nacionais, facilitando como ressalta o autor o processo de concentração e fusão bancária (CINTRA, 1998). A aprovação do *Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act*, em 1999, apenas consolida a expansão dos grandes bancos

² Legislação do sistema financeiro americano que impunha restrições às instituições financeiras, segmentando as atividades destas. Para maiores detalhes, ver CINTRA (1998).

comerciais para as atividades típicas de bancos de investimento, administração de ativos e operação no mercado de seguros. Para Braga e Cintra (2004, p. 263):

Os grandes bancos americanos estenderam suas atividades para além dos tradicionais empréstimos bancários, passando a administrar fundos mútuos e oferecer serviços de gestão de ativos através de seus vários departamentos [...] Para enfrentar a concorrência, os bancos reivindicaram e foram se transformando em supermercados financeiros, terminando com a separação das funções entre os bancos comerciais e de investimento, imposta pelo Glass-Steagall Act (1933).

No entanto, em geral os bancos não perdem seu papel nesta nova dinâmica financeira. Ao contrário disso, passam a atuar como “supermercados financeiros”, criando poder de compra por meio de empréstimos, emitindo eles próprios *securities* e atuando como *brokers*. Como registrado no relatório anual do Banco de Compensações Internacionais (BIS) de 1996/1997, *apud* Roberts (2000, p.70):

Apesar do crescimento mundial da securitização, os bancos comerciais conseguiram, de modo geral, manter sua posição dominante no centro do sistema financeiro por meio de uma gestão mais ativa de seus ativos e passivos, da oferta de novos serviços que não se refletem no balanço patrimonial e da aquisição de corretoras e fundos de investimento.

Outros atores surgem neste processo de liberalização e desregulamentação financeira, dentre os quais se destacam os investidores institucionais. Os investidores institucionais são representados pelas companhias de seguros, fundos de investimentos e fundos de pensão. De acordo com Chesnais (1998), o surgimento destes atores produziu uma nova dinâmica no modo de funcionamento da economia, caracterizado por um menor dinamismo e uma maior instabilidade quando comparado ao arcabouço institucional do pós-guerra. Segundo Chesnais (1998, p. 29), foram os fundos de pensão que mais se beneficiaram da passagem às finanças de mercado. Nos termos do autor (1998, p.29):

Por um lado, os fundos constituem o resultado acumulado de contribuições sobre salários e benefícios, e sua finalidade declarada é garantir a esses assalariados, quando se aposentarem, uma pensão regular e estável. São, portanto, formas institucionais de centralização de poupança, muitas vezes nascidas de regimes empresariais privados, obrigatórios, tendo como fonte inicial rendimentos salariais (em sentido amplo). Por outro lado, a partir do momento em que a poupança acumulada ultrapassa certo limite, os fundos passam a figurar entre as instituições financeiras não-bancárias, tendo a função de fazer frutificar um montante elevado de capital monetário, preservando a liquidez e a máxima rentabilidade deste.

Parcela significativa dos recursos que antes eram alocados nas instituições financeiras passam a ser transferidos para estas instituições, que realizam a gestão da riqueza por meio da lógica de estoques. De acordo com Braga e Cintra (2004), tanto as famílias como as

empresas aumentam a utilização de títulos como veículos de poupança, contribuindo para o crescimento dos investidores institucionais, que aplicam a maioria de seus recursos nos mercados de capitais, em títulos de renda fixa, ações, moedas, *commodities* etc, desencadeando o processo conhecido como “institucionalização das poupanças individuais”.

O aumento da participação dos investidores institucionais na gestão da riqueza financeira trouxe consigo uma expansão do papel desempenhado pelo mercado de capitais, visto que estes atores possuem em suas carteiras de investimento títulos e ações. De um lado os investidores institucionais passam a demandar títulos e, de outro, as empresas passam a emitir cada vez mais bônus, *commercial papers*, ações e notas. De acordo com Belluzzo(1998, p. 176), “ [...] a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados de ativos ”. Com isso, as decisões de investimento dos investidores institucionais passam a influenciar de maneira crescente os mercados financeiros, pois concentram grande volume de recursos.

Neste ambiente, a lógica dos agentes se altera devido à crescente volatilidade dos mercados. Segundo Belluzzo (1998, p. 177):

Em condições de incerteza radical, estes agentes são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação ‘convencionada’ sobre o comportamento dos preços. Dotados de grande poder financeiro e de influência sobre a ‘opinião dos mercados’, eles são na verdade formadores de convenções, no sentido de que podem manter, exacerbar ou inverter tendências. Suas estratégias são mimetizadas pelos investidores com menor poder e informação, ensejando a formação de bolhas altistas e de colapso de preços.

Ainda de acordo com o autor, a especulação que predomina nestes mercados regidos pela lógica dos estoques não é estabilizadora nem corretiva como defendem os economistas clássicos, mas, sim, marcada pela constante interação entre incerteza, assimetria e mimetismo, os quais freqüentemente dão origem a movimentos auto-referenciais e instáveis. As expectativas dos agentes, quando rompidas em um cenário de formação de bolhas altistas, ocasionam deflações nos preços dos ativos que anteriormente estavam sobrevalorizados, ampliando o risco de uma crise de liquidez sistêmica. Segundo Belluzzo (1998, p. 178), “ quanto mais abrupta e inesperada a deflação de ativos, maior será o número de agentes relevantes atingidos por severos desequilíbrios patrimoniais, que podem culminar na ruptura das cadeias de pagamento, gerando uma crise de liquidez sistêmica ”.

Nesta nova dinâmica, portanto, as crises têm na esfera financeira e, por extensão, transferem-se para a esfera produtiva. Com a queda dos preços dos ativos financeiros,

as decisões de consumo e investimento são afetadas, visto que os agentes procuram manter uma certa estabilidade na proporção riqueza-renda, aumentando a poupança nos momentos de deflação dos preços dos ativos e afetando diretamente a renda corrente e o ambiente produtivo.

1.2 Os instrumentos financeiros derivativos e a instabilidade sistêmica

O surgimento dos instrumentos derivativos também constitui importante elemento resultante dos processos de desregulamentação e liberalização financeira. Os derivativos, como sua própria definição já sugere, são contratos que possuem seu valor derivado dos preços à vista de ativos. Têm, portanto, seu valor de vencimento futuro atrelado à evolução dos preços atuais dos ativos, com as operações sendo contratadas no momento presente oferecendo aos agentes uma cobertura de risco ou o recebimento (troca) de um prêmio no caso dos derivativos relacionados a *swaps* e opções. O primeiro contrato de derivativos surge em 1972, com a criação de contratos futuros de moedas estrangeiras na *Chicago Mercantile Exchange*. Já em 1982, entram em cena os contratos futuros de índices das Bolsas de Valores. Atualmente, os derivativos podem ter seus contratos derivados de uma gama ampla de ativos – moedas, taxa de juros (elevação ou redução), índice da Bolsa de Valores, taxas de câmbio – propiciando inicialmente ao agente que o contrata um mecanismo de proteção, trazendo segurança ao investidor. Os valores desses contratos no período 1998-2008 são apresentados na Tabela 1, na qual podemos verificar que em 1998 o valor total dos contratos derivativos correspondia a US\$ 80 trilhões, alcançando em 2008 o valor nocional de praticamente US\$ 592 trilhões, ou seja, mais de sete vezes a quantia de 1998.

Tabela 1 – Valor nocional dos derivativos – mercado mundial (US\$ trilhões)

Derivativos	dez.1998	dez.2000	dez.2002	dez.2004	dez.2006	dez.2008
Contratos de câmbio	18.01	15.67	18.45	29.29	40.27	49.75
Contratos de juros	50.01	64.67	101.66	190.50	291.58	418.67
Contratos Equity-Linked	1.49	1.89	2.31	4.38	7.49	6.49
Contratos de Commodities	0.41	0.66	0.92	1.44	7.12	4.42
Swaps de crédito em default	-	-	-	6.40	28.65	41.86
Outros	10.39	12.31	18.33	25.88	39.74	70.74
Total	80.31	95.20	141.67	257.89	414.85	591.96

FONTE: Elaboração a partir de Oliveira (2009) e BIS (2009).

No entanto, as transações de derivativos envolvem apenas uma transferência de risco dos preços, no qual o investidor que contrata o *hedge* busca “livrar-se” do risco, ou seja, passá-lo para frente. Com isso, quer-se destacar que o risco nestes contratos não deixa de existir, mas é apenas “espalhado” em várias direções no sistema. De acordo com Fahri (1999, p. 112), “[...] a cobertura de riscos através dos mercados de derivativos não os anula, apenas os transfere para outros agentes. De forma consolidada, os riscos permanecem os mesmos dentro do sistema, só se alterando a sua distribuição.”

Com a volatilidade das variáveis econômicas (taxa de juros, câmbio e inflação), as oportunidades de ganho de capital são ampliadas, visto que os agentes podem lucrar simplesmente apostando em posições diferentes em diversos mercados. Como ressaltado por Braga e Cintra (2004, p.277), “[...] a volatilidade está na origem desses mercados, retroalimentados e permite seu crescimento”. Para Fahri (1999), a possibilidade de auferir ganhos de capital com estes instrumentos leva os mercados cada vez mais a se distanciar da noção de “proteção aos riscos” para constituir um forma meramente financeira de angariar lucros para os especuladores. De acordo com Fahri (1999, p.111):

Embora a especulação existisse muito antes de sua criação, os mercados derivativos financeiros tornam este tipo de comportamento mais flexível e ‘eficiente’ devido a seu alto grau de alavancagem que permite operar volumes mais elevados e, por conseguinte, ter um peso ainda maior nos mercados.

Ainda segundo Fahri (2001), nos mercados de câmbio grande parte dos agentes pode operar e se beneficiar facilmente da alavancagem intrínseca existente nestes mercados. Conseqüentemente, estendem-se as possibilidades da operação de volumes muito maiores do que o total do montante dos recursos que efetivamente dispõem. Nos termos da autora (2001, p.57):

Os derivativos, por um lado, permitiram aos agentes coordenarem suas expectativas e conviverem com a acentuada volatilidade das principais variáveis financeiras, impedindo que a instabilidade financeira e cambial se transferisse à economia em geral. Por outro lado, aumentaram eventuais riscos sistêmicos, devido à elevada alavancagem intrínseca a seu funcionamento e ao potencial de exacerbarem a volatilidade dos preços dos ativos .

1.3 O *corporate governance* e a lógica da acumulação financeirizada

O comportamento das grandes empresas também sofre profundas mudanças neste contexto. Com a desregulamentação e a ampliação dos mercados de bônus, os grandes grupos industriais passam a ter acesso aos mercados financeiros, possibilitando a colocação de títulos de curto e médio prazo sem a intermediação antes efetuada pelos bancos. Além disto, a

grande disponibilidade de capitais líquidos os tornam aptos para angariar lucros puramente financeiros nos diversos mercados. Como consequência deste movimento, os diretores financeiros passam a ampliar sua influência, ocasionando uma mudança na organização interna desses grandes grupos. Concomitante a este processo, amplia-se a chamada prática do *corporate governance*, no qual um conjunto de regras de “boa prática” de administração de empresas e da relação destas com seus acionistas devem ser perseguidas. Neste ambiente, a administração das empresas torna-se responsabilidade dos executivos, com os acionistas atuando no mercado na compra e venda de suas ações, com o preço destas passando a funcionar como um indicador para o grau de aprovação da gestão da empresa.

Com a prática do *corporate governance* o gerenciamento da empresa a torna vulnerável a processos de *takeover*, visto que os preços de suas ações tendem a sofrer uma baixa e os investidores poderão reagir vendendo seus papéis. Assim, conforme observa Braga e Cintra (2004), um dos principais elementos do *corporate governance*, principalmente no caso americano, passa a ser a confiança no mercado de controle corporativo por meio de ofertas de aquisição hostil, pois tendem a “forçar” os executivos a desempenhar uma administração de acordo com seus interesses. Segundo os autores (2004, p.273):

Diante da magnitude desse fenômeno, as operações de tomadas de controle acionário são percebidas como um mecanismo de mercado capaz de melhorar a rentabilidade da empresa e alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, ou seja, capaz de impor uma disciplina à atuação dos executivos.

Dentro desta lógica, caso a filial de uma empresa não estiver atendendo às expectativas dos executivos/acionistas, a opção é desfazer-se dela rapidamente, compondo um sistema empresarial extremamente agressivo. Para a funcionalidade deste sistema, a transparência dos dados financeiros e das informações das empresas torna-se indispensável, sendo estes dados coletados e analisados por diversas instituições, como os bancos de investimentos, agências de classificação de riscos e analistas financeiros. Desse modo, o sistema de gestão das empresas é estruturado tendo em vista a maximização do retorno dos acionistas, na prática conhecida como *shareholder value base sytem of corporate governance* (BRAGA E CINTRA, 2004).

Aliado a este processo, a utilização cada vez maior pelas empresas do mercado de capitais no financiamento de suas atividades trouxe, com a emergência dos investidores institucionais, uma maior capacidade de influência destes atores no rumo das empresas. Embora individualmente seu poder sobre a gestão das empresas seja mínimo, coletivamente eles podem

influenciá-las por meio de “[...] *um poder de opinião coletivo manejado pelos diferentes agentes que operam nos mercados de capitais, na era da tecnologia da informação, valorizando ou desvalorizando as ações e os bônus*” (BRAGA e CINTRA, 2004, p. 274).

No entanto, esta lógica puramente financeira acaba acarretando conseqüências importantes para a esfera produtiva, visto que os investidores institucionais não possuem conhecimento sobre todas as empresas de que detêm ações, guiando-se majoritariamente pelas perspectivas de rendimentos futuros por meio de índices comparativos (*benchmark*). Por outro lado, os investidores institucionais também estão sujeitos a avaliações de performance, sendo “forçados” a entregar elevados rendimentos a seus cotistas, o que acaba por levar a um comportamento mimético nos momentos de crise. Segundo Braga e Cintra (2004, p.275):

Esse comportamento homogêneo dos gestores leva-os a procurar reproduzir os principais índices dos mercados bursáteis (Índice Dow Jones, Nasdaq), dos mercados de títulos emergentes (Emerging Market Bonds Index, EMBI+, calculado pelo JP Morgan/Chase) em suas estratégias de investimento [...] determinando ordens de compra e venda dos mesmos ativos, gerando processos cumulativos de euforia e pessimismo renitentes dos mercados financeiros.

Para Braga e Cintra (2004), os processos de reestruturação das empresas por meio da tomada de controle acionário hostil constituem, de acordo com Minsky, o *money manager capitalism*, no qual os gestores de carteiras desempenham importante papel, visto o “entrelaçamento” entre a lógica financeira e a industrial.

Como observam Plihon (2005) e Chesnais (2005), com a liberalização e desregulamentação dos mercados o comportamento das empresas passa a se orientar meramente para o lucro financeiro, ocasionando distorções sobre a esfera produtiva. Para Chesnais (2005), assistimos a um movimento de passagem ao “regime de acumulação financeirizado comandado pelo capital portador de juros” em detrimento ao sistema baseado no padrão de acumulação fordismo-keynesiano.

Para Plihon (2005), os “escândalos” financeiros que emergiram no início dos anos 2000 ilustram a verdadeira abrangência da prática do *corporate governance*. Os exemplos da *Enron* e da *Vivendi Universal* (VU) são emblemáticos à medida que a ascensão e a falência desses grupos empresariais nada tiveram a ver com suas atividades industriais, mas, sim, com práticas irresponsáveis de alavacagem financeira. Como efeito destes escândalos, a aprovação da lei *Sarbanes-Oxley*, que entrou em vigor em 2002, visa regular e tornar mais transparente os

dados financeiros das empresas, visando diminuir o conflito de interesses entre estas e as firmas de auditoria, além da adoção de novas regras contábeis.

1.4 Síntese

Para Chesnais (1998a), o início dos anos 1990 marca uma nova fase da “mundialização financeira”, acentuando as transformações ocorridas durante a década de 1980. Esta etapa, segundo a visão do autor, é marcada pela incorporação dos mercados emergentes, pela transição nestes países à securitização da dívida pública e pela ampliação dos mercados de bônus nacionais e interligação desses mercados com os dos países centrais. Outra importante característica dessa nova etapa reside na série de choques financeiros, entre os quais configuram-se a especulação contra as moedas do Sistema Monetário Europeu (1992/1993), a crise mexicana no final de 1994, a crise asiática (1997), as crises no Brasil e na Rússia (1998) e a crise na Argentina (2001). Segundo o autor, estas crises são próprias da atual configuração do capitalismo e são diferentes das crises ocorridas entre 1927-1929, ou seja, são crises que não se dão após uma longa fase de expansão ou durante esta, mas crises que têm como cenário taxas modestas de declínio crescimento dos principais países capitalistas. Neste processo, portanto, as teorias cíclicas perdem importância e explicitam a estreita relação existente entre o ambiente produtivo e a esfera financeira, caracterizando uma “mundialização financeira” desigual e imperfeita, marcada pela interligação entre sistemas nacionais separados e hierarquizados.

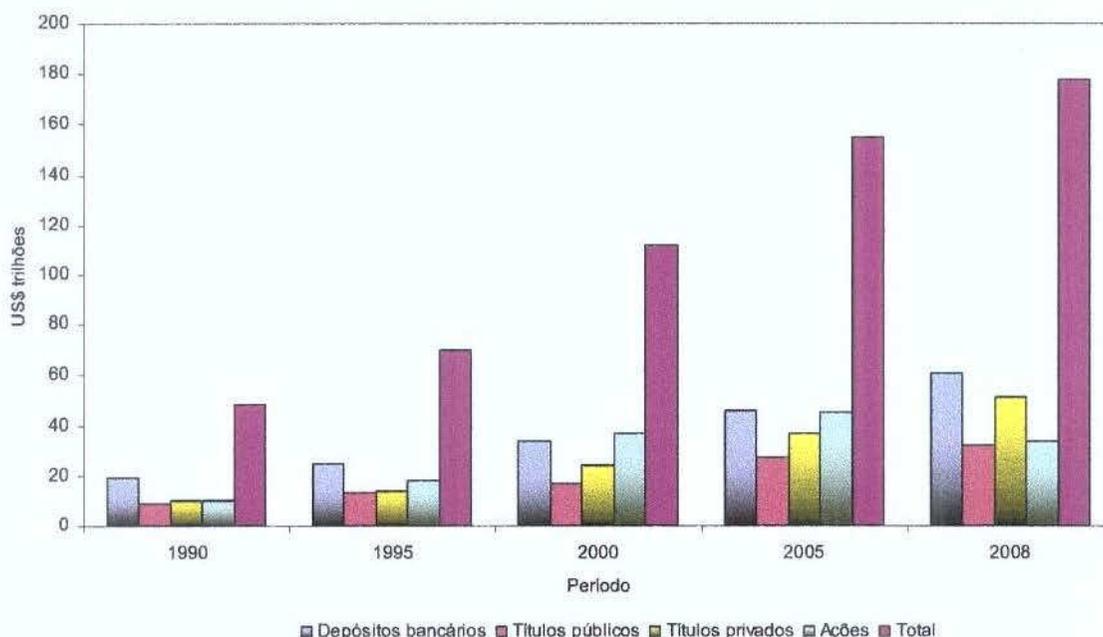
Portanto, este cenário marcado pela ascensão das finanças diretas reduz o grau de eficiência das políticas monetárias. Para Chesnais (1998b), este regime de acumulação, predominantemente financeiro, caracteriza-se pela ausência de instâncias ou de mecanismos endógenos de regulação, com as únicas exceções sendo a política monetária dos EUA e as funções de prestador de última instância executadas pelo FMI ou pelo governo americano. Estas características mencionadas foram claramente verificadas na atual crise financeira, na qual a ausência de instituições de regulação representaram um importante fator para o “desencadeamento” dos elementos que levaram à crise, além do papel da política monetária do governo americano e do *Federal Reserve* atuando com *lender of last resort*. Segundo Belluzzo (1995, p.20):

[...] as mudanças tecnológicas, nas formas de concorrência, na organização e na estratégia da grande empresa e, por fim, na operação dos mercados financeiros, ocorridas nas duas últimas décadas, parecem justificar a visão oposta, a que celebra a supremacia

dos mecanismos econômicos – a lógica do mercado – sobre as vãs tentativas de disciplinar as forças simultaneamente criadoras e destrutivas do capitalismo.

Esta predominância da esfera financeira leva a uma maior dispersão espacial das funções produtivas e a uma terceirização das etapas complementares ao processo produtivo. Neste novo cenário, as taxas de investimento são mais modestas, o desemprego estrutural se amplia e a capacidade de ação dos Estados Nacionais se restringe, ou seja, passam a ser disciplinados pelos mercados financeiros, reduzindo a possibilidade de executarem políticas ativas de crescimento. Como podemos observar no Gráfico 1, o crescimento dos ativos financeiros no período 1990-2008 ocorreu a um ritmo espetacular, praticamente quadruplicando, chegando a alcançar US\$ 178 trilhões de dólares no final de 2008 ante US\$ 48 trilhões em 1990.

Gráfico 1 – Total dos ativos financeiros mundiais (em US\$ trilhões)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do McKinsey Global Institute(2009).

Portanto, procura-se demonstrar que a dinâmica financeira atual, marcada pela predominância das finanças diretas sobre as demais formas financeiras, foi em grande parte fruto da dissolução dos acordos de Bretton Woods, ancorando seu crescimento nos processos de

desregulamentação e liberalização financeira, num ambiente marcado pela flutuação das taxas de câmbio e instabilidade das taxas de juros. Neste contexto, emergiram como principais atores os investidores institucionais, dentro os quais os fundos de pensão, objeto deste estudo. As transformações que ocorreram neste período, são, em suma, elementos essenciais para compreender o atual padrão de acumulação financeira, as quais acabaram por alterar significativamente as relações entre Estado, economia e sociedade.

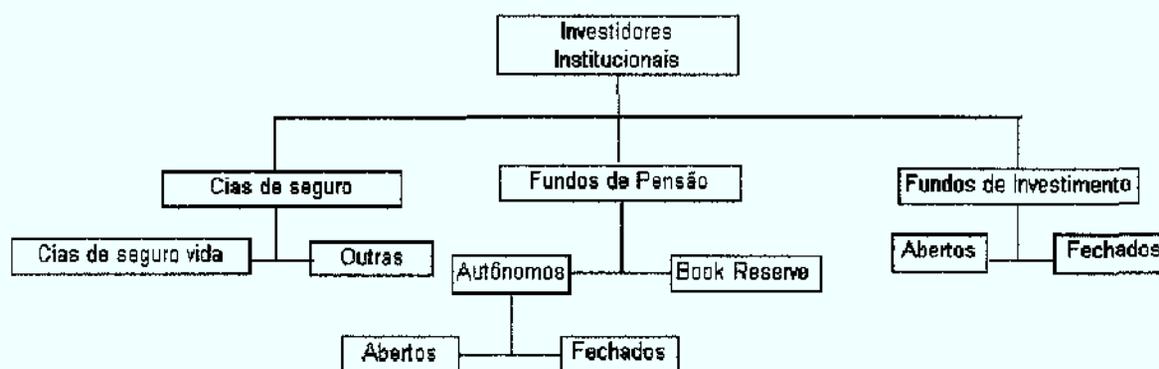
Capítulo 2 – Investidores Institucionais: Definição, fatores de crescimento e evolução dos ativos (1995-2005)³

O presente capítulo tem como objetivo analisar as diferenças existentes entre os países-membro da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no que tange aos investidores institucionais, apresentando a evolução dos ativos destes atores no período 1995-2005, focando no papel cada vez mais importante desempenhado por estas instituições nos mercados financeiros internacionais e na gestão da riqueza financeira mundial.

2.1 Definição dos Investidores Institucionais

Os processos de liberalização e desregulamentação financeira aliados à ascensão das finanças diretas nos mercados internacionais trouxeram como característica marcante o aparecimento dos investidores institucionais. Os investidores institucionais, conforme sinalizado no capítulo anterior, reúnem os fundos de pensão, as companhias de seguro e os fundos de investimento, de acordo com o quadro abaixo:

Quadro 1 – Investidores Institucionais



FONTE: Elaboração a partir de Raimundo (2002).

³ O período escolhido para a análise baseou-se na disponibilidade de dados comparáveis entre os países da OCDE e dados do BIS para a alocação dos ativos financeiros dos investidores institucionais.

2.1.1 Companhias de seguro

Segundo relatório do Bank of International Settlements (BIS, 2007), as seguradoras podem ser definidas como as entidades que oferecem no mercado contratos tradicionais, como os seguros de vida, acidentes, de propriedade dentre outros. As seguradoras atuam coletando “prêmios” de seus clientes na venda dos seus contratos e posteriormente investindo este capital tendo em vista seu objetivo de honrar suas obrigações contratuais. Comparado às demais categorias de investidores institucionais, as seguradoras não são totalmente guiadas pelas oportunidades de mercado, visto que desempenham um papel importante nos mercados previdenciários, buscando investir seu patrimônio em papéis de rendimento fixo. Quanto aos riscos incorridos por estes investidores, o maior potencial situa-se na ocorrência de eventos inesperados, como aqueles ligados a catástrofes naturais ou grandes acidentes, os quais acabam por torná-los mais vulnerável ao risco de liquidez (veja Quadro 2).

Quadro 2 – Investidores Institucionais : Indicadores de Perfil de Risco

Variável	Fundos de Pensão	Fundos de Investimento Fechados	Fundos de Investimento Abertos	Seguradoras
Risco de desembolsos futuros	Alto	Alto	Baixo	Controlado com base em estatísticas
Prazo de maturação dos passivos	Longo	Curto	Curto	Curto

FONTE: Raimundo (2002, p. 72).

2.1.2 Fundos de Investimento

Os fundos de investimento, dentre os quais os fundos mútuos, *hedge funds* e fundos de *private equity*, concentram o montante (poupança) financeira dos indivíduos, investindo basicamente em ativos de renda fixa e ações. Os fundos de investimento podem ser do tipo abertos ou fechados, embora a maioria dos fundos seja do tipo aberto, no qual os indivíduos podem aplicar seus recursos e resgatá-los a qualquer momento. Portanto, para os fundos de investimento fechados existe um maior grau de segurança em relação ao fluxo de desembolsos futuros, visto que não permitem a entrada e saída de investidores até uma determinada data enquanto nos fundos de investimento aberto o risco de desembolsos inesperados é maior.

De acordo com o relatório do BIS (2007), os fundos de investimento, ao contrário das outras instituições, suportam os riscos e os rendimentos associados a performance

das suas carteiras, embora não busquem em sua maioria uma estratégia de casar seus ativos com passivos. De acordo com o FMI (2004), a alocação dos ativos dos fundos de investimento reflete simplesmente as decisões dos detentores das cotas dos fundos, os quais são em sua maioria investidores de varejo, incluindo também outros investidores institucionais, empresas e entidades do governo.

2.1.3 Fundos de Pensão

Os fundos de pensão são entidades que coletam e investem as contribuições de empresas e trabalhadores com o objetivo de proporcionar uma renda futura para os indivíduos e suas famílias. Em sua maioria, os fundos de pensão são tipicamente organizados como uma entidade legal separada, podendo ser patrocinados tanto por organizações privadas como por entidades públicas. Segundo Freitas (1998), os planos de previdência complementar, como os fundos de pensão, são em sua maioria constituídos em regime de capitalização, ou seja, os benefícios que são pagos aos participantes são financiados pelos recursos acumulados à partir das contribuições prévias destes, ao contrário das aposentadorias e pensões do regime oficial, que são financiados por meio do sistema *pay-as-you-go* (repartição simples). Além disto, os fundos de pensão podem ser subdivididos, segundo o BIS (2007), em planos de benefício definido (BD) e planos de contribuição definida (CD). No primeiro, o contrato define previamente o benefício que será usufruído pelo trabalhador quando se aposentar – com o benefício dependendo de fatores como anos de serviço e salários. Nos planos de contribuição definida (CD), o patrocinador se compromete a pagar uma proporção fixa do salário, com o valor final da aposentadoria dependendo de variáveis como o total das contribuições (tanto das empresas como dos trabalhadores), assim como da performance da carteira de investimento.

De acordo com o BIS (2007), a principal diferença entre os dois planos consiste em quanto controle o trabalhador possui sobre as diretrizes de investimento dos fundos, visto que nos planos CD o trabalhador responde pela maioria dos riscos e retornos associados à performance da carteira. Por sua vez, nos planos de BD, o risco de insolvência é integralmente assumido pela empresa patrocinadora, no qual esta se compromete no contrato a pagar uma proporção fixa do salário do trabalhador, com o valor final da aposentadoria variando de acordo com os aportes ao fundo e do desempenho dos investimentos. Ainda de acordo com este relatório, a distinção existente entre os planos de BD e CD traz consigo importantes conseqüências para a

alocação dos ativos dos fundos de pensão. Para os planos de CD, por exemplo, não existe em sua maioria uma estratégia definida de casar os passivos com os ativos dos fundos, dependendo a estratégia de investimento destes fundos da preferência de seus participantes em relação aos riscos e retornos associados aos ativos que farão parte da carteira de investimento. Portanto, os riscos do investimento nesta modalidade de plano passa a ser transferido para as famílias, com as variações nos preços dos ativos sendo refletidas no benefício final do indivíduo. Para o FMI (2004), o objetivo destes planos torna-se então assegurar o máximo retorno do portfólio dado um certo nível de risco, o que leva estes fundos a investir mais em ações e ativos externos do que os planos de benefício definido.

Ainda de acordo com o BIS (2007), a maior exposição dos fundos de pensão a investimentos agressivos é em grande parte fruto da mudança de planos de BD para CD. Em geral, os planos de CD passaram a se tornar mais atrativos visto a mobilidade que possuem, ou seja, existe nestes planos a opção de portar os recursos, podendo os recursos dos fundos serem transferidos para outra instituição.

A estratégia de investimento dos fundos de pensão, segundo Freitas (1998), dada a natureza de suas obrigações, deveria basear-se na alocação de seus recursos em ativos de longo prazo e de maior retorno, atentando para o fato de diversificar suas aplicações. Para a autora, a gestão destes fundos se caracteriza por um processo de dois estágios, com o primeiro versando na escolha de um *mix* de ativos (ações, bônus, propriedades, ativos estrangeiros) e o segundo envolvendo a seleção de ativos individuais dentro de cada categoria geral. Ambos os processos têm como objetivo estimar retornos e riscos para o portfólio e serão explorados mais adiante, no decorrer do capítulo.

2.2 Fatores de Crescimento

Geralmente, os fatores apontados como responsáveis pelo crescimento dos investidores institucionais nos mercados financeiros fazem menção ao crescimento demográfico das principais economias capitalistas, especialmente no período após a Segunda Guerra Mundial. Além deste fator, a decadência dos sistemas de previdência social nos países centrais (desmonte do *Welfare state*) também representa importante elemento para exemplificar o crescimento de tais agentes.

No entanto, conforme análise de Clark (2000) *apud* Raimundo (2002), um modelo mais complexo, aliado aos fatores supracitados, torna-se necessário para permitir um melhor entendimento das razões que tornaram os investidores institucionais grandes concentradores da massa de riqueza financeira. Segundo o autor, os fatores que determinaram o crescimento dos investidores institucionais podem ser divididos em três conjuntos, sendo estes os fatores de primeira, segunda e terceira ordem. Os fatores de primeira ordem referem-se basicamente ao arcabouço institucional, dentre os quais:

1.a) Iniciativas que levaram à promoção dos sistemas de seguridade social para algumas categorias de servidores públicos e trabalhadores da iniciativa privada ainda no decorrer do século XIX ou mais recentemente, o Social Security Act de 1935 nos EUA. Estas iniciativas, segundo o autor, despertaram nos indivíduos questões relativas à garantia de uma renda futura no seu período de inatividade, estando intimamente relacionadas com o crescimento das sociedades de consumo de massa e da democracia nas principais economias capitalistas.

1.b) A extensão do período das relações de trabalho, que passam a ter um horizonte de longo prazo, tanto para os trabalhadores dos setores privados como para os do público. O desenvolvimento desta relação permitiu o “alargamento” do período necessário para que os indivíduos pudessem contar com maior planejamento e previsão de suas aposentadorias. Além disto, observou-se que o crescimento dos sistemas de seguridade das entidades públicas acabou por ensejar o estabelecimento de benefícios para o setor privado, visto que ambos competiam pela mão-de-obra disponível.

1.c) Para os países anglo-saxões (especialmente EUA e Reino Unido), a tendência cultural em buscar soluções de mercado e a influência das grandes entidades financeiras (por exemplo, os bancos) acabaram por levar os países a desenvolver um sistema que proporcionasse aos indivíduos uma garantia complementar de renda, visto que a opção alternativa seria ampliar os esquemas de previdência oficial.

Os determinantes de segunda ordem, por sua vez, referem-se:

2.a) O crescimento econômico e demográfico observado principalmente após a Segunda Guerra Mundial, no período conhecido como *Golden age*. Durante estes anos, observou-se um rápido crescimento da renda e das taxas de emprego, o que aliado à uma maior estabilidade nas relações de trabalho propiciaram as condições para o crescimento dos ativos dos investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão.

2.b) Conforme análise de Clark (2000) *apud* Raimundo (2002), a ampliação da chamada legislação antidiscriminação acabou por propiciar um aumento na taxa de cobertura da população, elevando o número de indivíduos cobertos por planos de aposentadoria.

E finalmente, os determinantes de terceira ordem, os quais explicam majoritariamente o crescimento dos ativos dos investidores institucionais, especialmente para os casos dos EUA, Reino Unido e Canadá:

3.a) A incorporação cada vez maior com o passar do tempo dos benefícios de seguro e planos de aposentadoria nos contratos de trabalho, particularmente após o final da Segunda Guerra Mundial.

3.b) A determinação legal de que os fundos de pensão passassem a ser *fully funded*, ou seja, de que possuíssem um equilíbrio do ponto de vista atuarial. As legislações mais importantes nesta área referem-se ao *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) em 1974 nos EUA e do *Social Security Pension Act* em 1975 no Reino Unido.

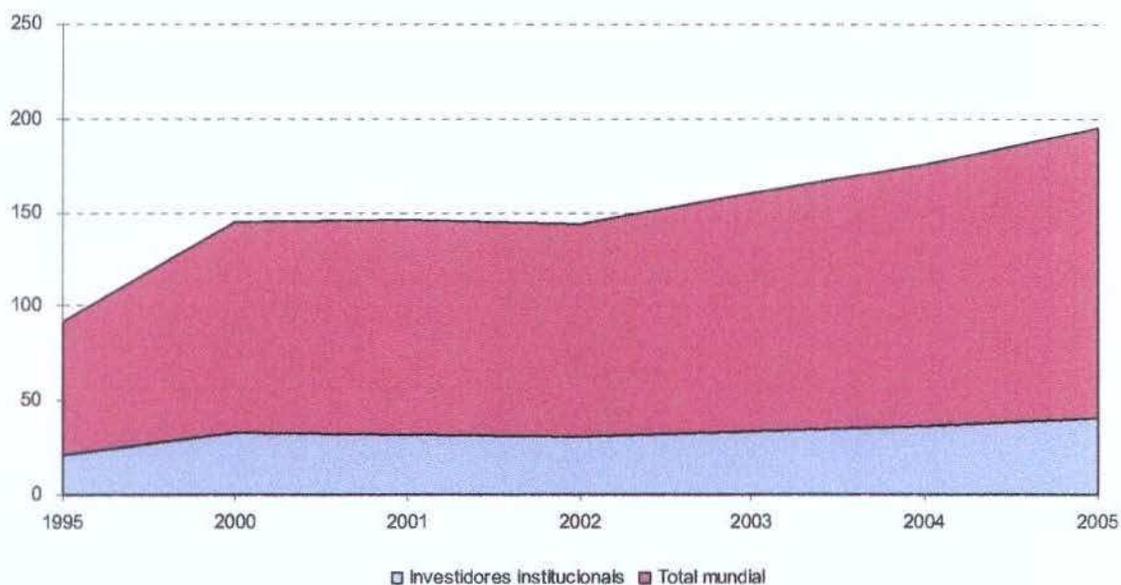
3.c) O arcabouço institucional e legal que permitiu a reunião dos participantes sob uma mesma entidade (agente) levando em conta características comuns como pertencerem à uma mesma categoria profissional.

3.d) O crescimento das companhias de seguro e dos fundos de pensão que possibilitaram o crescimento dos fundos de investimento. Segundo Raimundo (2004), o crescimento dos produtos financeiros especialmente nas décadas de 1980 e 1990 pode ser compreendido como resultado da demanda exercida por outros investidores institucionais por ativos que trouxessem uma maior diversificação para seu portfólio, além da rentabilidade mais elevada.

2.3 Evolução dos ativos dos investidores institucionais (1995-2005)

A evolução do montante da riqueza financeira sob a gestão dos investidores institucionais nos mercados globalizados aumentou de maneira significativa no período estudado. De acordo com o Gráfico 2, pode-se observar a expansão dos ativos financeiros destas instituições quando comparados ao montante total dos ativos financeiros mundiais.

Gráfico 2. Estoque dos ativos financeiros globais (em US\$ trilhões)

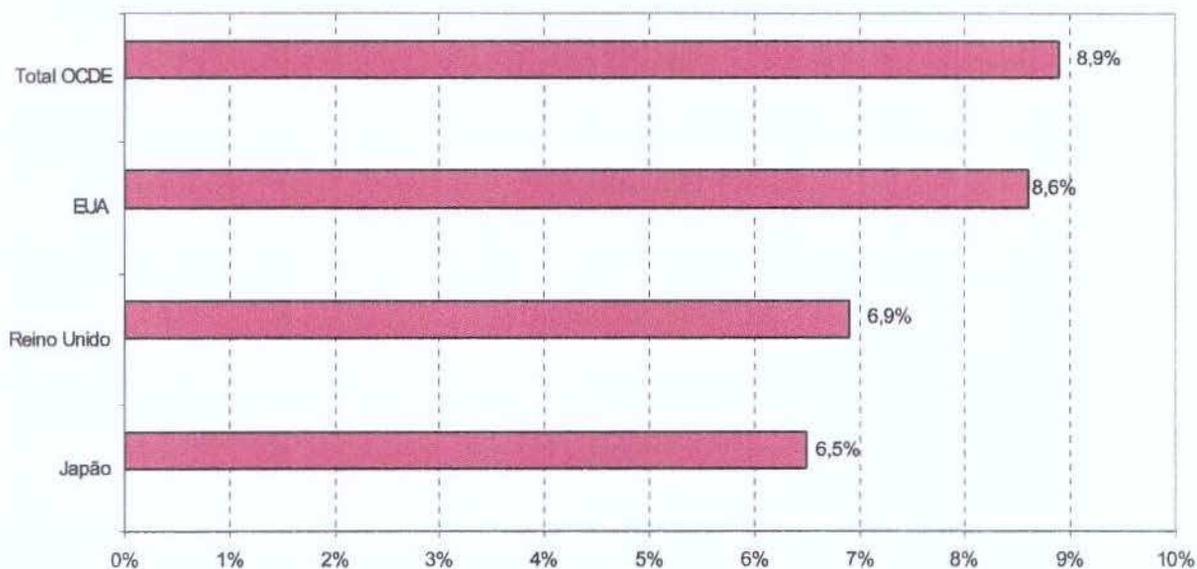


FONTE: Elaboração própria a partir de dados da OCDE e McKinsey.

Segundo dados da OCDE e da McKinsey, os ativos dos investidores institucionais acumulavam US\$ 21,2 trilhões em 1995 enquanto o total dos ativos financeiros mundiais alcançava US\$ 70 trilhões neste mesmo ano. Já no final do período estudado, em 2005, o montante sob administração dos investidores institucionais elevou-se para US\$ 40,3 trilhões, enquanto o total dos ativos financeiros mundiais alcançava US\$ 155 trilhões. Isto representa, do ponto de vista dos investidores institucionais, 30% e 32% do total dos ativos financeiros geridos nos mercados mundiais em 1995 e 2005. Respectivamente, estes dados evidenciam a importância destes atores nos mercados financeiros internacionais e na gestão da riqueza financeira mundial, com suas decisões de investimento afetando cada vez mais os mercados financeiros. Se

considerarmos, ainda, a taxa média de crescimento dos ativos financeiros dos investidores institucionais, estes elevaram seus ativos financeiros em um média de 8,9% a.a. no período analisado, com destaque para os EUA, que acumularam neste período uma taxa média de crescimento de 8,6% a.a., enquanto que países como Reino Unido e Japão cresceram, respectivamente 6,9% a.a. e 6,5% a.a. (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Taxa anual média de crescimento dos ativos dos investidores institucionais (1995-2005)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados da OCDE.

O crescimento dos investidores institucionais, no entanto, não ocorreu de maneira uniforme entre os países da OCDE. Segundos os dados da Tabela 2, em 2005 o total dos ativos dos investidores institucionais na Turquia representavam apenas 6,1% do PIB do país, mesmo padrão observado no México, com uma proporção de 8,2% do PIB.

Tabela 2. Evolução dos ativos dos investidores institucionais nos países-membro da OCDE
(em % PIB)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Austrália	82,6	102,4	122,2	126,0	120,6	141,5
Áustria	43,5	57,6	78,6	87,0	97,9	125,3
Bélgica	31,0	44,3	79,8	84,6	87,0	105,0
Canadá	94,0	118,6	131,6	125,2	122,2	134,1
República Tcheca	16,7	15,5	15,9	13,8	17,1	19,0
Dinamarca	83,2	100,0	120,5	121,1	130,4	172,6
Finlândia	50,4	63,7	90,9	82,5	92,9	120,9
França	75,9	95,0	123,5	129,6	131,6	160,2
Alemanha	56,4	74,6	97,0	99,3	105,2	116,0
Grécia	11,5	23,5	36,2	25,5	23,0	19,3
Hungria (1)	3,4	7,5	11,0	14,2	16,4	24,5
Islândia	...	...	...	105,5	129,5	167,9
Irlanda	...	...	...	334,1	362,8	483,4
Itália	25,9	44,9	96,8	90,6	90,0	97,1
Japão	98,7	101,5	110,8	104,2	117,5	145,2
Coréia	...	...	...	...	64,9	73,9
Luxemburgo (2)	37,1	77,7	104,2	114,2	117,7	149,6
México (1)	1,3	1,3	5,3	6,6	7,4	8,2
Países Baixos	146,0	170,4	197,9	176,3	171,3	201,8
Nova Zelândia	...	...	...	...	...	...
Noruega	42,8	46,4	51,8	43,3	48,0	54,8
Polónia (3)	1,4	2,4	4,4	9,4	15,8	23,6
Portugal (1)	18,1	47,4	53,8	50,6	53,6	63,1
Eslováquia (3)	...	...	...	6,5	9,7	15,6
Espanha	33,5	54,8	63,3	58,0	60,5	66,1
Suécia (2)	48,6	66,9	87,1	127,7	120,5	150,7
Suíça	...	...	206,9	212,5	208,8	253,6
Turquia	0,8	1,2	2,4	3,3	5,5	6,1
Reino Unido	162,1	192,5	224,9	191,8	175,4	207,4
Estados Unidos	140,8	166,9	195,4	177,4	181,7	191,2
Total OCDE (4)	110,2	129,4	152,8	141,5	145,8	162,6

1. Sem fundos de investimentos: Hungria (1995), Portugal (1995) e México (1995).

2. Somente companhias de seguro: Luxemburgo (1995-2005), Suécia (1995-1999).

3. Sem fundos de pensão: Polónia (1995) e Eslováquia (2001 e 2005).

4. Total excluindo os países para quais os dados não permitem base de comparação.

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da OCDE.

No entanto, nas principais economias capitalistas avançadas como EUA, Reino Unido e Japão, os ativos dos investidores institucionais chegam a representar respectivamente, 191,2%, 207,4% e 145,2% do PIB dos países. Em 2005 cabe notar que para determinados países, como o caso da Irlanda, Suíça e Países Baixos, o total dos ativos dos investidores institucionais chega a ultrapassar a proporção de 100%, chegando a 483,4%, 253,6% e 201,8%, respectivamente (ver Tabela 2).

Se levarmos em conta o valor total dos ativos dos investidores institucionais por países, de acordo com a Tabela 3, podemos verificar que em 1995 o montante total correspondia a US\$ 21,2 trilhões, alcançando somente nos EUA US\$ 11,2 trilhões, sendo seguidos por Reino Unido, US\$ 2 trilhões, e Japão, US\$ 4,3 trilhões. Em 2005, o valor total dos ativos dos investidores institucionais alcançava por sua vez US\$ 20,9 trilhões nos EUA praticamente duplicando o valor dos seus ativos, US\$ 3,3 trilhões no Reino Unido e US\$ 7,2 trilhões no Japão.

Tabela 3. Evolução dos ativos dos investidores institucionais nos países-membro da OCDE

(em US\$ bi)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Austrália	273	367	479	523	537	667
Áustria	72	99	145	167	193	260
Bélgica	63	94	178	198	209	264
Canadá	557	744	907	924	945	1.100
República Tcheca	9	8	9	8	10	13
Dinamarca	116	148	186	195	212	294
Finlândia	49	68	105	103	120	167
França	878	1.135	1.578	1.753	1.918	2.310
Alemanha	971	1.320	1.786	1.911	2.019	2.271
Grécia	12	27	44	34	33	30
Hungria (1)	1	3	5	7	9	14
Islândia	...	...	...	10	12	18
Irlanda	...	...	...	341	412	612
Itália	259	462	1.025	1.012	1.010	1.112
Japão	4.386	4.711	5.028	4.874	5.589	7.229
Coréia	...	...	...	...	380	472
Luxemburgo (2)	6	13	19	24	26	36
México (1)	7	7	32	42	48	58
Países Baixos	454	573	727	686	669	821
Nova Zelândia	...	...	...	...	...	...
Noruega	60	72	84	74	84	103
Polónia (3)	2	4	7	16	29	47
Portugal (1)	17	46	57	57	61	72
Eslováquia (3)	...	...	...	1	2	4
Espanha	159	277	350	349	385	450
Suécia (2)	101	145	205	317	312	420
Suíça	...	...	499	537	529	675
Turquia	2	3	6	8	16	20
Reino Unido	2.007	2.527	3.143	2.848	2.732	3.397
Estados Unidos	11.223	14.436	18.400	17.453	18.627	20.908
Total OCDE (4)	21.286	26.612	33.167	32.125	34.214	40.329

1. Sem fundos de investimentos: Hungria (1995), Portugal (1995) e México (1995).

2. Somente companhias de seguro: Luxemburgo (1995-2005), Suécia (1995-1999).

3. Sem fundos de pensão: Polónia (1995) e Eslováquia (2001 e 2005).

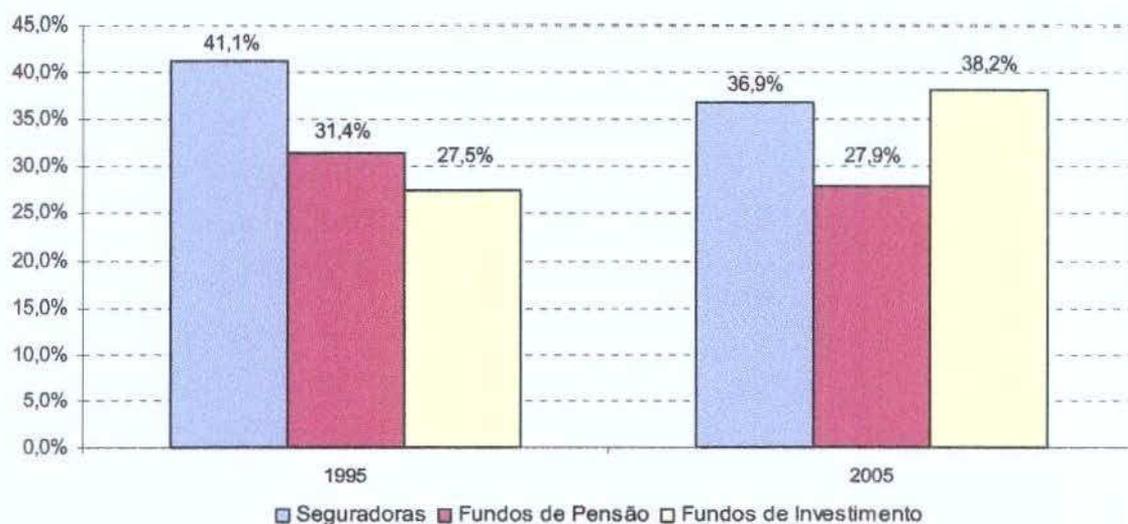
4. Total excluindo os países para quais os dados não permitem base de comparação.

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da OCDE.

A evolução dos ativos dos investidores institucionais, à luz dos fatores anteriormente indicados, pode ser compreendida quando analisamos os dados acima. As condições de primeira ordem e as de segunda ordem se fizeram presentes em todos os países da OCDE levando em conta a exceção do ambiente cultural dos países anglo-saxões (principalmente EUA e Reino Unido) no que se refere às soluções de mercado para a ampliação dos regimes previdenciários. No entanto, conforme observa Raimundo (2002, p. 59), as condições de terceira ordem variam quando levamos em conta principalmente os casos da Alemanha, EUA e Reino Unido. Na Alemanha, a prática conhecida como *book reserve*, ou seja, uma reserva contábil proveniente das contribuições das empresas e dos trabalhadores fez com que os recursos dos investidores institucionais, principalmente os dos fundos de pensão, não fossem totalmente direcionados ao mercado financeiro. Isto, conseqüentemente, acabou gerando a construção de um sistema internalizado, funcionando com uma forma de autofinanciamento para as empresas que patrocinam os planos de pensão. Por outro lado, em países como EUA e Reino Unido, os fatores de terceira ordem foram em sua grande maioria adotados, levando os investidores institucionais à condição de agentes centrais de seus sistemas financeiros (RAIMUNDO, 2002, p. 59).

A participação relativa de cada investidor institucional no total dos ativos, no entanto, não ocorreu de modo uniforme no período considerado. Como podemos observar no Gráfico 4, em 1995 as seguradoras representavam a principal classe de investidores institucionais, com 41,1% dos ativos, sendo seguidas pelos fundos de pensão (31,4%) e pelos fundos de investimento, com 27,5%.

Gráfico 4. Participação relativa dos investidores institucionais (1995-2005)



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do BIS.

Entretanto, quando analisamos os dados de 2005, nota-se uma redução da participação relativa das seguradoras, que passam a deter 36,9%, ante 38,2% dos fundos de investimento, que passam a representar a principal classe de investidores institucionais. Os fundos de pensão, por sua vez, também perdem espaço neste intervalo, declinando de 31,4% em 1995 para 27,9% em 2005. Segundo BIS (2007), devemos levar em conta que dentre os investidores institucionais, as companhias de seguro e os fundos de pensão representam os principais destinos das poupanças das famílias. Se levarmos em conta ainda o cenário futuro do envelhecimento da população e da queda observada nas taxas de fecundidade, uma proporção cada vez maior das poupanças dos indivíduos tenderá a ser alocada nos fundos de pensão privados e nas apólices de seguro, elevando o total dos ativos destes investidores institucionais.

Quando se compara a importância dos investidores institucionais nas principais economias capitalistas, considerando o ativo total destes atores em nível mundial, nota-se que nos EUA, em 2005, os fundos de investimento e os fundos de pensão detinham praticamente a mesma proporção dos ativos, com 54,9% e 56,9% respectivamente, ao passo que as seguradoras representavam 33% (ver Tabela 4).

**Tabela 4. Participação dos investidores institucionais nos países da OCDE
(em % do total dos ativos)**

Países	Fundos de Pensão		Seguradoras		Fundos de Investimento (1)	
	1995	2005	1995	2005	1995 (2)	2005
Austrália	2.2%	4.4%	1.4%	1.4%	0.7%	4.3%
Canadá	3.4%	4.3%	1.9%	2.3%	2.1%	3.0%
Bélgica	0.1%	0.1%	0.9%	1.3%	18.8%	0.7%
França	0.0%	0.2%	7.2%	9.5%	0.4%	8.4%
Alemanha	2.1%	2.2%	8.8%	9.3%	7.3%	1.8%
Itália	0.0%	0.2%	1.3%	3.1%	1.9%	2.8%
Luxemburgo	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	1.8%	10.1%
Países Baixos	4.9%	5.8%	1.8%	2.4%	4.6%	0.8%
Espanha	0.3%	0.7%	0.9%	1.6%	0.9%	2.0%
Japão	10.8%	7.8%	33.7%	19.1%	2.0%	2.9%
Coreia do Sul (3)	0.5%	1.2%	1.2%	1.6%	5.7%	1.2%
México	0.0%	0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%
Cingapura (4)	1.1%	0.6%	0.2%	0.3%	1.8%	1.9%
Suécia	1.3%	0.9%	0.0%	1.6%	0.5%	0.7%
Suíça	0.0%	2.6%	0.0%	1.3%	0.7%	0.7%
Reino Unido (3)	11.2%	11.6%	9.0%	11.7%	2.7%	3.4%
Estados Unidos	62.1%	56.9%	31.5%	33.0%	48.2%	54.9%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

1. Dados referem-se aos ativos dos mutual funds.

2. Dados de 1995 referem-se a 1996.

3. Dados para Coreia e Reino Unido de 2005 referem-se a 2004.

4. Dados de 2000 e 2005 respectivamente.

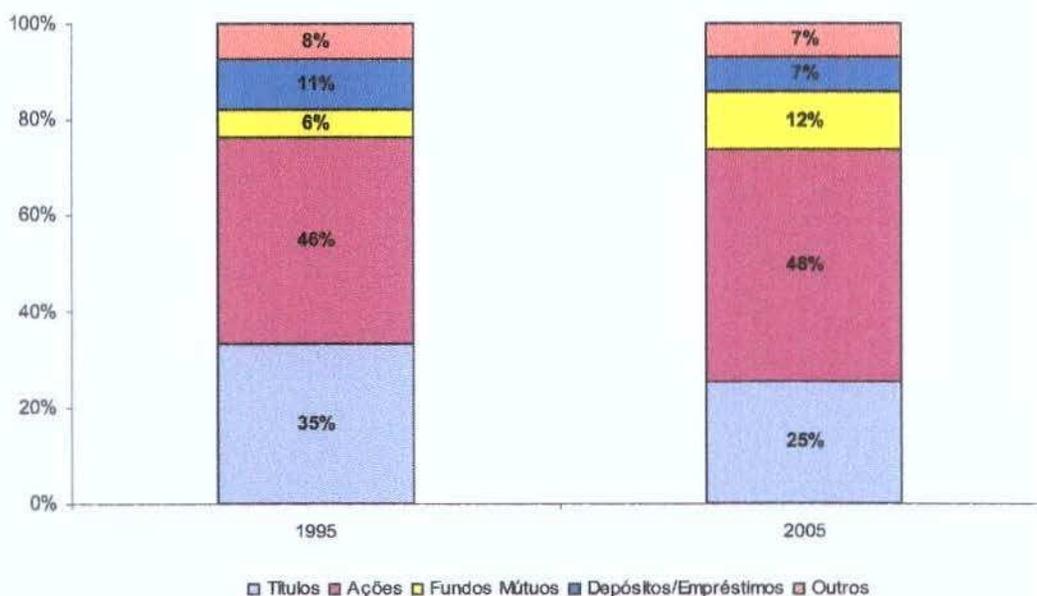
FONTE: Elaboração a partir de dados do BIS.

Entretanto, a análise dos dados do Reino Unido permite observar que as seguradoras e os fundos de pensão representam a principal classe de investidores, com 11,7% e 11,6%, respectivamente. No caso japonês, a Tabela 4 evidencia a perda de participação das tradicionais seguradoras, que passaram de 33,7% em 1995 para 19,1% em 2005, embora ainda representem neste país a principal classe de investidores institucionais. De acordo com o BIS (2007), em países com setores de pensão privados bem desenvolvidos, casos da Austrália,

Canadá, Suíça e EUA, os fundos de pensão tendem a ser as instituições dominantes, chegando a alcançar o montante total de US\$ 13 trilhões. Nos casos específicos da França e Alemanha, as seguradoras lideram a classe dos investidores institucionais visto que nestes países as apólices de seguro representam a principal forma de acumular recursos para a aposentadoria e no qual os fundos de pensão privados são ainda novos ou pouco desenvolvidos.

Para os fundos de pensão, as ações representam grande parte dos ativos investidos (ver Gráfico 5). Em 1995, representavam 46% do total dos ativos dos fundos de pensão, passando em 2005 para o patamar de 48%. Os títulos, por sua vez, perderam participação no período analisado, passando de 35% para 25% entre 1995-2005. Esta mudança reflete a motivação cada vez maior dos investidores institucionais pela busca de lucros privados. Segundo Braga e Cintra (2004), os objetivos destes agentes são estritamente financeiros, concentrando-se na busca da valorização trimestral e anual de seus portfólios. As performances de suas carteiras de investimento são avaliadas com base em horizonte de curto prazo, por meio de relatórios que são confeccionados e publicados mensalmente ou trimestralmente, visando sempre um melhor desempenho do que seus concorrentes.

Gráfico 5. Alocação dos ativos dos fundos de pensão no mundo
(em % do total dos ativos)



FONTE: Elaboração a partir de dados do BIS.

Como podemos observar no Gráfico 5, os fundos de pensão aumentaram sua exposição em fundos mútuos, passando a investir de 12% de seus ativos nestes fundos em 2005, ante 6% em 1995. De acordo com BIS (2007), esta mudança é em grande parte devido à mudança dos fundos de pensão de planos de benefício definido para os de contribuição definida. De acordo com o BIS (2007), esta mudança desempenhou um papel importante na composição da carteira dos fundos de pensão ao gerar uma nova demanda para produtos financeiros, ocasionando uma transformação nas estratégias de investimento e levando a um aumento da procura por serviços especializados de gestão financeira. A maior exposição dos fundos de pensão a ativos como ações e fundos mútuos tende a refletir, segundo o BIS (2007), razões como a obtenção de maior rentabilidade, diversificação de seus investimentos e proteção contra ao aumento do nível de preços da economia.

Os investimentos dos fundos de pensão, quando analisados por países, variam em larga medida, conforme se pode observar na Tabela 5. Os investimentos em títulos representavam menos de 5% do total dos ativos financeiros na Bélgica em 2005, enquanto no México atingiam 97%. Segundo a análise do BIS (2007), uma das razões para tal divergência na alocação dos ativos pode estar relacionada com o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais, além da ausência de restrições quantitativas para os investimentos dos fundos de pensão. Quando comparados às seguradoras (ver Gráfico 6), os fundos de pensão tendem a investir seus recursos mais em ações, embora esta tendência ter sido revertida com a crise financeira de 2008⁴. Os fundos de pensão em países como a Bélgica, Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos aumentaram sua exposição aos fundos mútuos no período considerado, tendência esta também observada no Gráfico 5.

Tabela 5. Alocação dos ativos dos fundos de pensão nos países da OCDE
(em % do total dos ativos)

Países	Títulos		Ações		Fundos de Investimento (1)		Depósitos/ Empréstimos		Outros	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
Austrália	17%	13%	44%	56%	...	...	10%	11%	29%	20%
Canadá	46%	36%	48%	55%	...	...	4%	3%	2%	6%
Bélgica	28%	3%	19%	11%	38%	78%	6%	4%	10%	6%
França	...	5%	...	18%	...	...	...	9%	...	...
Alemanha	24%	16%	1%	2%	20%	33%	52%	46%	3%	3%
Itália	...	59%	...	32%	...	...	...	10%	...	...
Países Baixos	27%	39%	26%	49%	0%	0%	38%	6%	8%	6%
Espanha	63%	46%	4%	22%	...	...	21%	21%	12%	12%
Japão	46%	30%	38%	59%	0%	1%	12%	8%	3%	2%
Coréia do Sul (3)	18%	80%	8%	7%	10%	2%	62%	10%	3%	2%
México	...	97%	...	1%	...	...	...	0%	...	2%
Cingapura (4)	...	92%	...	6%	...	2%	...	0%	...	0%
Suécia	87%	30%	9%	42%	...	...	4%	3%	0%	24%
Suíça	...	35%	...	23%	...	...	...	...	...	...
Reino Unido (3)	15%	21%	69%	42%	10%	28%	4%	3%	2%	7%
Estados Unidos	26%	19%	47%	47%	9%	20%	6%	5%	12%	8%
Total	35%	25%	46%	48%	6%	12%	11%	7%	8%	7%

1. Dados referem-se aos ativos dos mutual funds.

2. Dados de 1995 referem-se a 1996.

3. Dados para Coréia e Reino Unido de 2005 referem-se a 2004.

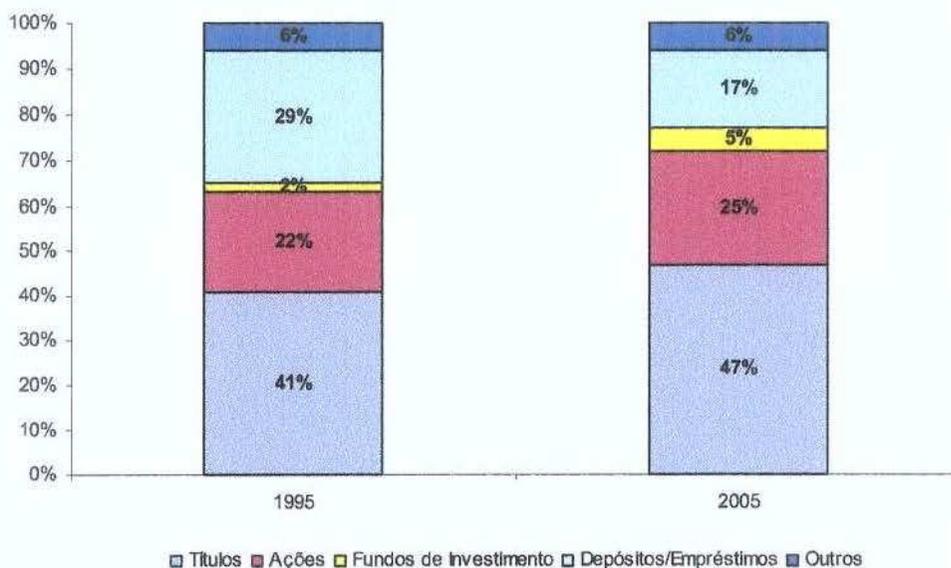
4. Dados de 2000 e 2005 respectivamente.

FONTE: Elaboração a partir de dados do BIS.

⁴ Ver Pension Markets in Focus (dec. 2008)

Já para as seguradoras, de acordo com o Gráfico 6, os títulos representam a principal classe de ativos financeiros, elevando-se de 41% em 1995 para 47% em 2005. Os investimentos em ações também ganharam espaço no período analisado, subindo de 22% para 25% entre 1995 e 2005. Entretanto, a parcela do total dos ativos investidos em depósitos e empréstimos caiu de 29% para 17% entre 1995-2005. A proporção dos recursos investidos em fundos de investimento também acompanhou a tendência dos fundos de pensão, elevando-se de 2% em 1995 para 5% em 2005.

Gráfico 6. Alocação dos ativos das seguradoras
(em % do total dos ativos)



FONTE: Elaboração a partir de dados dos BIS.

Os dados da Tabela 6 permitem analisar os investimentos das seguradoras por países selecionados. Pode-se notar que, no período considerado, as seguradoras em países como Austrália, Canadá e Estados Unidos, aumentaram sua alocação de recursos em ações, com a perda de espaço dos títulos em seu portfólio. No entanto, no Reino Unido, a tendência oposta foi observada, com um aumento do grau de exposição em títulos, passando de 30% para 41% entre 1995-2005. Em países como a Austrália, as ações representam 53% do total dos ativos das seguradoras em 2005, enquanto na Alemanha os investimentos em depósitos e empréstimos representavam 46% do total dos ativos em 2005.

Tabela 6. Alocação dos ativos das seguradoras por países selecionados
(em % do total dos ativos)

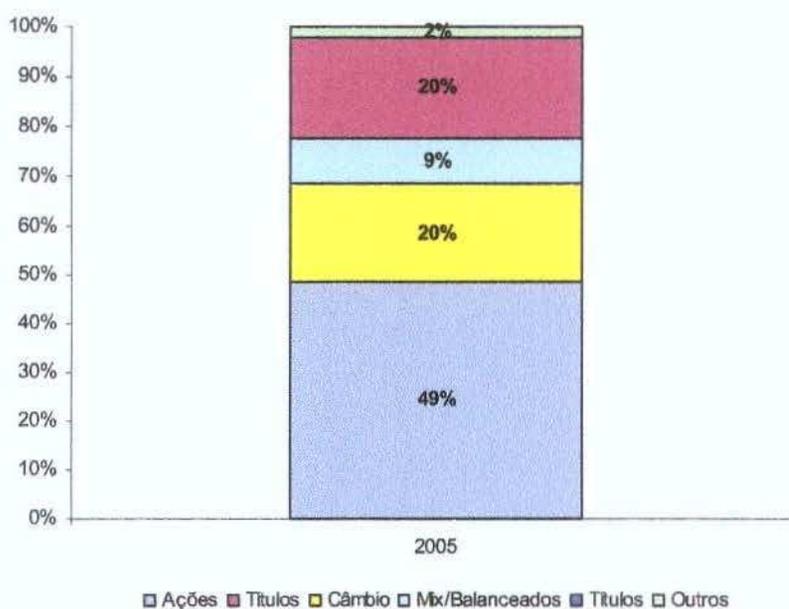
Países	Títulos		Ações		Fundos de Investimento (1)		Depósitos/ Empréstimos		Outros	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
EUA	62%	56%	16%	24%	1%	2%	14%	12%	7%	6%
Reino Unido	30%	41%	53%	33%	8%	10%	8%	11%	2%	6%
Japão	32%	52%	21%	24%	1%	2%	40%	20%	7%	3%
Austrália	41%	30%	41%	53%	...	...	13%	11%	4%	6%
Alemanha	15%	10%	14%	20%	11%	18%	54%	46%	6%	6%
Canadá	53%	51%	13%	26%	...	...	29%	15%	5%	7%
França	59%	52%	14%	14%	0%	14%	14%	7%	20%	12%
Total	41%	47%	22%	25%	2%	5%	29%	17%	6%	6%

1. Dados referem-se aos ativos dos mutual funds.

FONTE: Elaboração a partir de dados do BIS.

Quando analisamos os fundos de investimento, de acordo com o Gráfico 7, as ações representam a principal classe de ativos financeiros, correspondendo a 49% do total dos investimentos dos fundos em 2005. Em seguida, os ativos alocados no mercado de câmbio representavam 20% dos investimentos no mesmo período, igual parcela ocupada pelos investimentos em títulos. Os investimentos denominados mix/balanceados (mix de diversos ativos) ocupavam 9% dos investimentos enquanto os investimentos classificados com outros correspondia a 2% dos ativos dos fundos de investimento.

Gráfico 7. Alocação dos ativos dos fundos de investimento
(em % do total dos ativos)



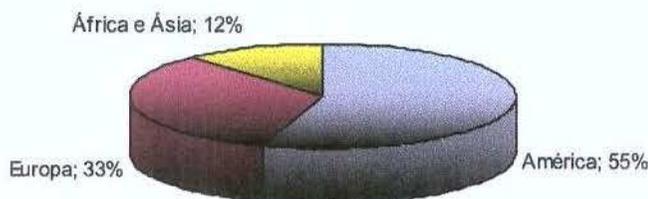
FONTE: Elaboração a partir de dados dos BIS.

De acordo com o FMI (2004), a estratégia de alocação dos recursos dos fundos de investimento reflete majoritariamente a preferência dos cotistas destes, fato este que pode ser observado no Gráfico 7, no qual a grande parte dos investimentos dos fundos aloca-se no mercado acionário, buscando uma melhor rentabilidade. Além disto, ao contrário dos demais

investidores institucionais, os fundos de investimento não precisam ter como estratégia um casamento de seus investimentos com os passivos, visto que os ganhos e perdas dos mesmos são integralmente transferidos para os cotistas.

Segundo dados mais recentes do Investment Company Institute (ICI), a alocação dos fundos de investimento por região indica que a maior parte destes situa-se na região das Américas (Norte, Sul e Central) com 55% do total dos fundos (ver Gráfico 8), enquanto que a Europa contava com 33% e a África e Ásia com 12% do total dos fundos de investimento mundiais.

Gráfico 8. Alocação dos fundos de investimento por região
(em % do total dos ativos)



FONTE: Elaboração a partir de dados dos Investment Company Institute (2009).

2.4 Síntese e Desdobramentos

Os números e indicadores apresentados permitem observar a gestão da riqueza financeira por parte dos investidores institucionais, a qual aumentou rapidamente no período analisado, relevando ainda mais o papel e a importância destes agentes no processo conhecido como “institucionalização da poupança” das famílias. De acordo com Belluzzo e Coutinho (1998, p. 137):

Nos países desenvolvidos as classes médias passaram a deter – diretamente ou através de fundos de investimentos ou de fundos de pensão e de seguro –

importantes carteiras de títulos e ações. O patrimônio típico de uma família de renda média passou a incluir ativos financeiros em proporção crescente, além dos imóveis e bens duráveis.

Assim, tanto as famílias como as empresas e os bancos passaram por meio dos investidores institucionais a terem suas decisões de consumo, investimento e poupança subordinadas ao comportamento dos ativos financeiros. Neste contexto, aliado à intensa informatização dos mercados financeiros, às suas características de liquidez, profundidade e mobilidade, permitiram, juntamente com o crédito bancário, o potencial de formação de bolhas. Portanto, esta ampliação do efeito riqueza implica conseqüentemente na possibilidade de contágio nas variáveis de consumo e investimento da economia.

Segundo Belluzzo e Coutinho (1998), quando os agentes econômicos são surpreendidos por movimentos contrários nos preços, as suas perdas os levam à liquidação de suas posições para protegerem-se contra o risco de mercado e liquidez. De acordo com os autores (p. 141):

A queda muito abrupta e profunda dos preços afugenta os eventuais compradores destes ativos, inviabilizando os seus mercados. Na ausência de um socorro tempestivo do prestador de última instância, a propagação do pânico pode levar à ruptura do sistema de pagamentos e à corrida bancária.

Ademais, cabe notar que as estratégias de alocação dos ativos dos diferentes investidores institucionais impõem aos mercados financeiros uma dinâmica particular. De acordo com Braga e Cintra (2004), o grande volume de recursos mobilizados por estes investidores, em condições de uma realocação dos ativos de seu portfólio, podem acabar por desencadear impactos sobre os preços dos ativos, contribuindo por aumentar a volatilidade dos mercados em que operam. Além disto, os investidores institucionais trabalham com um horizonte de curto prazo, sendo continuamente avaliados por seus desempenhos, em geral por um *benchmark index*. Este processo de avaliação, por sua vez, acaba gerando pressões nos administradores destes fundos para obterem cada vez maiores rendimentos, o que, segundo Freitas (1998), acaba por reduzir o tempo médio de permanência de um mesmo ativo no portfólio. Para Belluzzo e Coutinho (1998, p. 145):

Na busca de bater os concorrentes, de ganhar a dianteira, os administradores de fundos de pensão e fundos mútuos são obrigados a apresentar à clientela produtos financeiros de alta performance. Isto os induz a ampliar o grau de alavancagem e a buscar combustível em outras praças de maior risco e menor grau de informação.

No mais, como os mercados financeiros possuem uma forte tendência para mudanças súbitas de opinião e expectativas, estão sujeitos à assimetria de poder e de informação entre os agentes responsáveis pela “formação de opinião” e aqueles que não a possuem, seguindo a tendência do mercado. Para Belluzzo e Coutinho (1998), dadas estas características estão prontas as condições para a ocorrência de processos miméticos, originando “bolhas especulativas” que são sucedidas por colapsos de preços, contágio em outros ativos e moedas, e finalmente “aversão ao risco”.

Concluindo, o intenso processo de desregulamentação e liberalização financeira, marcado pela predominância da finança direta, tende a exacerbar, segundo Belluzzo e Coutinho (1998), os ciclos de expansão, o que pode levar a situações de sobrevalorização da riqueza e conseqüentes colapsos financeiros. Com a intensa mobilidade e integração entre os mercados de capitais, estas “bolhas altistas” podem ganhar reforços inesperados quanto, ao contrário, provocar efeitos depressivos mais longos, ampliando a instabilidade e o riscos sistêmico.

Capítulo 3 - Os fundos de pensão no Brasil

O presente capítulo tem como objetivo analisar a evolução e o desenvolvimento dos fundos de pensão no Brasil, procurando evidenciar as principais conquistas e desafios destes atores no mercado nacional.

3.1 Histórico

No Brasil, o sistema de previdência complementar surgiu de forma regulamentar com a lei n.º 6.435 em 1977, no contexto internacional da aprovação do *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) nos Estados Unidos. De acordo com Pena (2008), a instituição dos fundos de pensão nasceu da necessidade de regulamentar e canalizar a poupança previdenciária para o desenvolvimento do mercado de capitais no país a partir do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). De acordo com a lei n.º 6.435 de 1977, as entidades de previdência privada podem ser classificadas em duas categorias distintas, a saber: as entidades fechadas e as abertas. As primeiras referem-se exclusivamente aos trabalhadores de uma empresa ou a um grupo destas, enquanto nas entidades abertas o acesso não é exclusivo para um determinado grupo de empregados, podendo o fundo ser patrocinado por uma ou várias empresas. Esta mesma lei também instituiu os órgãos responsáveis e controladores do sistema, no qual a regulamentação normativa é de responsabilidade do Conselho de Gestão da Previdência Complementar enquanto que a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) atua como órgão controlador, concedendo autorizações de funcionamento e implementando as normas adotadas.

As entidades fechadas de previdência complementar originaram-se primeiramente na modalidade de planos de benefício definido, evoluindo durante as décadas de 1980 e 1990 para os planos de contribuição definida e mistos. De acordo com Freitas (1998), a expansão do sistema de previdência complementar ocorreu por meio das entidades fechadas, ou fundos de pensão, primeiramente porque as entidades abertas, em particular as sem fins lucrativos, deram continuidade as antigas pensões e caixas de pecúlio que possuíam um imagem ruim junto ao público, em grande parte devido a sua má gestão e ao não pagamento dos benefícios. No mais, porém não menos importante, a instabilidade econômica nas décadas de 1980 e 1990 no país, marcado pela alta inflação, acabou afetando o cálculo atuarial dos planos de pensão e encarecendo o produto final. Por fim, a alta informalidade do mercado de trabalho

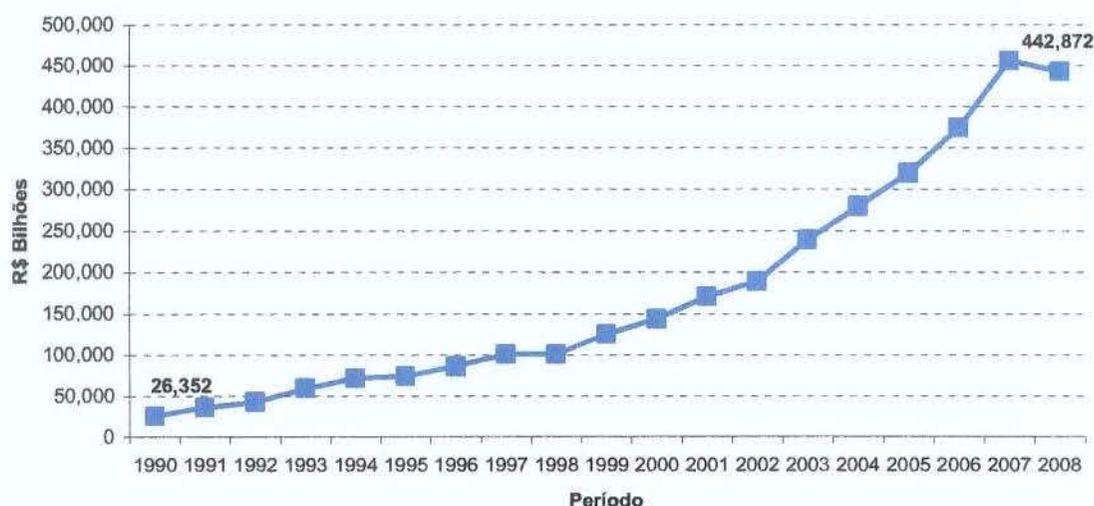
brasileiro, além da grande rotatividade da mão-de-obra, foram fatores que dificultaram o crescimento das entidades abertas.

As leis complementares n.º 108 e 109 de 2001, segundo Pena (2008), trouxeram novo impulso à previdência complementar com o alinhamento às melhores práticas internacionais em termos de novos instrumentos, novos tipos de entidade de previdência complementar, transparência, boa gestão financeira e governança dos fundos de pensão. Particularmente após 2003, as principais mudanças consistiram na possibilidade de portar os recursos dos fundos após a troca do vínculo profissional e no novo regime tributário, o qual instituiu o diferimento fiscal na fase de capitalização de recursos, além da opção da regressividade, combinando alíquotas de imposto de renda com o prazo de acumulação de recursos.

3.2 Características Institucionais

De acordo com os dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (Abrapp) e da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), os fundos de pensão no Brasil possuíam no final do ano de 2008 um patrimônio total de mais de R\$ 442 bilhões, ou seja, aproximadamente 17 vezes o valor total dos ativos acumulados por estas instituições em 1990 (Gráfico 9).

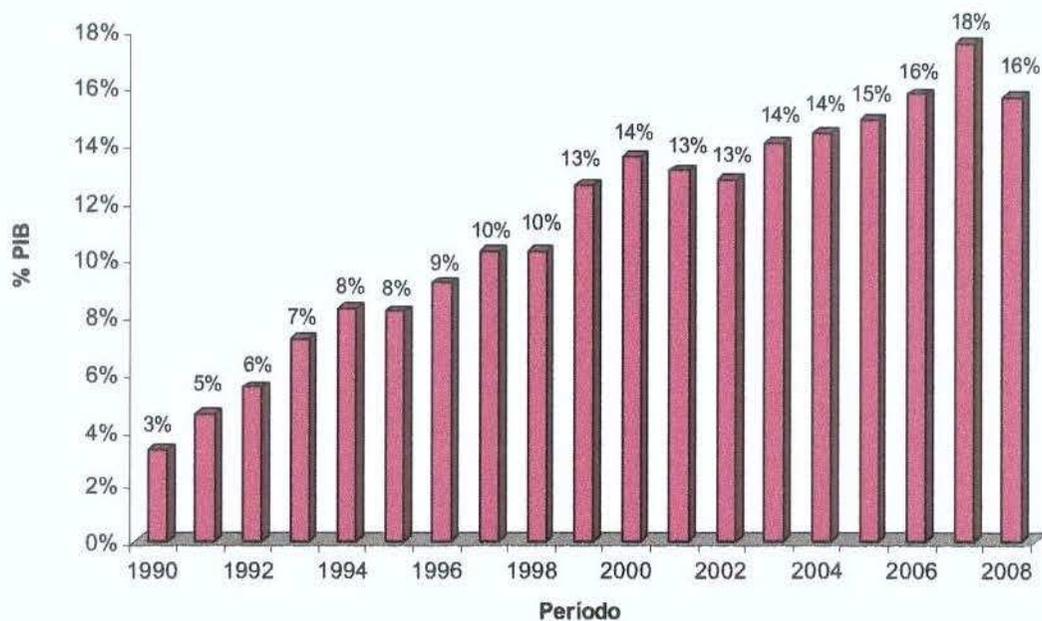
Gráfico 9 – Evolução dos ativos dos fundos de pensão no Brasil



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

Os ativos dos fundos de pensão representavam 16% do PIB em 2008, ante uma parcela de apenas 3% em 1990 (Gráfico 10). No Gráfico 10, pode-se notar um pequeno decréscimo da participação dos fundos de pensão no PIB no período 2007-2008, passando de 18% do PIB em 2007 para os atuais 16% do PIB em 2008, em grande parte devido às perdas ocasionadas pela crise financeira mundial que eclodiu em meados do segundo semestre de 2008.

Gráfico 10 – Participação dos fundos de pensão no PIB



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

De acordo com o relatório Pension Markets in Focus (2008), os países com fundos de pensão com participação no PIB menor do que 20% são classificados como mercados ainda não desenvolvidos, ou seja, não possuem um sistema “maduro” de previdência privada, caso este do Brasil e de vários países da América Latina, com exceção do Chile, no qual os ativos dos fundos de pensão atingiam uma proporção de 64% do PIB em 2008 segundo esta fonte.

Em 2008, existiam no Brasil 369 fundos de pensão, dos quais 287 eram patrocinados pelo setor privado e 82 pelo setor público (Tabela 7). Se levarmos em conta a

participação de cada setor no total, o sistema de previdência complementar brasileiro possuía 78% dos fundos de pensão com patrocínio privado e 22% destes com patrocínio do setor público.

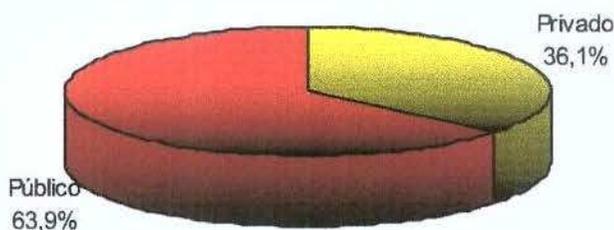
Tabela 7 – Patrocínio dos fundos de pensão por entidades em 2008

Tipo de Patrocínio	Número Entidades	%
Privado	287	78%
Público	82	22%
Total	369	100%

FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da SPC (2008).

No entanto, quando os fundos de pensão são examinados a partir da origem de seus recursos, o total dos ativos do setor público ultrapassa o do setor privado. Segundo o Gráfico 11, 63,9% dos recursos dos fundos de pensão provinham do setor público, dos quais 36,1% originavam-se do setor privado, representando em números absolutos R\$ 283,059 bilhões e R\$ 159,812 bilhões, respectivamente.

Gráfico 11 – Origem dos recursos dos fundos de pensão em 2008 (em % do total dos ativos)



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da SPC (2008).

Quando analisamos os recursos dos fundos de pensão por setores produtivos, podemos observar na Tabela 8 que o setor financeiro predomina durante todo o período analisado, praticamente mantendo sua parcela no total dos recursos destinados aos fundos de pensão. Já o setor de serviços, por sua vez, apresentou redução de 29% para 24,7% entre 1995 e 2008, chegando a representar em 2000 30,3% do total dos recursos dos fundos de pensão. O setor industrial em 1995 foi responsável por 19,9% do total dos recursos destinados aos fundos de pensão, aumentando sua participação durante o período analisado, chegando a alcançar em 2008 uma parcela de 24,0%, embora ainda menor do que a parcela do setor de serviços.

Tabela 8 – Origem dos recursos dos fundos de pensão brasileiros por setores produtivos

Setores	1995	2000	2005	2008
Financeiro	51,2%	49,4%	50,1%	51,3%
Serviços	29,0%	30,3%	26,2%	24,7%
Industrial	19,9%	20,3%	23,8%	24,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

Os dez maiores fundos de pensão de acordo com o total de ativos detidos por estas instituições são apresentados na Tabela 9. Segundo os dados da Abrapp, em 2008 a Previ, fundação do Banco do Brasil, detinha ativos da ordem de mais de R\$ 116 bilhões, acumulando um total de mais de 85 mil participantes. Segundo Freitas (1998), a Previ nasceu inicialmente como um plano do tipo *pay-as-you-go* (repartição simples), mas após a lei n.º 6.435/77 adotou o regime de capitalização com a constituição de um fundo.

Tabela 9 – Ranking dos 10 maiores fundos de pensão no Brasil (2008)

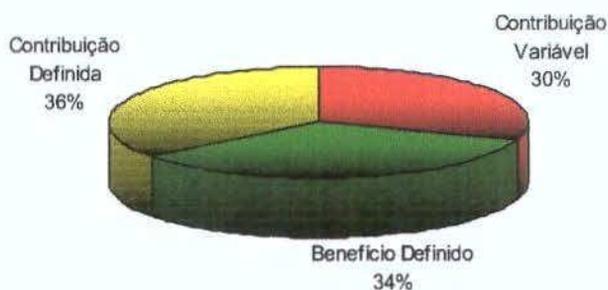
Posição	Fundo	Ativos - R\$ bilhões	Participantes	Dependentes	Assistidos
1	Previ	116,570	85.926	244.947	83.395
2	Petros	39,679	64.076	201.552	54.966
3	Funcef	32,429	65.239	186.588	28.399
4	Fundação Cesp	15,191	17.408	79.443	31.360
5	Valia	9,843	51.175	177.277	21.007
6	Sistel	9,255	21.490	45.725	25.663
7	Itaubanco	9,252	30.221	6.161	5.718
8	Banesprev	8,708	7.554	34.013	21.791
9	Centrus	7,391	120	1.724	1.679
10	Forluz	7,135	10.668	45.494	12.072
Total	-	255,453	473.757	1.022.924	286.050

FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

Em segundo lugar no ranking, aparece o fundo de pensão Petros, patrocinado pela Petrobrás, cuja criação em 1970 também antecedeu a atual regulamentação e acumula ativos da ordem de mais de R\$ 39 bilhões, com mais de 64 mil participantes. O fundo de pensão Funcef, patrocinado pela Caixa Econômica Federal, ocupava em 2008 a terceira posição do ranking, com um patrimônio de mais de R\$ 32 bilhões, cobrindo 65.239 participantes. Em quarto lugar aparece o fundo da Fundação Cesp, com ativos no valor de mais de R\$ 15 bilhões, enquanto a quinta posição é ocupada pelo fundo Valia, patrocinado pela Companhia Vale do Rio Doce, acumulando um patrimônio da ordem R\$ 9,84 bilhões e mais de 51 mil participantes.

Os fundos de pensão no Brasil, quando analisados de acordo com a modalidade dos planos de pensão em 2008, encontravam-se em sua maioria alocados na categoria de contribuição definida/variável de acordo com o Gráfico 12. Os planos de benefício definido correspondiam a 34% do total dos fundos de pensão, enquanto os planos de contribuição definida representavam 36% do total dos planos, indicando a tendência atual para a maior concentração dos planos na categoria de contribuição definida/variável.

Gráfico 12 – Modalidade dos planos de pensão em 2008 (em % total dos planos)



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da SPC (2008).

A Tabela 10 apresenta a distribuição dos fundos de pensão por regiões brasileiras. Pode-se observar uma concentração dos fundos de pensão na região Sudoeste, quando levamos em conta tanto o número de entidades, como o total dos ativos das instituições. Em 2008, portanto, 42% dos fundos de pensão brasileiros encontravam-se alocados nesta região, correspondendo a 41% do total dos ativos do sistema. Em segundo lugar, a região Sudeste aparecia com 18% dos fundos de pensão e 22% do total dos ativos, enquanto que a região Leste ocupava a última posição, com um total de 21 entidades representando 4% do total dos ativos dos fundos de pensão.

Tabela 10 – Quadro regional dos fundos de pensão no Brasil em 2008

Região	Qtde de Entidades	%	Ativos	
			(R\$ bilhões)	%
Centro-Norte	38	10,3	442.921	20%
Leste	21	6%	98.311	4%
Nordeste	29	8%	83.687	4%
Sudeste	67	18%	491.092	22%
Sudoeste	156	42%	910.135	41%
Sul	58	16%	188.568	9%
Total	369	100%	2.214.714	100%

FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

CEDOC - IE - UNICAMP

A composição dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros, de acordo com a Tabela 11, oscilou de forma considerável durante o período analisado. Em 2005, 39,1% dos ativos totais dos fundos de pensão estavam alocados em ações, seguidos pelos investimentos em imóveis, 14,4%, e pelos recursos investidos nos fundos de investimento representando, 12,4%. Como podemos observar, os investimentos em ações perdem espaço durante o período analisado, chegando a uma parcela de 13% em 2008, ante o crescimento dos recursos investidos em fundos de investimento e títulos públicos, com 57,3% e 19,1% do total dos ativos dos fundos de pensão em 2008.

Em 2008, frente à crise global, os fundos de pensão reorientam a composição de suas carteiras de investimento em direção aos ativos com maior grau de liquidez, contribuindo, assim, para as oscilações dos preços das ações. Como podemos observar na Tabela 11, a parcela dos investimentos em ações reduziu-se quando comparamos os anos de 2005 e 2008, enquanto os investimentos em títulos públicos aumentou neste período, indicando uma tendência destes investidores em tentar “proteger” seu patrimônio frente às perdas observadas no mercado de capitais.

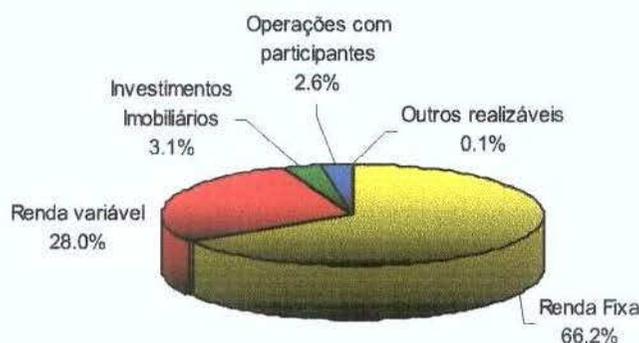
Tabela 11 – Alocação dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil
(em % do total dos ativos)

Tipo de Investimento	1995	2000	2005	2008
Ações	39,1%	23,6%	20,3%	13,0%
Imóveis	14,4%	8,0%	4,0%	3,1%
Depósitos à prazo	11,5%	3,2%	1,1%	2,0%
Fundos de investimento	12,4%	48,1%	56,8%	57,3%
Empréstimos	1,9%	1,8%	1,9%	2,0%
Financiamento imobiliário	4,6%	2,9%	0,8%	0,5%
Debêntures	1,9%	2,0%	1,2%	1,4%
Títulos públicos	3,8%	6,6%	12,1%	19,1%
Outros	2,6%	3,6%	1,6%	1,6%
Operações c/ patrocinadoras	7,8%	0,2%	0,2%	0,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

De acordo com o Gráfico 13, quando agrupamos os investimentos dos fundos de pensão nas categorias de renda fixa e variável, notamos a parcela de 66,2% dos recursos alocados em ativos de renda fixa, percentual este em grande parte determinado pelo contexto econômico brasileiro, caracterizado pela manutenção de altas taxas de juros. Os recursos alocados em ativos de renda variável, por sua vez, ocupavam 28% do total dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros em 2008, seguidos pelos investimentos em imóveis com 3,1% e as operações com participantes, com 2,6% do total dos ativos dos fundos de pensão.

Gráfico 13 – Alocação dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros em 2008 (em % do total dos ativos)



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados da Abrapp (2008).

Em suma, observamos que a evolução do sistema de previdência complementar no Brasil ocorreu de maneira gradual no período observado, acumulando em 2008 um total de mais de R\$ 442 bilhões em ativos, alcançando 16% do PIB. Em sua grande maioria, os fundos de pensão no Brasil constituem-se na modalidade de contribuição definida/variável, evidenciando a tendência mundial observada nos relatórios do BIS (2007) e da OECD (2008). No entanto, apesar da maioria dos fundos de pensão ser de patrocínio privado, o setor público ainda concentra a grande parte dos ativos destas instituições no Brasil. Quanto aos investimentos, notamos que semelhante ao que foi observado no Capítulo 2, os fundos de pensão brasileiros investem a

maioria de seus recursos em ações e fundos de investimento, evidenciando a busca por uma maior rentabilidade e liquidez, o que conseqüentemente pode acarretar maiores perdas em caso de crises financeiras como a de 2008.

3.3 Regulação dos Investimentos

De acordo com Pinheiro, Paixão e Chedeak (2005), o histórico da regulação dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros conheceu, em síntese, duas fases: a primeira, de 1978 até 1994, e a segunda, que perdura até hoje. A primeira fase, segundo os autores, iniciou-se com a Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 460 de 1978, a qual aplicava a fixação de limites mínimos e máximos para aplicação em títulos públicos federais, ações de empresas e imóveis. Esta resolução, por sua vez, tinha como objetivo proporcionar o desenvolvimento e o fortalecimento do mercado de capitais ao estabelecer limites mínimos e máximos para a aplicação dos recursos.

A segunda fase da regulação de investimentos, iniciada em 1994 com a Resolução do CMN n.º 2.109, passou a caracterizar-se pela definição apenas de limites quantitativos máximos de alocação de recursos. Segundo os autores, este novo desenho da regulação tinha como objetivo o financiamento da dívida pública nacional, que via os fundos de pensão como clientes potenciais dos títulos e valores mobiliários emitidos pelo Tesouro Nacional.

Para os autores, o momento atual da economia brasileira e do sistema de previdência complementar traz à luz a discussão da passagem para uma terceira fase de regulação, em que os limites quantitativos perderiam importância, ganhando relevo a elaboração de regras prudenciais, à semelhança da regra do “prudent man” introduzida pelo *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) em 1979. Segundo o ERISA, os fundos de pensão devem ter como objetivo a administração independente e profissional, o investimento mínimo ou nulo na empresa em que o empregado do plano de benefício trabalhe, além de observar o limite de não investir mais do que 5% do total do capital da empresa. De acordo com os autores, a legislação brasileira precisa ser flexibilizada, incorporando aspectos de uma regulação qualitativa e prudencial, promovendo a complementação das regras atuais de investimentos para os fundos de pensão. Atualmente, as regras existentes não contemplam o conceito de flexibilização, e a implantação de uma legislação mais qualitativa e prudencial atuária no sentido de promover a

diversificação, a minimização dos riscos envolvidos e a maximização dos retornos das aplicações dos fundos de pensão.

Passo importante dado nesta direção foi a aprovação da Resolução do Bacen n.º 3.792, de 24 de setembro de 2009, ampliando o espaço de atuação dos gestores dos fundos de pensão para um cenário macroeconômico de inflação controlada, juros reais em queda e crescimento econômico. Neste contexto, as principais alterações foram:

- a) Inclusão das diretrizes para a aplicação dos recursos dos fundos de pensão pelos administradores, como os princípios de segurança, lealdade, diligência e transparência.
- b) Necessidade de certificação de administradores e demais pessoas que participam do processo decisório dos investimentos dos fundos de pensão.
- c) Criação da categoria de investimentos no exterior para os fundos de pensão. Para estes, foi fixado um limite de 10%, o qual será composto pelos ativos e fundos de investimentos registrados na Câmara de Valores Mobiliários (CVM) cujo risco predominante esteja associado ao desempenho de ativos emitidos no exterior. A introdução deste novo segmento converge com a regulação da OCDE (junho de 2009) para a previdência privada, que orienta que a aplicação em ativos emitidos no exterior não deve ser vedada.
- d) Criação da categoria de investimentos estruturados, ou também denominados de alternativos. Os investimentos estruturados reúnem os fundos de investimento (em participação, em empresas emergentes, imobiliários e multimercado) que possuem como característica a possibilidade de realizar operações fora dos segmentos de renda fixa e variável. Para esta nova categoria, foi estabelecido um limite de até 20%, observando-se o sub-limite individual de até 10% em cotas de fundos de investimento imobiliário e em fundos de investimento multimercado.
- e) Redução das regras de limites quantitativos de aplicação de 55 para 30, permitindo uma maior simplificação e diversificação de risco. As modalidades de crédito privado no segmento de renda fixa (CCB, CCCB, notas promissórias etc.) alcançaram um limite máximo de 20%, ampliando-se o limite para 70% no

segmento de renda variável (somente para as empresas listadas no Novo Mercado da BM&F Bovespa). No que se refere às aplicações em imóveis, foi mantido o limite de 8% enquanto que para o segmento de aplicações em empréstimos e financiamento a participantes e assistidos a resolução fixou um limite de 15%.

f) Quanto aos derivativos, o limite de atuação dos fundos de pensão deve ser dado pelo valor das garantias depositadas como margem em câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação, nas quais estas atuam como contraparte central garantidora da operação.

g) Maior responsabilidade fiduciária e diligência para os administradores dos fundos de pensão a partir de modelos proprietários de controle e gestão de riscos. Além disto, outra mudança importante foi na orientação da política de investimento dos fundos de pensão, que deverão levar em conta também os princípios de responsabilidade sócio-ambiental, com a possibilidade de investimentos em certificados de crédito de carbono (RCE).

Portanto, observamos que a Resolução n.º 3.792 do Bacen trouxe importantes avanços no sentido de flexibilizar e simplificar a alocação dos investimentos dos fundos de pensão, reduzindo a quantidade de limites quantitativos restritivos, além de estabelecer a necessidade de certificação para os administradores dos fundos, impondo uma maior responsabilidade fiduciária e transparência na gestão dos recursos. No entanto, faz-se necessário observar, conforme análise de Pinheiro, Paixão e Chedeak (2005), que esta agenda ainda precisa de ajustes, caminhando no sentido de assegurar uma gestão mais prudencial e transparente dos recursos dos fundos de pensão.

3.4 Os fundos de pensão e os investimentos de longo prazo

O possível papel que os fundos de pensão poderiam desempenhar na área de investimentos ligados à infra-estrutura (de transporte, saneamento, telecomunicações etc.) é mencionado por Freitas (1998) e Raimundo (2002). Para Freitas, dada a natureza das obrigações dos fundos, estes deveriam investir seus recursos preferencialmente em ativos de longo prazo, para melhor casamento com os desembolsos atuariais. Para a autora (1998, p.88):

[...] dadas suas características operacionais, são candidatos ideais a desempenhar papel-chave no financiamento da acumulação de capital e, sobretudo, na modernização da infra-estrutura. No entanto, o fato de suas obrigações serem estáveis, previsíveis e de longo prazo não garante por si só o envolvimento dessas instituições com o investimento de longo prazo.

Experiências como a do Chile são citadas como aquelas que obtiveram uma maior participação dos fundos de pensão em projetos ligados à área produtiva. No Chile, em particular, os fundos desempenharam um importante papel na privatização das empresas públicas dos setores de infra-estrutura, e também por meio do financiamento de projetos destinados à modernização das empresas recém-privatizadas. Para a autora, a experiência norte-americana dos fundos de pensão traz importantes reflexões acerca do papel dos fundos de pensão nos mercados globalizados, visto que os mesmos, apesar da natureza previsível e estável de suas obrigações, continuam a concentrar seus investimentos em ativos de curto prazo. Algumas ações do Estado, segundo Freitas (1998), poderiam atuar no sentido de incentivar que os recursos dos fundos de pensão sejam alocados de modo mais produtivo para a sociedade, como a criação de instrumentos financeiros voltados para o financiamento dos investimentos de longo prazo, divulgação dos projetos junto aos administradores dos fundos de pensão, além de uma parceria entre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os fundos de pensão, em uma espécie de co-financiamento dos projetos.

Raimundo (2004) conclui que, por si só, as forças de mercado não representam condições suficientes para direcionar os recursos dos fundos de pensão para projetos como os de infra-estrutura. Discorre que, para que isto aconteça, faz-se necessário a utilização de outra via, que não a de mercado, para realizar tal realocação de investimentos. Para o autor, uma nova formulação institucional seria válida, com o governo e a sociedade trabalhando por um ambiente macroeconômico, legal e político adequado. Acima de tudo, o autor defende como um ponto-chave a mudança no comportamento dos participantes dos fundos de pensão:

[...] os fundos passem a ter como meta não apenas o máximo retorno financeiro de curto prazo dado um nível de risco aceitável, mas sim possam empenhar-se em investimentos que tragam um retorno para toda a sociedade e que, ao melhorar as condições de realização do capital, acabe por beneficiar aos próprios fundos de pensão e a seus participantes, fortalecendo seus retornos a longo prazo (RAIMUNDO, 2004, p.27).

Cabe salientar, ainda, que o sistema de previdência complementar brasileiro possui um longo caminho a percorrer, incluindo a adaptação às mudanças decorrentes da

transição demográfica, que ao aumentar a expectativa de vida dos participantes, torna necessária a compatibilização das políticas públicas para a previdência complementar. Dados recentes do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostram que no ano de 2050 a população brasileira será de 259,8 milhões de pessoas, com uma expectativa de vida em torno de 81 anos, o que fará com que 18% do total da população seja de brasileiros maiores de 65 anos. Tendo em vista este cenário, torna-se fundamental o incentivo do Governo Federal para o desenvolvimento do sistema de previdência complementar, proporcionando proteção social aos idosos.

Além disto, os fundos de pensão brasileiros, à semelhança da experiência internacional observada no Capítulo 2, também constituem-se em sua maioria de planos de contribuição definida/variável, o que sinaliza um maior risco por parte das famílias, visto que as variações nos preços dos ativos acaba sendo refletida no benefício final do indivíduo. Em consequência disto, os fundos de pensão tendem a realizar investimentos mais agressivos, buscando maior rentabilidade em ativos como as ações ou alocando seus recursos em fundos de investimento. Essa estratégia, conforme observamos nos Capítulos 1 e 2, traz consigo importantes modificações nos mercados financeiros, visto que estes atores concentram grande volume de recursos e em condições de incerteza, uma realocação dos ativos de seu portfólio pode acabar por desencadear impactos sobre os preços dos ativos, contribuindo por aumentar a volatilidade dos mercados em que operam.

Concluindo, com a conquista recente do selo de grau de investimento da economia brasileira, um novo contexto econômico no que se refere às aplicações financeiras dos recursos dos fundos de pensão pode ser explorado. Ainda que grande parte dos recursos dos fundos de pensão brasileiros estejam investidos em ações, fundos de investimento e títulos públicos, um maior papel para estes atores no financiamento do desenvolvimento pode ser explorado. Segundo Pena (2008), com a tendência de redução da taxa de juros de longo prazo, novos instrumentos para a aplicação dos recursos dos fundos de pensão podem ser utilizados. Para o autor, a agenda para o setor vem tornando-se mais complexa e deve passar nos próximos anos pela educação financeira e previdenciária dos participantes, por uma nova planificação contábil alinhada ao novo padrão internacional, por regras mais ampliadas de solvência e liquidez e por uma regulação de investimentos mais flexível e harmonizada com o quadro econômico.

Conclusões

O presente trabalho teve como objetivos analisar o papel e a importância dos investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão, focando no papel cada vez mais importante desempenhado por estas instituições nos mercados financeiros internacionais e na gestão da riqueza financeira mundial. Atenção particular foi dada ao caso brasileiro.

Pôde-se observar que o cenário do desenvolvimento de tais atores está intimamente relacionado com a acirrada concorrência nos mercados financeiros e com a perda da importância relativa das instituições de depósito. A dissolução do acordo de Bretton Woods, juntamente com o desenvolvimento do euromercado e das praças *off-shore*, bem como o aparecimento de novos produtos financeiros, marcam a ascensão de um padrão de gestão e realização da riqueza a partir de uma lógica eminentemente “rentista”, no qual as famílias passam a deter carteiras de ações e títulos por meio de fundos de investimento e pensões, sendo diretamente afetadas pelas mudanças no mercado de capitais.

Os dados e indicadores apresentados no Capítulo 2 evidenciam o potencial da gestão da riqueza financeira por parte dos investidores institucionais, o qual aumentou rapidamente no período analisado, relevando ainda mais o papel e a importância destes atores no processo conhecido como “institucionalização das poupanças individuais”. Ademais, cabe notar que as estratégias de alocação dos ativos dos diferentes investidores institucionais impõem aos mercados financeiros uma dinâmica particular. O grande volume de recursos mobilizados por estes investidores faz com que realocações de portfólios possam desencadear impactos sobre os preços dos ativos, contribuindo por aumentar a volatilidade dos mercados em que operam.

Finalmente, observamos que a evolução dos fundos de pensão no Brasil ocorreu de forma gradual durante o período 1990-2008, acumulando ativos da ordem de mais de R\$ 442 bilhões em 2008. No entanto, o potencial de crescimento para os fundos de pensão no Brasil ainda é grande, e a agenda passará conseqüentemente por uma regulação mais qualitativa, educação financeira dos participantes e compatibilização das políticas públicas para a previdência complementar.

BIBLIOGRAFIA

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA (Abrapp). **Informe Estatístico de 2008**. São Paulo, 2008. Disponível em www.abrapp.org.br. Acesso em 14.11.2009.

ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**. São Paulo: Unesp, 1996, p.87-162.

BELLUZZO, L.G. M. O dinheiro e as transfigurações da riqueza: uma economia política da globalização. In: FIORI, J.L.; TAVARES, M. C. (orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p.151-193.

_____. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 1, p. 11-20, jun. 1995.

BELLUZZO, L.G.M; Coutinho, Luciano. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, p. 138-150, dez. 1998.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Quartely Review**. Basileia: BIS, 2009. Disponível em: www.bis.org. Acesso em 01.10.2009.

_____. **Institutional Investors, global savings and asset allocation**, CGFS Papers n.27. Basileia: BIS, 2007. Disponível em: www.bis.org. Acesso em 14.10.2009.

BLOMMESTEIN, H.J.; BILTOFT, K. Trends, Structural Changes and Prospects in OECD Capital Markets. In: OECD. **The new financial landscape – forces shaping the revolution in banking, risk management and capital markets**. Paris, 1995.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza no capitalismo. In: FIORI, J.L.; TAVARES, M. C. (orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997. p.195-242.

BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos A.M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J.L. (org.). **Poder americano**. São Paulo: Vozes, 2004.

CHESNAIS, F. Introdução Geral. In CHESNAIS, F. (org). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998a, p.11-33.

_____. Mundialização Financeira e vulnerabilidade sistêmica. In CHESNAIS, F. (org). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998b, p.249-293.

CHESNAIS, F. (org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005, p.17-33.

CINTRA, M.A.M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 10, p. 111-139, jun. 1998.

FAHRI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.13, p. 93-114, dez.1999.

_____. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.17, p. 55-79, dez.2001.

_____. **O futuro no Presente: um estudo dos derivativos financeiros**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, cap. 2, 1998. (Tese de Doutorado)

FARNETTI, R. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, F. (org). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998, p.183-210.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Global Financial Stability Report**. Washington: FMI, cap.3, set. 2004.

_____. **Global Financial Stability Report**. Washington D.C.: FMI, cap.3, set. 2005.

FREITAS, Maria Cristina P. de. Os fundos de pensão e o financiamento da Infra-estrutura. In IPEA. **Infra-estrutura: perspectivas de reorganização; financiamento**. Brasília: IPEA, 1998, v.4.

GABAS, Carlos Eduardo. Aspectos Gerais da Gestão dos Fundos de Pensão. In: Abrapp/ICSS, Sindapp. **Gestão Estratégica dos Fundos de Pensão**. São Paulo, 2008, p. 79-98. Disponível em www.previdencia.gov.br. Acesso em 14.11.2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Projeção da população do Brasil por sexo e idade 1980-2050**. Rio de Janeiro, IBGE, 2008. Disponível em www.ibge.gov.br. Acesso em 14.11.2009.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI). **Worldwide Mutual Funds Assets and Flows**. Washington: ICI, 2009. Disponível em: www.ici.org. Acesso em 14.11.2009.

HUDSON, J. **Superimperialism: The Origins and Fundamentals of US Dominance**. London: Pluto Press, 2003.

INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON (IFLS). **Fund Management Report**. London: IFLS, 2009. Disponível em: www.ifls.org.uk. Acesso em 14.10.2009.

OLIVEIRA, G.C. de. Financeirização da riqueza e dinâmica econômica. **Ensaio FEE**, v. 30, 2009.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Global Pension Statistics**. Paris: OECD, 2009. Disponível em www.oecd.org. Acesso em 15.10.2009.

_____. **Pension Market in Focus**. Paris: OECD, dez. 2008. Disponível em www.oecd.org. Acesso em 14.10.2009.

PENA, Ricardo. Previdência Complementar no Brasil: história, evolução e desafios. *Revista Fundos de Pensão*, São Paulo, n. 340, p. 13-15, mai. 2008. Disponível em www.previdencia.gov.br. Acesso em 14.11.2009.

PINHEIRO, Ricardo; PAIXÃO, Leonardo; CHEDEAK, J.C.S. Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios. **Revista de Previdência da UERJ/Faculdade Direito/CEPED**, nº 3, 2005.

PLIHON, Dominique. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, F. (org). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Bitempo, 2005, p. 133-151.

_____. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.5, p. 61-78, dez.1995.

RAIMUNDO, Lício da Costa. O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infra-estrutura urbana brasileira no século XXI. Campinas: IE/UNICAMP, 2002 (Tese de Doutorado).

ROBERTS, R. Por dentro das Finanças Internacionais. *Guia Prático dos Mercados e Instituições Financeiras*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000, p. 55-75.

SECRETÁRIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (SPC). **Informe Estatístico da Secretária de Previdência Complementar**. Brasília, 2008. Disponível em www.previdencia.gov.br. Acesso em 14.11.2009.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.2, p.237-253, jun. 2002.

TAVARES, M. da Conceição; BELLUZZO, L.G.M. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI J.L. (org.). **Poder americano**. São Paulo: Vozes, 2004.