

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**FUNDOS DE PENSÃO: DESAFIOS DA GESTÃO DE  
INVESTIMENTOS EM CENÁRIO DE JUROS BAIXOS**

MAÍRA RODRIGUES DA SILVEIRA

matrícula nº.: 107326204

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

ABRIL 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**FUNDOS DE PENSÃO: DESAFIOS DA GESTÃO DE  
INVESTIMENTOS EM CENÁRIO DE JUROS BAIXOS**

---

MAÍRA RODRIGUES DA SILVEIRA

matrícula nº.: 107326204

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

ABRIL 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por permitir que eu completasse mais essa etapa em minha vida.

À minha família, pelo apoio que me deram ao longo de toda minha jornada na faculdade.

Ao meu namorado Renan, que sempre esteve ao meu lado durante todo o curso, me incentivando a aprimorar cada vez mais meus conhecimentos.

Aos meus colegas de faculdade, em especial: Igor, Clara, Íris, Carol, Natália e Suzana, que compartilharam minha aflição na construção desse trabalho.

Ao meu orientador Ary Barradas, por toda a atenção dispensada.

## RESUMO

A mudança nas taxas de juros, decorrente da crise americana do subprime, alterou as categorias de investimento e modificou o apetite dos investidores, sobretudo os fundos de pensão, redirecionando tais investimentos para novos segmentos. No Brasil, os investimentos alternativos que ganharam destaque no pós-crise, e que vem crescendo atualmente, são os Fundos de Capital de Risco (*Private Equity* e *Venture Capital*), e este trabalho possui como objetivo fazer uma análise sobre a aproximação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) à esta nova indústria, uma vez que poderão se tornar importantes investidoras nesse segmento. Serão apresentadas também as modificações nas resoluções que regem os fundos de pensão e as flexibilizações no aparato institucional que possibilitaram a ampliação do investimento neste novo segmento de mercado. Adicionalmente, serão mostradas as peculiaridades da Previdência Complementar, como esta surgiu e como está estruturada no Brasil, com destaque para as EFPC. Por fim, será feita uma análise sobre os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, explicitando de que forma esse fundos se desenvolveram no mundo e como vêm se desenvolvendo no Brasil como principal fonte de investimento alternativo, com destaque a relevância destes como importante fonte de fomento econômico.

## **ABSTRACT**

The subprime crisis of U.S. changed the interest rates. Consequently, changed the investment categories and investor appetite, especially pension funds, redirecting investments to such new segments. In Brazil, alternative investments that gained prominence after subprime crisis, and have been growing nowadays, are the Venture Capital Fund, and this work has as objective an analysis on the approximation of Pension Funds to this new industry, since they can become major investors in this segment. Also, will be presented the resolutions governing pension funds changes and the institutional flexibilities that allowed the growth of investment in this new market segment. Additionally, will show the characteristics of Pension Funds, how this came about and how they are structured in Brazil, highlighting the Close Pension Funds. Finally, an analysis is made of Private Equity and Venture Capital, explaining how the funds were developed in the world and how they are developing in Brazil as the main source of alternative investment, highlighting their importance as a major source of economic development.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ABDI: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

ABVCAP: Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

APEX-Brasil: Agência Brasileira de Promoção de Exportação e Investimentos

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CCB: Cédula de Crédito Bancário

CCE: Cédulas de Crédito à Exportação

CCI: Certificado de Crédito Imobiliário

CCR: Cédula de Crédito Rural

CDB: Certificado de Depósito Bancário

CDCA: Certificado de Direito Creditória de Agronegócio

CMN: Conselho Monetário Nacional

COPOM: Comitê de Política Monetária do Banco Central

CPR: Cédula de Produto Rural

CRA: Certificado de recebíveis do agronegócio

CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DPGE: Depósito a prazo com garantia especial do FGC

EFPC: Entidades Fechadas de Previdência Complementar

FED: Federal Reserve

FGC: Fundo Garantidor de crédito

FIC DE FIDIC: Fundos de Investimento em cotas de FIDIC

FIDIC: Fundo de Investimento em Direitos creditórios

FIEE: Fundo de Investimento em Empresas Emergentes

FIEX: Fundo de Investimento em dívida externa

FIM: Fundo de Investimento Mobiliário

FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos

FIPs: Fundos de investimentos em participações

FMIEE: Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

GVcepe : Centro de Estudos em Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas

ICVM: Instrução CVM

IPO: *Initial Public Offering*

NCE: Notas de Crédito à Exportação

PE: *Private Equity*

PIB: Produto Interno Bruto

PIPE: *Private Investment in Public Equity*

RCE: Certificados de Reduções Certificadas de Emissão ou Certificados de Créditos de Carbono

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia

VC: *Venture Capital*



## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Evolução do Ativo Total das EFPC (em R\$ bilhões nominais) .....	27
<b>Gráfico 2:</b> Evolução da meta selic no Brasil .....	32
<b>Gráfico 3:</b> Percentual de investidores que pretendem alterar sua exposição em investimentos alternativos .....	41
<b>Gráfico 4:</b> Percentual de investidores que já estão investindo ou pretendem investir em ativos alternativos .....	41
<b>Gráfico 5:</b> Evolução do IBOVESPA entre 1998 e 2007 .....	49
<b>Gráfico 6:</b> Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil como percentual do PIB brasileiro .....	50
<b>Gráfico 7:</b> Evolução dos FIPs no Brasil .....	54

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Distribuição Regional das EFPC, classificadas por tipo de patrocínio.....	22
<b>Tabela 2:</b> Número de patrocinadores e população das Entidades Fechadas de Previdência Complementar .....	23
<b>Tabela 3:</b> Participação do ativo total das EFPC no PIB .....	28
<b>Tabela 4:</b> Ativos financeiros das entidades fechadas de previdência complementar, segundo s modalidades de investimento - 2007/2009 .....	29
<b>Tabela 5:</b> Quadro comparativo – limites de alocação Renda fixa .....	35
<b>Tabela 6:</b> Quadro comparativo – limites de alocação Renda Variável .....	35
<b>Tabela 7:</b> O universo dos investimentos .....	39
<b>Tabela 8:</b> Comparação das taxas de crescimento das vendas e do emprego entre companhias investidas por PE/VC e companhias não investidas, crescimento % anual médio .....	51
<b>Tabela 9:</b> Distribuição do capital comprometido em 2004 por classe de investidor .....	55

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO I - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>14</b>
I.1 – VISÃO CONVENCIONAL .....	14
I.2 – VISÃO PÓS-KEYNESIANA .....	14
<b>CAPÍTULO II – UMA ABORDAGEM SOBRE A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL</b> .....	<b>17</b>
II.1 - A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR .....	17
<i>II.1.1 - Aspectos gerais da Previdência Complementar no Brasil</i> .....	17
<i>II.1.2 - As Entidades Abertas de Previdência Complementar</i> .....	19
<i>II.1.3 - As Entidades Fechadas de Previdência Complementar</i> .....	21
II.2 - A IMPORTÂNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	23
<i>II.2.1 – Aspectos sociais dos fundos de pensão</i> .....	24
<i>II.2.2 - Aspectos econômicos dos fundos de pensão e sua contribuição para o crescimento sustentável</i> .....	25
<b>CAPÍTULO III - MUDANÇA NAS PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTO</b> .....	<b>30</b>
III.1 – A CRISE AMERICANA DO SUBPRIME.....	30
<i>III.1.1 - Impactos sobre a economia brasileira</i> .....	31
III.2 – FLEXIBILIZAÇÃO – A NOVA RESOLUÇÃO DE REGIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO .....	33
III.3 – AS NOVAS ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO .....	37
<i>III.3.1 - O novo portfólio institucional</i> .....	39
<b>CAPÍTULO IV - UMA ABORDAGEM SOBRE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL</b> .....	<b>42</b>
IV.1 – SURGIMENTO DOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY.....	43
<i>IV.1.1 - No mundo</i> .....	43
<i>IV.1.2 - No Brasil</i> .....	45
IV.2 – IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS E PE/VC NO BRASIL.....	48
<i>IV.2.1 - PE/VC como motor de fomento</i> .....	50
<i>IV.2.2 - Determinantes e limitantes para a consolidação do PE/VC</i> .....	51
<i>IV.2.3 - Principais investidores dos fundos de PE/VC</i> .....	54
<i>IV.2.4 - Estruturação dos Fundos de Private Equity</i> .....	55
<i>IV.2.4.1 - Captação de recursos</i> .....	56
<i>IV.2.4.2 - Identificação e seleção de oportunidades</i> .....	56
<i>IV.2.4.3 - Estruturação e execução dos investimentos</i> .....	57
<i>IV.2.4.4 - Gerenciamento do portfólio</i> .....	58
<i>IV.2.4.5 - Período de desinvestimento</i> .....	58
IV.3 – CENÁRIO ATUAL E PERSPECTIVAS FUTURAS .....	59
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>61</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>63</b>



## INTRODUÇÃO

As Entidades Fechadas de Previdência complementar representam hoje os grandes investidores institucionais e respondem por uma importante fatia dos investimentos no país. Tradicionalmente os fundos de pensão vinham investindo, quase que exclusivamente, nos segmentos de renda fixa em virtude da rigidez das resoluções que regem esse tipo de investidor qualificado.

O estouro da bolha imobiliária no mercado norte americano, fenômeno conhecido como crise do *subprime*, impactou investidores no mundo inteiro, inclusive no Brasil. Se por um lado, o baixo percentual de ativos no exterior permitido aos fundos de pensão os protegeu de uma grande catástrofe; por outro, as modificações nas taxas de juros, decorrentes dos impactos macroeconômicos sofridos, alteraram a relação risco/retorno dos investimentos, abrindo espaço para novas mudanças no setor de Previdência Complementar Fechada no Brasil.

A nova resolução que rege os fundos de pensão (Resolução 3.792 do CMN) flexibilizou os investimentos ampliando os limites na aplicação de renda variável. Esse fato se configurou como um grande passo adiante e possibilitou uma maior aplicação nos chamados investimentos alternativos, mais atrativos pelas maiores taxas de retorno alcançáveis.

Entre os investimentos alternativos verificados no período de pós-crise americana destaca-se o segmento de Capital de Risco, classificado em dois tipos: i) *Private Equity* (PE): investimento privado em ações de empresas de médio e grande porte; e ii) *Venture Capital* (VC): investimento privado em ações de pequenas e médias empresas com grande potencial de crescimento.

Nos últimos anos, esse seguimento apresentou taxas de crescimento expressivas, contribuindo, sobretudo, para a abertura de capital de diversas empresas. Além disso, o seguimento de PE/VC também vem se mostrando uma importante fonte de crescimento econômico na medida em que fomenta a formação de novas empresas, gerando novos empregos. As conseqüências desse fato são disseminadas por toda cadeia produtiva.

No Brasil, o desenvolvimento desses fundos poderá ampliar de forma mais consistente o número de empresas no país, representando assim, o surgimento de uma interessante fonte

de investimento de longo prazo para pequenas e médias empresas, beneficiando o crescimento da economia como um todo.

Dentro desse contexto, esta monografia busca proporcionar uma análise sobre quais os investimentos alternativos se mostraram interessantes após as conseqüências da crise americana do *subprime*, com destaque para a indústria de Capital de Risco, caracterizada pelos fundos de PE/VC.

Procura-se também definir o que são as EFPC, quais são os seus aspectos sociais e econômicos e como estão estruturadas no Brasil.

Por último, busca-se o entendimento das motivações e dificuldades da inserção dos investimentos em PE/VC no Brasil e como estes se caracterizam atualmente.

No que diz respeito à estrutura da monografia, o estudo encontra-se organizado em quatro capítulos. No capítulo 1, é feita uma contextualização teórica abordando duas visões sobre o papel do investimento na economia. No Capítulo 2 são descritas as características da Previdência Complementar, como esta se encontra estruturada no Brasil, bem como a importância econômica e social dos fundos de pensão. Já o Capítulo 3 faz um breve resumo do que foi a crise norte americana do *subprime*, quais as suas conseqüências na economia brasileira e nos regimes dos fundos de pensão e quais novas alternativas de investimentos se mostraram interessantes. E, por fim, o Capítulo 4 faz uma análise sobre os Fundos de PE/VC, demonstrando ser este o segmento mais relevante entre os investimentos alternativos no atual cenário, fazendo ainda uma abordagem sobre as perspectivas futuras.

# **CAPÍTULO I - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

## **I.1 – VISÃO CONVENCIONAL**

A visão convencional, conhecida como visão clássica, preconiza que o fluxo de recursos direcionado a aquisição de títulos na economia corresponde à parcela de renda não consumida pelos agentes, ou seja, corresponde a poupança (LOPES & VASCONCELLOS, 2006).

Nessa visão, os teóricos clássicos defendem que o financiamento do investimento está diretamente identificado com as poupanças individuais, sendo essa última condição necessária para que ocorra tal investimento. O papel do sistema financeiro, dentro desse contexto, é apenas de intermediação financeira, isto é, transferência de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Assim, o mercado financeiro é visto apenas como um mero intermediador de poupanças.

O crédito, por sua vez, é tratado como um fenômeno de desequilíbrios, podendo também estar ligado a imperfeições na intermediação financeira, tais como, estruturas não competitivas ou distribuição ineficiente de informações. (STUDART, 1993)

A função do mercado financeiro nessa teoria, portanto, está diretamente ligada a alocação eficiente dos recursos poupados entre as inúmeras oportunidades de investimento produtivo, enquanto o volume desses recursos é determinado fora do sistema. Assim, segundo Studart (1993) o ambiente institucional, nesse caso, só é relevante quando se desvia do paradigma do mercado competitivo. Isso ocorre, por exemplo, sempre que o governo interfere na economia subsidiando os juros e/ ou quando a distribuição de informação entre poupadores e investidores finais é feita de forma equânime.

## **I.2 – VISÃO PÓS-KEYNESIANA**

A visão pós-keynesiana aparece como uma alternativa à visão convencional, principalmente na questão do financiamento do investimento.

As críticas pós-keynesianas estão ligadas a duas questões fundamentais: a função do sistema bancário dentro do processo de financiamento da acumulação de capital e a função do mercado de capitais na alocação das poupanças individuais.

No que diz respeito à primeira questão, os críticos pós-keynesianos defendem que em economias com um sistema bancário desenvolvido o financiamento do investimento

independe de poupança prévia. É o financiamento do investimento que irá possibilitar a criação posterior da renda, via efeito multiplicador. A poupança agregada, dentro desse contexto, aparece como um subproduto desse mesmo processo multiplicador (STUDART, 1993)

No que diz respeito à função do mercado de capitais, tais teóricos defendem que a alocação das poupanças dos indivíduos determinará a disponibilidade de fundos - o que eles chamam de *funding* – para a consolidação financeira dos passivos das empresas endividadas e do sistema bancário.

Keynes destaca a ação dos empresários que desejam investir em duas fases:

- a) A primeira fase ele chama de *finance*, onde os agentes demandam moeda para cobrir o intervalo de tempo entre a tomada de decisão e a implementação do investimento. O chamado *finance* é o fundo necessário para o financiamento do investimento *ex-ante*. Nesse momento os agentes estão desejosos em obterem recurso de curto prazo, durante o período de alocação dos investimentos. Os recursos para atender a essa demanda por moeda dependem da preferência pela liquidez e da oferta de moeda definida pela política bancária;
- b) A segunda fase, Keynes chama de *funding*. Esse seria o momento em que os agentes financiam suas obrigações de curto prazo. A poupança mostra-se, então, relevante nessa segunda fase de financiamento dos investimentos. O *funding* está intimamente ligado a propensão dos público a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda, quando o investimento gera renda e, posteriormente, poupança (exatamente equivalente ao investimento). Sendo assim, mesmo após o desenvolvimento completo do multiplicador, o *funding* estaria condicionado por essa propensão do público. (KEYNES, 1937 *apud* STUDART, 1993)

Todo esse processo segue o seguinte esquema:

*FINANCE* (financiamento) → INVESTIMENTO → POUPANÇA → *FUNDING* (fundos)

Nessa lógica, a visão Keynesiana é a de que a decisão de investir precede a criação de renda e, assim, a poupança agregada é determinada, e não determinante do investimento (STUDART, 1993).



A introdução do *funding* trás consigo a importância do papel dos mercados organizados de títulos da dívida e propriedade. É nesse contexto que entra o papel fundamental dos mecanismos de consolidação financeira, onde se faz necessário um sistema bancário desenvolvido para o *finance*, e um mercado organizado de ações para o *funding*, o qual permitirá a compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários. A falta de mecanismos de consolidação financeira reduz a capacidade de financiamento das empresas.

Dentro desse contexto os fundos de pensão, os quais têm preferência por títulos de mais longo prazo, dado que seu passivo é de longo prazo, poderiam atuar de forma estratégica como suporte ao *funding*. Mas para que eles cumpram esse papel de financiadores do lado real da economia, é necessário um ambiente de taxas de juros baixas. Num ambiente de juros elevados, os fundos de pensão têm a propensão a adquirir títulos de renda fixa (basicamente formados por títulos públicos federais), remunerados pela Selic, a taxa básica de juros dos títulos do governo. Para que viesse a ocorrer uma efetiva mudança de comportamento entre os fundos de pensão, com estes migrando das aplicações em renda fixa para as aplicações em renda variável - sobretudo os fundos de PE/VC que possuem relação com o lado real da economia - e, assim, financiando empresas, é necessário que o ambiente macroeconômico favoreça o investimento produtivo e, portanto, a rentabilidade dos capitais do lado real da economia. Taxas de juros baixas são um elemento decisivo na construção desse cenário.

Stuart (1993) destaca ainda que o aumento das taxas de juros pode acarretar em dificuldade financeiras das empresas investidoras e estancar projetos de investimento em curso.

# **CAPÍTULO II- UMA ABORDAGEM SOBRE A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL**

## **II.1 - A PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR**

Segundo o Ministério da Previdência, a Previdência Social é uma forma de seguro social para a pessoa que contribui. A Previdência Complementar é indispensável para a poupança interna de um país, sendo uma das maiores fontes de recursos no mundo.

Atualmente a Previdência Complementar promove o desenvolvimento da economia de diversos países, através de investimentos em bolsas de valores, empreendimentos imobiliários, aquisições de empresas, participações societárias, investimentos internacionais, entre outros.

No Brasil, a esfera pública tem um grande interesse em partilhar a responsabilidade de formação de uma poupança estável e de longo prazo com a iniciativa privada, por isso incentiva a criação de programas previdenciários privados e, por meio de dispositivos legais, concede vantagens fiscais para as empresas que constituem programas dessa natureza.

### **II.1.1 - Aspectos gerais da Previdência Complementar no Brasil**

A Previdência Complementar surgiu no Brasil em um período que antecede a própria Previdência Social, tendo ocorrido com a criação das chamadas caixas de previdência. O marco de sua criação advém da Lei Eloy Chaves, em 1923, que definiu as primeiras caixas de aposentadorias e pensões, semelhantes ao que é hoje conhecido por Previdência Privada Fechada. As caixas de aposentadorias e pensões contemplavam os empregados das empresas ferroviárias com os benefícios de aposentadoria por invalidez, aposentadoria ordinária (que seria a atual aposentadoria por tempo de contribuição), pensão por morte e assistência médica.

A Lei Eloy Chaves é considerada um marco inicial da Previdência Social no Brasil porque foi a partir dela que surgiram outras dezenas de caixas de aposentadorias e pensões por empresas que, posteriormente, foram unificadas na Caixa de Aposentadorias e Pensões dos

ferroviários e empregados em serviços públicos. A partir daí teve início uma série de mudanças que vieram a beneficiar e valorizar o trabalhador brasileiro. Um dos registros mais importantes da década de 1940 foi a concessão da autorização definitiva para o funcionamento da Legião Brasileira de Assistência (LBA), em 1942, com a função de garantir a proteção à maternidade, o cuidado com pessoas da terceira idade e portadores de necessidade especiais. Em 1960, houve a unificação de todos os institutos previdenciários que passaram a ser regidos por normas específicas e equânimes. A centralização da gestão é concebida posteriormente, em 1966, com a criação do Instituto Nacional de Previdência Social (INPS). O surgimento do Sistema Nacional de Previdência e Assistência Social teve início em 1967 com a promulgação da Lei nº 6.439 com a tarefa de unificar em um mesmo sistema assuntos relacionados: a concessão e gestão de benefícios previdenciários, atendimentos aos segurados, garantia das disponibilidades para atividades e programas sociais, etc. Por último, vale a pena destacar como um importante marco regulatório a promulgação das Leis Complementares nº108/2001, que disciplinou a relação da União, Estados e municípios com as EFPC e a lei nº 109/2001, que normatizou a forma de constituição jurídica das entidades de previdência complementar, os tipos de benefícios nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, além de outras formas de benefícios que refletissem a evolução técnica e possibilitassem flexibilidade ao regime de previdência complementar (DOMENEGHETTI, 2009).

A Previdência Complementar nada mais é do que um benefício opcional, que proporciona ao trabalhador um seguro previdenciário adicional. Esta é contratada para garantir uma renda extra ao trabalhador ou a seu beneficiário. Os valores dos benefícios são aplicados pela entidade gestora, com base em cálculos atuariais.

O participante normalmente tem à sua disposição, além da aposentadoria, a proteção contra riscos de morte, acidentes, doenças e invalidez.

O regime de Previdência Complementar é caracterizado por Domeneghetti (2009) da seguinte forma:

“... possui como características relevantes: a natureza jurídica contratual privada (com sujeição ao regime jurídico do direito privado, em que prevalece a autonomia da vontade); o caráter complementar e autônomo em relação à previdência pública; e a constituição de reservas em regime de capitalização, em que são arrecadados valores antecipadamente e, com o montante das reservas e seus rendimentos, efetua-se o pagamento das complementações de renda.”

Hoje a previdência complementar privada permanece organizada no Brasil sob os regulamentos da Lei Complementar nº 109, que a criou em dois níveis: a previdência aberta e a previdência fechada, ambas funcionando da mesma maneira, com o participante pagando durante todo o período de trabalho uma quantia mensal, de acordo com a sua capacidade de contribuição.

### **II.1.2 - As Entidades Abertas de Previdência Complementar**

A previdência complementar aberta é gerida principalmente por sociedades comerciais (sociedades anônimas) e algumas associações civis. São fiscalizadas pela Susep (Superintendência de Seguros Privados), do Ministério da Fazenda, e tem como principais produtos comercializados os chamados: Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL). Estas são modalidades de seguro privado, de natureza contratual, acessíveis a qualquer pessoa física, cujos planos podem ser individuais ou coletivos.

O VGBL é originário de planos de seguro de vida. Hoje se encontra definido como um seguro que dá ao cliente o direito de resgatar em vida, após o período de carência, uma parte ou a totalidade do montante aplicado, acrescido do rendimento durante esse período. Sua principal característica está na forma de tributação. Quem opta pelo VGBL não tem nenhuma vantagem de dedução fiscal durante a fase de acumulação (fase em que ainda está aplicando no plano). Isso porque, no VGBL, o imposto incide apenas sobre os rendimentos obtidos no momento do resgate. É por essa característica que o VGBL é mais indicado para quem declara imposto de renda no modelo simplificado (ou é isento), não contribui para a Previdência Social ou, ainda, para quem já investiu no PGBL até o limite de 12% da renda anual e deseja investir mais em previdência (Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/page88,116,9223,1,1,1,1.bb?codigoMenu=1407&codigoRet=7484&bread=6>> Acesso em 22 março 2011).

Já o PGBL tem origem no plano de previdência complementar aberta, sendo um produto de previdência privada que visa à acumulação de recursos e a transformação destes em uma renda futura. A principal característica do PGBL é a possibilidade de restituição

no imposto de renda, até um limite de 12% da renda total tributável. A tributação do Imposto de Renda (IR) ocorre somente no momento de eventuais resgates realizados durante o período de contribuição ou por ocasião do recebimento da renda mensal na aposentadoria. O cálculo de IR é realizado sobre o valor total recebido, e não apenas sobre os rendimentos auferidos, como ocorre no VGBL. A vantagem do PGBL está exatamente na possibilidade de dedução fiscal, por isso esse plano de previdência é mais indicado para as pessoas que fazem a declaração anual de IR pelo Formulário completo (Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portallbb/page88,116,9223,1,1,1,1.bb?codigoMenu=1407&codigoRet=7484&bread=6>> Acesso em 22 março 2011).

Esse dois planos de previdência são de suma importância para as pessoas que desejam manter o mesmo padrão de vida na aposentadoria, dado que o INSS<sup>1</sup> limita o recebimento do aposentando à, no máximo, 7 salários mínimos. Assim, pessoas que atualmente recebem acima desse valor, no momento da aposentadoria, sofrerão queda no padrão de vida. Além disso, esses planos também podem ser utilizados como uma forma de poupança para o futuro, servindo para custear despesas futuras em educação, saúde, entre outros planos. Em termos de investimento, o PGBL e o VGBL são considerados mais modernos por serem mais flexíveis, permitindo que as contribuições sejam suspensas por um tempo para serem retomadas em um momento mais oportuno. Além disso, o cliente pode escolher o tipo de fundo de investimento em que deseja ter seus recursos aplicados, de acordo com o seu perfil de investidor: conservador, moderado ou arrojado. Esses fundos também se caracterizam por não oferecerem uma garantia mínima de rentabilidade, retratando a realidade do mercado financeiro e da economia brasileira. Além disso, são mais transparentes porque o cliente pode acompanhar a rentabilidade das cotas do fundo de investimento diariamente por meio de veículos de comunicação, pelo próprio site da instituição em que adquiriu o plano ou por jornais, por exemplo, sabendo exatamente quando houve ganho ou perda de recursos (Disponível em: <[http://www.educacaoeplanejamento.com.br/eep/ntp/cfu/vgb/index.asp?nu\\_menu=2](http://www.educacaoeplanejamento.com.br/eep/ntp/cfu/vgb/index.asp?nu_menu=2)> Acesso em 22 março 2011).

Em comparação com os demais investimentos no mercado de capitais, a previdência complementar é um investimento que proporciona todas as vantagens dos fundos de investimento, além de algumas outras bastante interessantes, como: desempenho diferenciado

---

<sup>1</sup> INSS (Instituto Nacional de seguridade Social) é uma autarquia do Governo Federal do Brasil que recebe as contribuições para a manutenção do Regime Geral da Previdência social, sendo responsável pelo pagamento da aposentadoria, pensão por morte, auxílio doença, auxílio acidente, entre outros benefícios previstos em lei. Está subordinado ao Ministério da Previdência Social.

em termos de rentabilidade; cobrança de Imposto de Renda somente no momento de eventuais resgates ou no recebimento do benefício por ocasião da aposentadoria; e dedução dos valores investidos da base de cálculo do Imposto de Renda (para planos da modalidade PGBL). Além disso, os planos de previdência são vantajosos também para aquelas pessoas que querem investir, mas não sabem como, seja por não entenderem do mercado de renda fixa, seja por não entenderem do mercado de renda variável. Os planos de previdência contam com gestores capacitados, aptos a buscarem as melhores oportunidades do mercado pra conseguirem um bom retorno para seus clientes.

### **II.1.3 - As Entidades Fechadas de Previdência Complementar**

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também designadas fundos de pensão, são instituições sem fins lucrativos. Essas se organizam sob forma de fundação ou sociedade civil e mantêm planos de previdência coletivos. São chamadas de fechada porque são acessíveis apenas aos empregados de pessoa jurídica ou servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Os planos de benefícios mantidos pela EFPC são originários de patrocinadores quando instituídos para os empregados de uma empresa ou grupo de empresas e para os servidores dos três entes do governo, como dito anteriormente. E são originários de instituidores quando instituídos para associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, setorial ou classista (engloba sindicatos, cooperativas, associações, etc.).

As EFPC são reguladas pelo Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC) e sua fiscalização cabe à Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), do Ministério da Previdência Social.

Quanto à qualificação, as EFPC podem ser caracterizadas da seguinte forma:

I) De acordo com os planos de benefícios que administram:

a) de plano comum, quando administram plano ou conjunto de planos acessíveis ao universo de participantes;

b) de multiplano, quando administram plano ou conjunto de planos para diversos grupos de participantes, com independência patrimonial.

II) De acordo com seus patrocinadores ou instituidores:

- a) singulares, quando estiverem vinculadas a apenas um patrocinador ou instituidor;
- b) multipatrocinadas, quando congregarem mais de um patrocinador ou instituidor.

Segundo dados estatísticos divulgados em 2009 pelo Ministério da Previdência Complementar, existem no Brasil 369 EFPC, das quais 82 advêm de entes públicos, 269 de entes privados e de instituidores. A população total é de 6,2 milhões de pessoas, entre o total de participantes, assistidos, designados e beneficiários de pensão, amparados pelo plano de benefícios.

Os Participantes são as pessoas físicas, vinculadas a um patrocinador ou instituidor, que aderem ao plano de benefícios de caráter previdenciário.

O Assistido é o participante ou seu respectivo beneficiário, regularmente inscrito no Plano de Previdência, em gozo de benefício de renda continuada.

O Designado é pessoa indicada pelo participante ou assistido, que poderá ter direito a benefícios, de acordo com as regras estabelecidas no Regulamento do plano de benefícios.

Já a nomenclatura de Beneficiário refere-se ao indicado pelo participante para gozar de benefício de prestação continuada.

**Tabela 1:** Distribuição Regional das EFPC, classificadas por tipo de patrocínio

UF	ESTADO	Instituidor	Privado	Público	Total
Centro Oeste	DISTRITO FEDERAL	2	9	14	25
	GOIAS	1	2	2	5
	MATO GROSSO	-	-	1	1
	MATO GROSSO DO SUL	-	1	-	1
<b>Centro Oeste</b>	<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Nordeste	ALAGOAS	-	-	3	3
	BAHIA	-	4	3	7
	CEARA	-	2	4	6
	MARANHAO	-	2	-	2
	PARAIBA	1	2	-	3
	PERNAMBUCO	-	5	3	8
	PIAUI	-	-	2	2
	RIO GRANDE DO NORTE	-	2	-	2
	SERGIPE	-	1	1	2
<b>Nordeste</b>	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>35</b>
Norte	AMAZONAS	-	1	-	1
	PARA	-	-	2	2
	RONDONIA	-	-	1	1
<b>Norte</b>	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Sudeste	ESPIRITO SANTO	-	4	2	6
	MINAS GERAIS	2	13	5	20
	RIO DE JANEIRO	1	40	18	59
	SAO PAULO	6	144	3	153
<b>Sudeste</b>	<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>201</b>	<b>28</b>	<b>238</b>
Sul	PARANA	1	13	8	22
	RIO GRANDE DO SUL	2	16	6	24
	SANTA CATARINA	2	8	4	14
<b>Sul</b>	<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>37</b>	<b>18</b>	<b>60</b>
	<b>Total Geral</b>	<b>18</b>	<b>269</b>	<b>82</b>	<b>369</b>

**Fonte:** Ministério da Previdência Complementar

A tabela 2, a seguir, apresenta os números sobre a população das entidades de previdência complementar e permite observar que nos anos de 2007, 2008 e 2009 houve um crescimento contínuo no número de participantes, respectivamente de 2% e 6%, em relação ao período anterior. Além do vigor dos fundos de pensão, a tabela também mostra dados interessantes em relação à população de dependentes designados pelo titular. No período analisado, há uma queda do número de designados. Este fato pode ter relação a uma mudança no conceito de núcleo familiar considerado nas regras dos planos, tanto em relação à idade dos filhos, quanto em relação ao número de membros sob a proteção de um mesmo titular. O que importa destacar é que a proteção social da previdência seja capaz de abranger o conjunto de pessoas que efetivamente dependam economicamente do titular do benefício.

**Tabela 2:** Número de patrocinadores e população das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

Número de patrocinadores e população das entidades fechadas de previdência complementar, por tipo de patrocinador e instituidor, segundo a discriminação da massa abrangida - Posição em Junho - 2007/2009								
DISCRIMINAÇÃO DA MASSA ABRANGIDA	Anos	POPULAÇÃO DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR						
		Total	Tipo de patrocinador				Privado	Instituidor
			Público					
			Total	Federal	Estadual	Municipal		
POPULAÇÃO TOTAL.....	2007	6.693.568	2.784.340	2.159.965	619.019	5.356	3.862.102	47.126
	2008	6.779.351	2.854.034	2.258.616	590.160	5.258	3.864.647	60.670
	2009	6.221.377	2.762.915	2.218.450	538.424	6.041	3.338.647	119.815
PARTICIPANTES.....	2007	2.551.039	1.004.401	765.803	236.386	2.212	1.522.444	24.194
	2008	2.692.279	1.066.926	833.719	231.021	2.186	1.594.726	30.627
	2009	2.762.729	1.054.768	826.113	226.518	2.137	1.655.964	51.997
Assistidos.....	2007	457.955	247.081	192.826	53.990	265	210.824	50
	2008	461.843	249.496	193.382	55.826	288	212.255	92
	2009	473.443	255.482	200.126	55.043	313	217.686	275
Beneficiário de Pensão.....	2007	165.596	107.296	85.601	21.631	64	58.292	8
	2008	169.918	110.439	87.927	22.440	72	59.468	11
	2009	167.562	108.127	86.042	22.028	57	59.363	72
DESIGNADOS.....	2007	4.142.529	1.779.939	1.394.162	382.633	3.144	2.339.658	22.932
	2008	4.087.072	1.787.108	1.424.897	359.139	3.072	2.269.921	30.043
	2009	3.458.648	1.708.147	1.392.337	311.906	3.904	1.682.683	67.818

**Fonte:** Ministério da Previdência Complementar

## II.2 - A IMPORTÂNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO

Os fundos de pensão têm importância, em cenário de juros baixos, na formação do funding, como financiadores dos investimentos conforme abordado pela teoria pós-keynesiana. A poupança desses fundos teria, portanto, papel relevante na consolidação financeira dos passivos de curto prazo das empresas investidoras e dos bancos. Segundo



Stuart (1993), o *funding* pode ser um fator importante na redução da fragilidade financeira, que tende a aumentar nas fases de crescimento de economias cujo financiamento dos investimentos se dá com base no crédito bancário.

### **II.2.1 - Aspectos sociais dos fundos de pensão**

Os fundos de pensão, do ponto de vista social, geram benefícios aos participantes sob forma de aposentadoria, proteção contra riscos de morte, acidentes, doenças e invalidez.

Segundo a ABRAPP<sup>2</sup> (2010), o sistema público de previdência no Brasil tem sido insuficiente para dar garantia aos trabalhadores de proteção de sua qualidade de vida durante a aposentadoria, dado o baixo valor dos vencimentos, bem como o baixo mecanismo de correção dos benefícios, muitas vezes aquém das necessidades dos assistidos. Estes, quando encerram o período laborativo, têm dificuldades para manter o seu padrão de vida necessitando de uma complementação na renda. No mundo inteiro, especialmente nos Estados Unidos, na Alemanha e no Japão, o sistema complementar privado foi quem resolveu esse dilema para os que têm renda média ou mais elevada. No Brasil, o regime dos Fundos de Pensão foi instituído com base na experiência de tais países e tem se desenvolvido a semelhança dos melhores sistemas similares no mundo. Ele consiste na conjugação dos esforços das empresas e dos seus empregados para o custeio dos planos de benefícios, que são sempre complementares aos do sistema oficial. Conforme dados do Ministério da Previdência Complementar, os trabalhadores assistidos pelo regime complementar, em 2009, eram cerca de 473 mil no Brasil, o que representa aproximadamente 2% da população economicamente ativa, conforme dados do IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/mercadodetrabalho/bmt45\\_anx1\\_populacao.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/mercadodetrabalho/bmt45_anx1_populacao.pdf), acesso em 20 março 2011).

Cabe ressaltar ainda que, como instrumento de políticas de recursos humanos, os fundos de pensão vêm contribuindo para a valorização dos trabalhadores de que dispõem as empresas. Estas demonstram sua preocupação com a reprodução da força de trabalho, com a proteção dos trabalhadores cujas energias foram consumidas pelo processo produtivo e com a manutenção do mercado consumidor interno do País.

---

<sup>2</sup> Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

## **II.2.2 – Aspectos econômicos dos fundos de pensão e sua contribuição para o crescimento sustentável**

Segundo Amaral et al (2004), as EFPC por serem os mais importantes investidores institucionais, dispendo de recursos de longo prazo, são essenciais no desenvolvimento de programas de privatização e no processo de geração de poupança interna.

Os fundos de pensão exercem um efeito econômico positivo, pois ao gerarem poupança e aplicarem no mercado financeiro, suprem as carências dos agentes econômicos deficitários, cujas necessidades de investimento superam a capacidade de gerar liquidez no curto prazo. Daí, tem-se a importância de mercado organizados de títulos de dívida (debêntures, por exemplo) e propriedades (ações). A aplicação da enorme quantidade de recursos, que tais EFPC possuem, no mercado acionário contribuiria de forma positiva, tanto para a captação de ações primárias quanto secundárias.

Studart destaca que embora os recursos para as empresas sejam levantados nos mercados primários, os mercados secundários também são importantes, pois (STUDART, op. cit., p.109):

- a) provêm liquidez aos ativos financeiros negociados, permitindo aos investidores dispor do capital aplicado quando a liquidez for necessária;
- b) sinalizam preços para possíveis novas emissões por parte das empresas listadas; e
- c) aumentam o fluxo de informação, permitindo aos investidores avaliar a rentabilidade prospectiva dos ativos emitidos no mercado primário.

Mas para que os mercados secundários possam prover a liquidez aos ativos financeiros, é preciso que haja neles uma continuidade de transações, isto é, que haja compradores para diversos preços. Nesse contexto, é necessário que existam expectativas individuais divergentes e potencialmente voláteis.

Segundo dados institucionais da ABRAPP (2010), os fundos de pensão além da atividade-fim, possuem uma função econômica relevante como investidores, pois são hoje, no Brasil, o sustentáculo do mercado de ações e do mercado imobiliário e estão aptos à alavancar muitos outros segmentos econômicos, oferecendo-lhes financiamento de longo prazo. O que os difere dos demais agentes do mercado é o fato de possuírem grandes somas de recursos a serem investidos, por prazos bastante longos, cujos retornos devem se adequar ao risco e ao perfil dos participantes e assistidos dos planos que administram. Os fundos de pensão, através

dos recursos possuídos, podem alavancar o desenvolvimento do país ao canalizar esses recursos para o setor produtivo, desde que exista um ambiente institucional adequado e uma política macroeconômica estimuladora do crescimento (pró-investimento).

Ao discutir a importância dos fundos de pensão para a liquidez nacional, Corrêa e Vieira (2010) mencionam que:

“Posto que os fundos de pensão são, hoje, os mais importantes detentores de liquidez da atualidade, sendo importantes aglutinadores de capitais e aplicadores, um dos grandes debates atuais é o de que eles poderiam servir de alavancadores para financiamentos de longo prazo. Esta seria uma perspectiva importante para países como o Brasil, em que há uma incapacidade institucional de gerar recursos estáveis de longo prazo”.

A perspectiva é de que a previdência complementar, ao ser estimulada, poderia ser de grande importância para o estabelecimento de políticas duradouras, podendo os fundos de pensão conciliar as necessidades de liquidez com a provisão de *funding*.

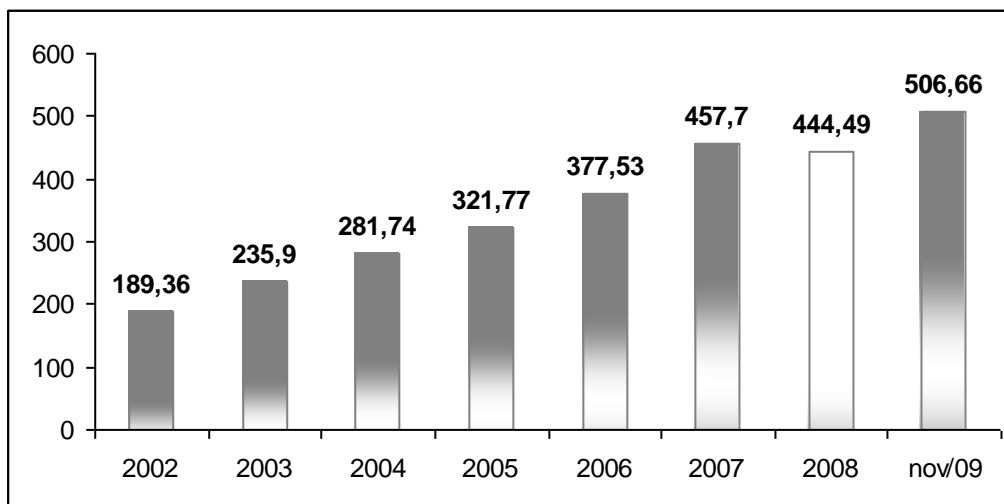
Na década de oitenta, com a crise financeira brasileira, os fundos de pensão contribuíram de forma decisiva tanto na criação, quanto no fomento do mercado de capitais, além de suprir a necessidade do poder público de financiamento dos seus gastos. Neste sentido, o processo inflacionário evidenciado na década de oitenta teria sido muito mais agudo e traumático para a sociedade sem os fundos de pensão, tendo em vista que esses fundos protegiam seus participantes contra a corrosão do poder de compra do dinheiro (**PREVIDÊNCIA SOCIAL: Reflexões e desafios**, 2009).

Cabe ressaltar ainda que durante a década de 90 os fundos de pensão tiveram papel relevante no processo de reforma do Estado, a partir das privatizações, influenciando a governança e a gestão das principais empresas brasileiras, em diversos setores econômicos, como mineração, siderurgia, comunicação e etc (**PREVIDÊNCIA SOCIAL: Reflexões e desafios**, 2009).

No que diz respeito à formação de poupança interna, os investidores institucionais, agrupados em fundos mútuos de investimentos, seguradoras e entidades fechadas de previdência privada, desempenham papel primordial, dado que geram de forma contínua um volume mínimo de poupança, sendo esta um dos principais fatores de sustentabilidade do crescimento de uma economia no longo prazo. Tal poupança, por sua vez, viabiliza os investimentos, que são canalizados ao setor produtivo por meio do sistema financeiro. Os

fundos de pensão são os principais detentores nacionais de liquidez doméstica, sendo que suas aplicações vêm crescendo nos últimos anos, como é possível observar no gráfico a seguir.

**Gráfico 1:** Evolução do Ativo Total das EFPC (em R\$ bilhões nominais)



**Fonte:** Ministério da Previdência Complementar

Pode-se verificar, que em apenas 4 anos, entre 2006 e 2009, os ativos totais dos fundos de pensão cresceram nada menos que 34%, o que demonstra o crescimento acelerado desses fundos, seja por meio da entrada de um número maior de novos participantes, seja pelo crescimento de maiores contribuições.

Historicamente, os fundos de pensão contribuíram para expansão e desenvolvimento do mercado de ações, tamanho o volume de suas contribuições. Estes mantêm extensas carteiras, administradas de forma conservadora, contribuindo para a estabilidade desse mercado.

Além do relevante investimento no mercado acionário, os fundos de pensão brasileiros também desempenham papel importante no financiamento dos principais shoppings centers do País, bem como nos prédios comerciais, tendo sido, por muitos anos, fator de estabilidade no mercado da construção civil. Como atividade-meio dos fundos de pensão, esses investimentos possuem o efeito político colateral de tornar os trabalhadores participantes interessados na economia, no crescimento das empresas e do país, uma vez que em essência, são eles os titulares das ações das empresas de que os fundos de pensão participam (ABRAPP, 2010).

Conforme a tabela 3, é possível verificar que a participação do ativo total dos fundos de pensão no PIB brasileiro atingiu mais de 14% em 2007, caiu em 2008 para 13%, e em 2009 já superou 15%. A perspectiva é que esse número continue crescendo, demonstrando, assim, a importância desses recursos na geração de renda para o país.

**Tabela 3:** Participação do ativo total das EFPC no PIB

**PIB a preço de mercados**

Ano	PIB a preços de 2009 ( R\$)	Ativo total das EFPC (R\$)	participação %
2007	2.995.028.000.000,00	436.807.604.432,58	14,58%
2008	3.148.854.000.000,00	417.474.654.128,57	13,26%
2009	3.143.015.000.000,00	488.023.653.955,54	15,53%

**Fonte:** Elaborado pela autora com base no Boletim do Banco Central do Brasil- Relatório anual 2009- e dados da Secretaria de Previdência Complementar

O crescimento da massa de recursos que constitui as reservas dos fundos de pensão significará o incremento da participação dos Fundos no capital das empresas, sendo esta uma forma saudável e economicamente eficaz de socialização, trazendo benefícios cada vez maiores para o crescimento econômico e desenvolvimento das atividades comerciais, sociais e financeiras.

A tabela 4, a seguir, com informações sobre os ativos financeiros das entidades de previdência complementar, mostra que a crise global dos mercados financeiros teve impacto atenuado nos fundos de pensão brasileiros em função da grande concentração dos investimentos no segmento de renda fixa, que respondiam em 2009 por 61% do total dos investimentos. A rigidez na resolução que regia os fundos de pensão, limitando o acesso ao investimento no exterior a apenas 3%, terminou por proteger os mesmos de um maior impacto.

**Tabela 4:** Ativos financeiros das entidades fechadas de previdência complementar, segundo s modalidades de investimento - 2007/2009

MODALIDADES	Anos	INVESTIMENTOS DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (R\$ Mil)						
		Total	Tipo de patrocinador				Privado	Instituidor
			Público			Municipal		
		Total	Federal	Estadual	Municipal			
TOTAL.....	2007	436.807.604	287.545.449	256.751.912	30.632.848	160.690	149.017.804	244.351
	2008	417.474.654	267.981.095	235.293.030	32.519.677	168.388	149.220.891	272.668
	2009	488.023.654	318.622.970	281.474.135	36.945.551	203.284	168.839.468	561.216
Renda fixa.....	2007	256.215.892	139.767.111	116.321.884	23.301.288	143.939	116.230.332	218.450
	2008	276.773.250	152.013.242	125.182.562	26.677.399	153.281	124.501.950	258.057
	2009	298.471.622	162.390.229	133.032.293	29.179.867	178.069	135.555.020	526.372
Renda variável.....	2007	159.033.090	130.922.309	125.311.289	5.602.481	8.539	28.084.969	25812,17664
	2008	116.694.915	97.059.461	93.167.527	3.884.520	7.415	19.620.916	14538,66192
	2009	162.767.190	134.748.003	129.101.547	5.629.294	17.162	27.984.357	34830,14333
Investimentos imobiliários (1).....	2007	11.463.410	8.548.907	7.693.077	853.307	2.523	2.914.503	0
	2008	12.819.654	9.812.181	8.805.234	1.004.584	2.363	3.007.472	0
	2009	14.464.495	11.340.754	10.306.492	1.031.605	2.657	3.123.741	0
Operações com participantes (2) .....	2007	9.534.908	7.930.450	7.080.083	844.678	5.689	1.604.369	88,86745
	2008	10.686.589	8.795.980	7.871.857	918.793	5.330	1.890.541	68,81813
	2009	11.874.920	9.885.758	8.818.665	1.061.698	5.395	1.989.148	14,09142
Outros Realizáveis (3).....	2007	560.304	376.673	345.579	31.094	0	183.632	0
	2008	500.246	300.231	265.850	34.381	0	200.012	3,25325
	2009	445.427	258.225	215.138	43.087	0	187.202	0

**Fonte:** MPS, Secretaria de Previdência Complementar. (1) A rubrica "Investimentos Imobiliários" inclui "Fundos de Investimentos Imobiliários". (2) As rubricas "Financiamento Imobiliário" e "Empréstimos a Participantes" estão registradas no grupo "Operações com Participantes". (3) O termo "Outros Investimentos" foi alterado para "Outros Realizáveis" e inclui "Operações Ativas de Empréstimos".

Embora o segmento de renda variável tenha sido mais impactado pela crise, tal resultado não se traduziu necessariamente em perdas, uma vez que as aplicações das EFPC são, na maioria dos casos, de médio e longo prazo (SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR, 2010).

# CAPÍTULO III – MUDANÇA NAS PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTOS

## III.1- A CRISE AMERICANA DO SUBPRIME

Em 2007 teve início o estouro da bolha especulativa nos mercados norte-americanos, cujos efeitos foram disseminados para o restante do mundo. Tal crise se diferencia das demais por características bem peculiares, como a inovação nos mercados de derivativos e o enigma entre as taxas de juros de curto e de longo prazo na economia norte americana. De uma forma geral podem-se apontar três causas principais que contribuíram para formar as bolhas de crédito e imobiliária. São elas: taxas de juros reais e nominais muito baixas, em função da grande liquidez internacional e ambiente inflacionário benigno; inovações técnicas de concessão de crédito e diluição de riscos, que permitiu o afrouxamento das normas de concessão de financiamentos; e a difusão do financiamento hipotecário.

A década de 90 foi marcada pelo aumento expressivo da demanda por imóveis americanos, decorrente, sobretudo, das baixíssimas taxas de juros tanto nos EUA quanto no Japão. O ano de 1998 já prenunciava os possíveis efeitos decorrentes da política monetária cada vez mais folgada do Federal Reserve<sup>3</sup>. Aquele ano começou marcado pelo ganho acumulado de 21% até 20 de julho, data do pico das cotações. Enquanto isso o governo americano continuava a baixar as taxas de juros, o que incitava ainda mais o mercado de renda variável, dado que o mercado de títulos públicos não mais trazia bons retornos. Segundo Paulo de Castro, a convicção do mercado no poder de resgate do Fed era tamanha, que a ação do Banco Central ficou conhecida como *put* de Greenspan, ou seja, uma espécie de garantia moral de que o Fed entraria sempre dando suporte às posições compradas em uma baixa de mercado. Esta atitude corroborava ações oportunistas do mercado, ampliando o risco moral (FUNDOS DE PENSÃO E MERCADO DE CAPITALIS, 2008).

A grande liquidez de crédito mundial, juntamente com os avanços das técnicas no mercado de crédito e o desenvolvimento do mercado secundário de títulos imobiliários acabaram ampliando a concessão de empréstimos por parte dos bancos, muitas vezes com

---

<sup>3</sup> Federal Reserve: Banco central Norte- americano

fraca análise creditícia dos novos mutuários e com baixas garantias. Tais empréstimos chamados de “terceira linha” ficaram conhecidos como subprime, e eram assim chamados porque foram concedidos de forma irresponsável. Na maioria das vezes o montante emprestado estava além das possibilidades financeiras dos devedores e dos investidores que, em geral, não tinham compreensão dos termos contratuais e dos riscos aos quais estavam expostos. Soma-se a isso, às más classificações dos títulos por parte das agências de classificação de risco, que não transmitiam o verdadeiro risco do investimento. Com a queda dos preços dos imóveis residenciais em 2007, e com a subida dos juros, em função dos temores inflacionários, os empréstimos com taxas reajustáveis foram impactados, culminado em altas taxas de inadimplência no mercado, modificando assim, a percepção dos agentes com relação aos títulos lastreados em hipotecas. Daí por diante, investidores e bancos começaram a sofrer com problemas de liquidez. A quebra de um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos, o Bear Stearns, deu início ao estouro da bolha.

### **III.1.1 - Impactos sobre a economia brasileira**

As grandes inovações financeiras e o fato dos mercados estarem cada vez mais integrados mundialmente, se por um lado facilita as trocas e encurta as fronteiras, por outro, amplia a velocidade de contaminação das economias. Com o início da crise do subprime, dada à queda nos preços dos imóveis e aumento da inadimplência, toda a estrutura financeira que envolvia os chamados “ativos podres”, isto é, ativos derivados de contratos hipotecários de terceira linha, e cujo risco já se mostrava impossível de se calcular pela complexidade das operações, começou a ruir. O sistema bancário americano passou a ficar comprometido, o que se refletiu na restrição da liquidez, atingindo o lado real da economia. Em resposta a esse movimento, os bancos centrais, americano e europeu, responderam rapidamente injetando liquidez nos mercados, para evitar um colapso imediato. Posteriormente as taxas de juros tanto dos Estados Unidos, quanto dos demais países atingidos pela crise, foram agressivamente reduzidas.

Segundo Alberini & Boguszewski (2008), no Brasil, as consequências negativas puderam ser imediatamente observadas já no segundo semestre de 2007, quando a bolsa de valores de São Paulo, registrou grandes quedas ao longo de um único dia.

O comércio exterior também passou a apresentar exaustão de créditos, em seguida observou-se a retração dos mercados externos e dos investimentos estrangeiros, paralelamente os preços dos principais produtos de exportação brasileiros começam a decair, gerando desemprego setorial no Brasil e revisão completa dos planos de investimentos. O momento



mais dramático foi à queda brusca da produção industrial no último trimestre de 2008, com paralelo aumento do desemprego no setor, fazendo com que as estimativas dos analistas, quanto aos indicadores de crescimento, passassem do pessimismo ao catastrófico (ALBERINI & BOGUSZEWSKI, 2008).

De acordo com Almeida (2009), as respostas do governo foram adequadas ao momento, muito embora o lado monetário e financeiro tenha sido bem mais coerente do que o lado fiscal. No plano das autoridades monetárias, o que se fez foi, na visão do autor, basicamente keynesianismo: injeção de liquidez no sistema, com redução dos depósitos compulsórios; extensão dos créditos ao setor bancário; atuação na frente cambial e de comércio exterior, com a redução dos juros de referência.

Por outro lado, o aumento exagerado do crédito através dos bancos públicos, acabou provocando disparidade entre oferta e demanda e pressões inflacionárias, que se refletiram no aumento do preço das commodities e nos preços dos alimentos. Esse fato acabou contribuindo para que o COPOM<sup>4</sup> já no início de 2009 voltasse a subir os juros.

Conforme o gráfico 2, pode-se verificar que desde 2006 o Banco Central vem promovendo sucessivas quedas na taxa de juros brasileira. Esse processo se acentuou com o início da crise, em meados de 2007. Somente a partir de 2009 devido a ameaças inflacionárias, como dito anteriormente, é que se iniciou o movimento contrário, de subida nas taxas de juros.

**Gráfico 2:** Evolução da meta selic no Brasil



**Fonte:** Elaborado pela autora com base em dados do sistema Economática

<sup>4</sup> Comitê de política monetária

Segundo Almeida (2009), no que se refere à política fiscal, muito embora o governo tenha reduzido, em alguns setores, os impostos indiretos – atingindo apenas aqueles que teriam de ser transferidos aos estados e municípios, e não as contribuições devidas unicamente ao poder central – houve uma elevação generalizada de gastos em rubricas que são permanentes – como aumentos nos salários do funcionalismo e promessas renovadas no que se refere ao salário mínimo e Bolsa-Família – com baixíssimo acréscimo nos investimentos em infraestrutura e quase nenhum alívio na carga fiscal da massa dos contribuintes-consumidores.

Com relação ao câmbio, após uma inicial valorização do dólar, tendo em vista à crise de confiança na economia americana, e uma desvalorização sensível da moeda brasileira entre setembro de 2008 e fevereiro de 2009, que atingiu quase 50% entre seu pico de valorização, em julho de 2008, e o seu vale, em dezembro desse mesmo ano, o real voltou ao processo de valorização gradual.

O setor financeiro, por sua vez, foi pouco atingido, a despeito do retraimento de fontes externas de financiamento, graças à aplicação, por parte do Banco Central, das regras prudenciais de Basileia, que eliminou o perigo de bancos privados e públicos administrados de maneira irresponsável (ALMEIDA, 2009).

Dado todo esse cenário e em resposta ao movimento de queda nas taxas de juros e nos valores das ações, que caíram vertiginosamente desde o estouro da crise, as EFPC passaram a optar pela diversificação de suas carteiras. Porém a antiga resolução 3.456 do CMN engessava tal processo, por estabelecer limites muitos baixos para aplicações que não as tradicionais.

### **III.2 - FLEXIBILIZAÇÃO - A NOVA RESOLUÇÃO DE REGIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

São tarefas dos fundos de pensão tanto o estabelecimento de metas de desempenho quanto a aplicação dos recursos da melhor forma possível para obter melhores retornos e baixos riscos. Diante de um ambiente essencialmente incerto, torna-se de suma importância um trabalho de identificação, mensuração e utilização de ferramentas de controle e mitigação de riscos. O acompanhamento regular dos resultados dos investimentos mostra-se como condição fundamental para alcançar os objetivos de médio e longo prazo.

Enquanto que no passado o ambiente de altas taxas de juros impunha aos dirigentes uma postura muito cômoda para que as metas atuariais fossem atingidas, com aplicações

basicamente em renda fixa; nesta nova era, a criação de novos produtos e a maior sofisticação das carteiras de investimentos exige uma nova política de investimentos e uma maior flexibilização das resoluções que regem as EFPC.

Foi nessa discussão a respeito de uma legislação mais estável e condizente com uma regulação prudencial e qualitativa, e que permitisse uma maior diversificação dos ativos, com maiores limites e menores riscos envolvidos, que o Conselho Monetário Nacional publicou em 24 de setembro de 2009, a resolução nº 3.792 que revogou a anterior nº 3.456, e definiu as novas diretrizes para as EFPC.

Nas palavras do presidente da ABRAPP, Sr. José de Souza Mendonça, no 30º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão<sup>5</sup>, a nova resolução confere maior flexibilidade, sem abrir mão dos cuidados e da prudência que as EFPC precisam.

As novas regras adaptam a política de investimento a nova realidade econômica, marcada por taxas decrescentes de juros e maior abertura do mercado, mantendo critério de transparência, controle e supervisão.

Quando se fala em limite de aplicação chama-se atenção para as chamadas reservas técnicas ou recursos garantidores do plano de benefício da EFPC. A resolução nº3.456 define os recursos garantidores como sendo os ativos do programa de investimento, adicionadas às disponibilidades e deduzidos os valores a pagar, classificados no exigível operacional do referido programa. A resolução nº3.792 ratifica essa definição. Esses recursos devem ser aplicados, em relação a cada plano de benefícios, de acordo com os limites impostos na resolução vigente, com observância dos requisitos de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência. São os limites de aplicação em relação a esses recursos, que foram alterados.

Outra inovação diz respeito à inclusão de novas categorias de investimento. Nos segmentos de renda fixa foram introduzidos as chamadas Notas de Crédito à Exportação (NCE) e as Cédulas de Crédito à Exportação (CCE). Foram ampliados os limites para investimento em CRI, CCI, entre outros, conforme quadro a seguir.

---

<sup>5</sup> Realizado de 30 de setembro a 2 de outubro de 2009, em Curitiba

**Tabela 5:** Quadro comparativo – limites de alocação Renda fixa

Renda Fixa	100%	100%	
Título da dívida pública mobiliária federal	100%	100%	
CCB e notas promissória	80%	80%	
NCE e CCE	20%	0%	
FIDIC e FIC de FIDIC	20%	20%	
CRI	20%	CRI e CCI possuíam limite em conjunto de 20%	
CCI	20%		
CPR, CDCA, CRA e WA	20%	20%	CPR, CDCA, CRA e WA possuíam limites de 5% cada

**Fonte:** Resolução do CMN nº 3.792 e Resolução do CMN nº 3.456

Já no segmento de renda variável, entre os ativos que não faziam parte da antiga 3.456, estão as cotas de fundos de índice, referenciado em cesta de ações de companhias abertas; e, reforçando a responsabilidade ambiental, os Certificados de Reduções Certificadas de Emissão (RCE) ou de Créditos de Carbono do mercado voluntário<sup>6</sup>. Os limites para aplicação em ações também foram ampliados: de 50% para 70%, para ações do segmento novo mercado; de 50% para 60%, no segmento nível 2; e de 40% para 50%, no segmento Bovespa Mais.

**Tabela 6:** Quadro comparativo – limites de alocação Renda Variável

Renda Variável	Res. 3.792	Res. 3.456	
Ações do segmento Novo mercado	70%	50%	
Ações do segmento Nível 2	60%	50%	
Ações do segmento Bovespa Mais	50%	40%	
Segmento Nível 1	45%	45%	
Títulos e valores mobiliários de emissão de SPE	20%	20%	
Ações das demais companhias abertas e cotas de fundos de índice referenciados em ações admitidas à negociação em bolsa de valores.	35%	35%	Não eram contemplados pela 3.456 os fundos de índice referenciados em ações admitidas à negociação
Demais investimentos	3%	3%	

**Fonte:** Resolução do CMN nº 3.792 e Resolução do CMN nº 3.456

Refletindo a inovação no enquadramento dos ativos por segmento foi criada a denominação Investimentos estruturados (Artigo 20), que abriga os Fundos de investimento em participação, Fundos de investimento em empresas emergentes, Fundos de investimento imobiliários, entre outros. Os Fundos de investimento em participação (FIPs) e os Fundos de investimento em empresas emergentes (FIEE) vão abrigar grande parte dos investimentos de Capital de Risco (PE/VC), que tem as EFPC como seus principais investidores.

<sup>6</sup> Admitidos à negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado, ou registrados em sistemas de registro, custódia ou liquidação financeira devidamente autorizado pelo Banco Central ou pela Comissão de valores Mobiliários, nas suas respectivas áreas de competência.

Os investimentos no exterior, que antes só podiam ser acessados via FIM<sup>7</sup>, e ficavam restritos ao limite de 3%, passam a ser designados em um segmento próprio, e não mais dentro do segmento renda variável. Com isso, o limite de aplicação é ampliado para 10%, estes se destinam à aplicações em ativos emitidos no exterior pertencentes à carteiras dos fundos constituídos no Brasil, Fundo de Investimento em dívida externa (FIEEX) e Fundo de investimento em cotas de FIEEX, Cotas de fundos de índice do exterior<sup>8</sup>, *Brazilian Depositary Receipts* (BDR) e ações de companhias estrangeiras sediadas no Mercado Comum do Sul (MERCOSUL).

Em termos de regras prudenciais a nova resolução inseriu, na categoria de operações com derivativos, a exigência de sistemas de controles internos adequados por parte das EFPC e limitou os depósitos de margem e o valor total dos prêmios de opções pagos. Além disso, pelo artigo 8º da nova resolução, os administradores e demais participantes do processo decisório de aplicação dos investimentos devem ser certificados por entidades de reconhecido mérito pelo mercado financeiro nacional. Sendo assim, até 31 de dezembro de 2014, 100% dos administradores dos recursos das EFPC devem ser certificados.

As EFPC devem também, pelo artigo 13º da nova resolução, acompanhar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos diretos e indiretos com o uso de modelo que limite a probabilidade de perdas máximas toleradas para os investimentos.

As regras de performance estão mais simples e as restrições quanto aos índices usados com *benchmarks* foram excluídas.

Pode-se notar, portanto, que as atuais políticas de investimento, baseadas na resolução 3.792 do CMN, têm-se pautado pelos critérios de Responsabilidade Social, Rentabilidade, Liquidez e Segurança.

É possível que em determinados momentos alguns investimentos mostrem-se mais adequados do que outros, oferecendo boas oportunidades de alocação estratégica. Porém estas podem ser limitadas por uma imposição de limites legais meramente quantitativos, mostrando-se assim como entraves para oportunidades únicas. Neste sentido, a substituição da

---

<sup>7</sup> Fundo de Investimentos Mobiliários

<sup>8</sup> admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil

antiga resolução nº 3.456 pela nº3.792, representou um novo horizonte para os fundos de pensão e um progresso em termos de desenvolvimento das aplicações financeiras.

### **III.3 - AS NOVAS ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO**

Com a desaceleração da economia global, e tendo em vista a trajetória decrescente da taxa de juros, os investimentos tradicionais foram perdendo espaço para os investimentos considerados alternativos, os quais apresentam maiores taxas de retornos, estas necessárias para que as EFPC pudessem assim alcançar suas metas atuariais. Segundo avaliou Guilherme Narciso de Lacerda, presidente da FUNCEF<sup>9</sup>, durante o painel de encerramento do 30º Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão, o momento econômico brasileiro abre importantes oportunidades de investimento para os fundos de pensão e o principal desafio está na agilidade para quebrar paradigmas e estimular mudanças (como a substituição do CDI e da Selic por outros indexadores), assumindo maiores exposições ao risco e gerindo de forma mais ativa os investimentos. Na mesma mesa de debates, o economista Gustavo Franco, diretor da Rio Bravo Investimentos, observou que a era dos juros alto já acabou, exigindo dos gestores uma nova compreensão das oportunidades de mercado. “Vamos apertar o cinto porque vem coisa boa à frente”, afirmou Franco. Também nesse painel, o economista Luiz Carlos Mendonça de Barros, diretor estrategista da Quest Investimentos, lembrou que está em curso uma nova dinâmica na economia mundial e o dinamismo do setor privado no Brasil traz excelentes oportunidades para os investidores institucionais.

É nesse contexto: de baixos retornos dos investimentos tradicionais, maiores opções de investimentos, necessidade de diversificação, mudança regulatória, melhor casamento de ativos e passivos, ampliação dos controles de risco e evolução tecnológica de investimentos, que ocorrerá a mudança para um novo paradigma.

A meta atuarial dos fundos de pensão brasileiros gira em torno de 6% a.a, acima da inflação. Tal meta, no cenário pós-crise, mostrou-se muito agressiva e difícil de conseguir apenas com os investimentos tradicionais. Esse argumento justifica-se no retorno livre de risco que tem caído, ano após ano, e no final de fevereiro de 2008 era de apenas 1,1% (LORENZO FILHO, 2008).

Sendo assim, investidores que buscam um retorno real acima de 6% são obrigados a tomar grandes riscos. Essa busca por melhores retornos já não encontra mais respaldo nas

---

<sup>9</sup> Fundação dos Economistas Federais

bolsas de valores, cujo preço das ações despencou com o início da crise. Apesar da melhora posterior, dada à recuperação das economias, o prêmio de risco das ações continua muito baixo por conta do tamanho e diversidade da base de investidores nacionais e estrangeiros que atualmente investem no mercado de ações, diluindo o prêmio de risco disponível para cada um.

Segundo Lorenzo Filho (2008):

“É importante notar que os investidores de hoje dispõem de uma grande quantidade de opções de investimentos, muito maior que no passado. O prêmio de risco das ações americanas é hoje apenas uma fonte potencial de retorno dentre muitas. [...] no futuro, retornos reais superiores a 6% a.a. somente estarão disponíveis para investidores com capacidade para acessar essa maior variedade de oportunidades de investimentos, num ambiente onde a estrutura e a diversificação do portfólio assumem particular importância” (FUNDOS DE PENSÃO – Gestão de investimentos, 2008).

O ambiente das taxas de juros exerce um efeito dobrado nos fundos de pensão, primeiro porque o investidor recebe uma remuneração menor pelos investimentos, e segundo, porque o valor presente das obrigações do passivo cresce substancialmente, dado a redução das taxas. Sendo assim os fundos de pensão passam a enfrentar o problema das distorções entre o retorno dos seus ativos versus a necessidade dos seus passivos.

As EFPC entenderam então a necessidade de mudanças estruturais no processo de construção dos seus portfólios. Segundo Lorenzo Filho (2008) um investimento é considerado alternativo quando tem um histórico de desempenho relativamente limitado, é incomum nos portfólios e relativamente ilíquido, tendo uma performance caracteristicamente diferente dos investimentos tradicionais. Além disso, tal investimento é pouco transacionado nos mercados públicos organizados e requer talento específico por parte dos gestores.

A transformação dos critérios de investimento aponta para certas características dos alternativos. São elas: diversificação adicional, potencial de alto retorno, horizonte de longo prazo e preservação do capital na volatilidade dos mercados. Ativos alternativos apresentam retornos diferenciados dos tradicionais, pois não estão correlacionados com ações e títulos de renda fixa, mitigando o risco de portfólio. O potencial de retorno é bem alto, compensando os investidores pelo grau de iliquidez e menor transparência que oferecem. Além disso, investimentos alternativos têm períodos determinados para resgate, por isso são mais apropriados para investidores institucionais que possuem uma visão de mais longo prazo. Sendo assim fundos de pensão, que não necessitam de liquidez, podem se beneficiar com o

“prêmio de risco de liquidez”. E por último, mas não menos importante, os alternativos tendem a utilizar inúmeras estratégias de *trading*, como *short-selling*<sup>10</sup> e derivativos, preservando o capital em um ambiente de alta volatilidade.

### III.3.1 - O novo portfólio Institucional

Os investimentos alternativos podem ser identificados conforme a tabela a seguir:

**Tabela 7:** O universo dos investimentos



**Fonte:** REEF Research – Alternative investments in perspective

Conforme a tabela 7, pode-se observar que os investimentos considerados alternativos são: imóveis, infra-estrutura, Private Equity e Venture Capital, Fundos de Hedge, fundos multimercado, crédito privado e commodities. Esses tipos de ativos, na indústria de Fundos de Pensão, têm crescido tão rapidamente e consistentemente que muitos investidores chegam a se perguntar se, de fato, eles ainda são realmente “alternativos”. Entre tais investimentos

<sup>10</sup> A opção venda curta (Short-Selling) permite ao investidor vender títulos antes de tê-los comprado, com o objetivo de obter lucro com a desvalorização de determinado título.



merecem destaque: os Fundos Multimercados, Crédito Privado, *Private Equity* e *Venture Capital*.

Segundo Benites (2010), os Fundos Multimercados começaram a ter um crescimento vertiginoso a partir de 2004, acompanhando a criação de diversas *Assets* independentes. Desde 2009, esse segmento vem buscando a diversificação do seu passivo, e os investidores institucionais passam a ser os principais investidores abordados. Esse segmento constitui uma alternativa interessante porque oferece possibilidade de diversificação superior aos “multimercados institucionais”<sup>11</sup>. Além disso, apresenta cota diária, o que facilita a avaliação dos investimentos; não precisa seguir uma regra rígida destinada aos investidores institucionais, podendo tornar o fundo bastante agressivo; e apresenta grandes prazos de carência para resgate das cotas. Porém esses fundos devem obedecer a limites de diversificação, quando se considera o investimento de uma EFPC. Além disso, os fundos multimercados podem investir até 20% dos seus recursos no exterior, aumentando ainda mais o limite de diversificação, tendo em vista que pela nova resolução 3.792 do CMN, as EFPC somente podem aplicar até 10% dos seus recursos no exterior, desde que em fundos constituídos no Brasil.

Crédito Privado é um segmento de investimento ligado à emissão de títulos por parte da empresa para captação privada de crédito. Nota-se, recentemente, um aumento das emissões das empresas e aumento da oferta de títulos ligados a alguns setores da economia, com maior concentração em crédito financeiro (CDBs e DPGEs). É esperado que a oferta deste tipo de título venha a substituir os títulos públicos de mais curto prazo, que podem não ser interessantes para o emissor.

Segundo ABVCAP (2010)<sup>12</sup>, *Venture capital* e *Private Equity* são investimentos de longo prazo ligados ao lado real da economia, e se caracterizam por meio de projetos de

---

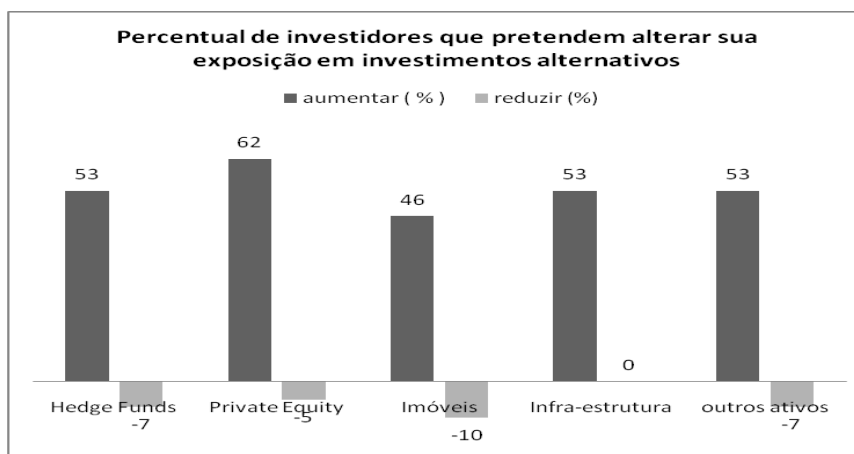
<sup>11</sup> São fundos destinados especificamente a investidores institucionais e por isso obedecem a regras rígidas. A despeito desse assunto, a Resolução nº 3.792/09, do Conselho Monetário Nacional (CMN), substituta da Resolução nº 3.456, aumentou alguns limites de aplicação, entre eles o teto para aplicações em multimercados não-institucionais de 3% para 10%. Essa modalidade permite que o gestor faça operações alavancadas, de day trade, por exemplo. O antigo limite de 3% não foi muito aproveitado pelas fundações, dado que a permissão para o aporte nessa modalidade foi feito pouco antes do agravamento da crise financeira, em 2007.

<sup>12</sup> ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital) é uma instituição sem fins lucrativos, que fomenta o investimento de longo prazo no Brasil. A ABVCAP ajuda a promover as melhores práticas que estão alinhadas com os padrões da indústria internacional, e atua como facilitador no relacionamento entre os integrantes da comunidade de investimentos de longo prazo no Brasil. Possui cerca de 160 membros, que representam os principais players da indústria de private equity e venture capital, incluindo os maiores fundos de pensão brasileiros, gestores nacionais e internacionais, prestadores de serviços, entre outros.

investimento e capitalização de empresas. A denominação *Venture Capital* está ligada a investimentos em empresas ainda numa fase inicial de desenvolvimento corporativo, enquanto que *Private Equity* são investimentos destinados às empresas em fase mais avançada no estágio de desenvolvimento.

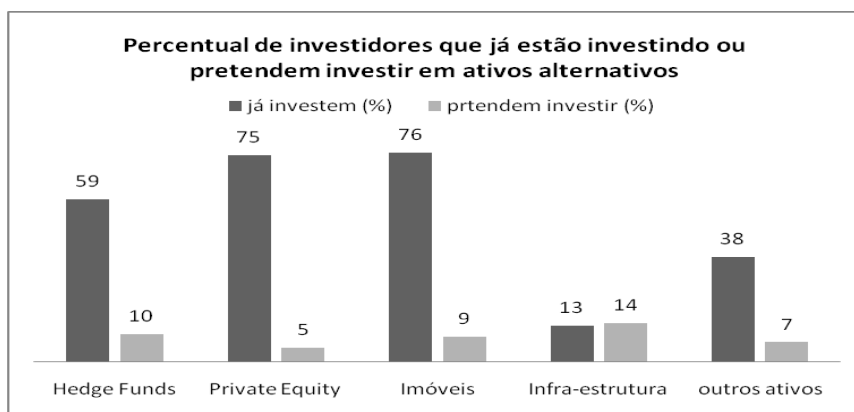
Conforme os gráficos 3 e 4, a seguir, o segmento de *Private Equity* é o investimento alternativo que possui maior potencial de crescimento, confirmado pelos 62% dos investidores, que em 2008, já planejavam ampliar suas alocações, apresentando uma alta taxa de participação dos investidores, 75%. Nesse sentido, busca-se no próximo capítulo analisar se esse segmento foi, no Brasil e no mundo, o segmento que mais cresceu no pós-crise.

**Gráfico 3:** Percentual de investidores que pretendem alterar sua exposição em investimentos alternativos



**Fonte:** J.P. Morgan Asset Management – Next generation Alternative Investing (julho de 2008)

**Gráfico 4:** Percentual de investidores que já estão investindo ou pretendem investir em ativos alternativos



**Fonte:** J.P. Morgan Asset Management – Next generation Alternative Investing (julho de 2008)

## CAPÍTULO IV - UMA ABORDAGEM SOBRE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Os Fundos de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC), também conhecidos como Fundos de Capital de Risco distinguem-se segundo o estágio de desenvolvimento das empresas que recebem os aportes e/ou momento em que isso acontece. São chamados de *Venture Capital* quando relacionado ao investimento privado em ações de pequenas e médias empresas com grande potencial de crescimento; e são ditos *Private Equity* quando relacionados a investimento privado em ações de empresas de médio e grande porte. Ou seja, enquanto o VC está relacionado a empreendimentos em fase inicial, o PE está ligado a empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. O grande diferencial desse tipo de investimento está em compartilhar os riscos do negócio, unindo esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha grande perspectiva de crescimento e rentabilidade no longo prazo, de acordo com o foco de investimento definido pelos investidores ou fundos.

Segundo a ABVCAP, o VC e PE tem se destacado de forma bastante expressiva no Brasil, sendo um instrumento fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais e economias emergentes. Tanto PE quanto VC são investimentos que envolvem a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, por meio da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital, a médio e longo prazo.

De acordo com o seu site<sup>13</sup>, através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

As principais características desse tipo de investimento são a baixa liquidez, o elevado risco e a alta expectativa de retorno. Sendo assim, os veículos de PE/VC são especialmente

---

<sup>13</sup> <http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>

atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e horizontes de longo prazo, tais como fundos de pensão, seguradoras, etc. Dado o impacto econômico e social, em termos de criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação, é comum encontrar agências multilaterais e governos entre os investidores deste setor.

A gestão de um fundo de PE/VC proporciona diversos benefícios, como: agregação de recursos e conhecimentos, visando ao crescimento acelerado e à sustentabilidade da empresa; profissionalização da empresa investida; maximização do valor da empresa (gestores têm elevada experiência e, em geral, atuam na administração); aplicação das mais importantes práticas de governança corporativa, aprimorando a qualidade da gestão; elevação da credibilidade, melhorando a imagem institucional da empresa; geração de sustentabilidade futura do negócio; viabilização de um relacionamento qualificado no mercado em que a empresa atua; e transformação da empresa, tornando-a competitiva e pronta para enfrentar o mercado global.

O investimento em VC pode ser realizado tanto por companhias de participações, através de fundos de investimentos estruturados para esta finalidade, ou por investidores individuais que disponham de capital para investir nesta atividade. Seus principais investidores são os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e seguradoras. Os fundos de investimentos em PE/VC podem ser regulados ou não, dependendo do país de origem e da especificidade do fundo. No Brasil, a CVM é a responsável pela regulamentação e fiscalização da atuação de tais fundos, bem como da atuação de seus gestores e administradores, sendo aplicáveis as Instruções CVM nº 209/94 (Fundos Mútuos de Empresas Emergentes), CVM nº 391/03 (Fundos de Investimento em Participações).

Dependendo do perfil da empresa investida (porte, setor, estágio) os investidores terão maior ou menor envolvimento na gestão do negócio, tendo como premissa a necessidade de apoio que os empresários normalmente demandam.

## **IV.1 - SURGIMENTO DOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY**

### **IV.1.1 -No mundo**

O desenvolvimento das atividades de PE/VC é relativamente nova no mundo. Esse tipo de investimento teve origem nos EUA, na segunda metade do século XX, como uma nova opção de investimento em pequenas e médias empresas.

Segundo Faria (2008), “Durante a maior parte da história dos EUA, o mercado de captação de recursos para o início, expansão ou aquisição de uma empresa era bastante informal, dependendo basicamente de recursos de famílias com alto poder aquisitivo. No entanto, após a Segunda Guerra Mundial, o sistema iniciou suas mudanças, e diversas firmas especializadas, com o propósito de financiar empresas em estágio inicial de desenvolvimento foram constituídas.”

Em 1958, o presidente dos EUA, Dwight Eisenhower, sancionou o *Small business Act* que permitiu que firmas conhecidas como companhias de investimento em pequenos negócios tomassem dinheiro emprestado a taxas inferiores as de mercados para investir em novas empresas. Assim, profissionalizou a atividade de capital de risco, instituindo o moderno *Venture Capital*. A empresa Intel foi um dos exemplos da saga de capital de risco, iniciada no Vale do silício, com um investimento inicial de US\$2,5 bilhões.

Segundo publicação da Revista Época Negócios<sup>14</sup>, em 1969 tem início a história das chamadas “compras alavancadas”, onde passou-se a usar empréstimos bancários para fazer investimentos maiores em grandes empresas.

Para expansão das atividades de PE/VC foi fundamental o desenvolvimento de um mercado de ações que comportasse a emissão de ações de pequenas empresas, uma vez que representava uma alternativa viável de desinvestimento, ao garantir a liquidez necessária ao investimento.

Dado o crescimento das atividades de PE/VC, os fundos de investimento desse segmento passaram a se especializar tanto em termos de setor, quanto em termos de estratégia e tamanho. Em relação ao setor, tais fundos passaram a atuar de forma diferenciada de acordo com o estágio de desenvolvimento da empresa investida. O aumento na captação de recursos levou ao surgimento de grandes fundos, ampliando o tamanho médio dos volumes administrados por cada um deles.

De acordo com Faria (2008), à medida que os gestores possuíam um volume maior de recurso a ser investido, aumentava-se a preferência para investimentos em empresas em estágio mais desenvolvido, principalmente por meio de aquisições alavancadas, ampliando o tamanho médio das transações.

---

<sup>14</sup> Conheça a história do capital de risco no mundo (2009, 13 de abril). **Revista Época Negócios**. Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,EMI22364-16292,00-CONHECA+A+HISTORIA+DO+CAPITAL+DE+RISCO+NO+MUNDO.html>. Acesso em 20 dezembro 2010.

Em 1978, o governo americano, por meio da chamada “Regra do homem prudente”, permitiu aos fundos de pensão investir em ativos de maior risco, incluindo PE. Foi o primeiro “ano de ouro” da indústria de capital de risco, quando esta captou aproximadamente US\$750 mil, onde os fundos de pensão passariam a ser os maiores investidores pelos próximos 30 anos.

Em 1980, a indústria de PE apresentou um crescimento vertiginoso nos EUA, cujos recursos financiaram diversas empresas do setor de tecnologia, a exemplo da *Apple Computer*, *Microsoft* e *Sun Microsystems*.

O ano de 1983 é chamado de “segundo ano de ouro” do capital de risco, motivado pela alta no mercado de ações, que registrou mais de 100 IPOs (abertura de capital) nos EUA. Esse também é o ano em que a maioria das mais conhecidas firmas de PE foi fundada.

A década de 90 dá continuidade ao ciclo de crescimento das atividades de PE/VC, apresentando um maior grau de sofisticação e excelentes taxas de retorno para seus investidores. As emissões iniciais de ações - IPOs- tornam-se cada vez mais frequentes e vêm facilitar as vendas das participações adquiridas. O alto grau de inovação tecnológica, principalmente nos setores relacionados à internet e telefonia celular, foi determinante para o crescimento do setor de PE/VC nos últimos anos.

#### **IV.1.2 - No Brasil**

Segundo Faria (2008), os primeiros investimentos VC/PE no Brasil se deram sob forma de consórcio, isto porque tal estrutura proporcionava maior flexibilidade para os investidores. Esses podiam vender sua parte de acordo com a sua necessidade e regulamento específico. Além disso, os participantes do consórcio também tinham poder de gestão nas empresas adquiridas, dado que eram os donos do negócio investido. Considerando os benefícios das atividades de consórcio, o desenvolvimento do mercado de participações privadas evoluiu para os fundos de investimento. Mas foi apenas na década de 70, com a participação do governo que a atividade de VC se desenvolveu.

No Brasil, a primeira organização de PE, Brasilpar, foi fundada em 1975, quando o modelo norte-americano de PE estava em fase final de configuração e começava a atrair importantes somas de capital. Apesar da enorme diferença em relação aos EUA, o Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na implantação de suas indústrias de PE (KAWANAMI, 2009).

Segundo a ABVCAP, as primeiras ações realizadas pelo governo para o desenvolvimento da atividade de *Venture Capital* datam de 1974, por meio de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e, em 1976, pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep)<sup>15</sup>.

O BNDES atua por meio de dois programas: BNDESPar Private Equity e BNDESPar *Venture Capital*. E desde então o BNDES investiu em 33 veículos de investimentos, entre *Private Equity*, *Venture Capital*, PIPE<sup>16</sup> e Mezanino, que totalizam 1,5 bilhões de reais de capital comprometido pelo banco (em média aproximadamente 20% do total dos veículos), dos quais já foram desembolsados aproximadamente 0,6 bilhões de reais (Kawanami, 2009).

Com a estabilidade adquirida na década de 90, pós Plano Real, os investimentos em VC/PE se institucionalizaram no Brasil. A regularização do setor e o ambiente inflacionário benigno conferiram uma maior estabilidade ao cenário econômico e tornaram esse tipo de investimento mais atrativo, inclusive elegendo este veículo como o mais adequado para investimentos nas privatizações. Em 1994 surgiu um dos primeiros fundos de *Private Equity* do país, o *GP Capital Partners*, com patrimônio de USD 500 milhões, captados junto a investidores estrangeiros. Este se configurou como uma importante experiência, dado que foi o único fundo de investimento com patrimônio superior a USD 450 milhões na América Latina que retornou aos seus cotistas todo o capital investido com lucro. Entre os principais investimentos do fundo estavam: Lojas Americanas, Brahma, Wall-Mart e Telemar.

Vale ressaltar também , que o grande propulsor do desenvolvimento do mercado de participações privadas no país foi tanto a saturação do mercado americano, quanto o movimento iniciado na década de 90 de privatizações. A partir desse momento, as oportunidades motivaram de forma mais consistente as participações privadas diretas. Em julho de 2000 foi criada a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), atual ABVCAP, oficializando a indústria.

De acordo com dados do Censo Brasileiro de *Private Equity & Venture Capital*, realizado pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV/SP), em 1994 haviam 8 gestores de fundos. Esse número aumentou, em 2000, para 45 e, em 2008, chegou a 132.

---

<sup>15</sup> Disponível em: <http://74.81.193.35/abvcap/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>

<sup>16</sup> Private Investment in Public Equity

Segundo informações da ABVCAP (2010), o censo também mostrou que até dezembro de 2009 havia na indústria de PE/VC 180 organizações gestoras, 1.747 profissionais envolvidos nessa indústria, 236 veículos de investimentos e 554 empresas em portfólio. Em 2009, a indústria de PE/VC registrou US\$ 34 bilhões de capital comprometido para investimentos no Brasil, o que foi considerado por muitos como um novo recorde, dado que em 2008 esse número era de US\$ 27,1 bilhões, e em 2004 era de US\$ 5,6 bilhões; configurando um crescimento de quase 6 vezes em 5 anos.

Ainda de acordo com a ABVCAP (2010), o ambiente nacional para investimentos em VC/PE avançou a partir da edição da ICVM<sup>17</sup> 391/03, regulando os Fundos de *Private Equity*, que até então não contavam com regime próprio previsto na legislação. Somam-se a isto, as reformas prévias na legislação societária, a confirmação pelo Poder Judiciário da arbitragem como legítima para resolução de eventuais conflitos societários e a manutenção das condições macroeconômicas básicas.

O relatório da ABVCAP (2010) sobre a indústria de PE/VC no Brasil afirma que:

“Terminado o seu 1º ciclo de investimento (1997-2004), é possível verificar que o setor de VC/PE conta com um grande potencial de crescimento e reafirma a sua importância para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, o que se percebe através dos inúmeros casos de sucesso do setor”. (Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>. Acesso em 20 janeiro 2011).

Vale ressaltar também, como fator importante para a indústria de PE, a criação do Bovespa Mais, em 2006, idealizado para viabilizar o acesso do mercado acionário brasileiro a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata (Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BOVESPAMais\\_folder.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BOVESPAMais_folder.pdf). Acesso em 20 janeiro 2011).

Portanto, a indústria de PE no Brasil pode ser considerada como recente quando comparada à americana, mas evoluiu de forma consistente ao longo dos últimos anos, beneficiada, sobretudo, por um cenário econômico favorável e boas opções de saída.

---

<sup>17</sup> Instrução CVM



## **IV.2 - IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS E PE/VC NO BRASIL**

No Brasil, onde o investimento público aparece bastante limitado, o investimento privado mostra-se com uma alternativa relevante no que diz respeito ao desenvolvimento de diversos setores da economia, viabilizando um longo ciclo de crescimento sustentável do país.

A modernização do sistema financeiro passa pelo aumento do peso do mercado de capitais, ampliando a participação do mercado de crédito ao setor privado como percentual do PIB (Santos 2008).

Um mercado de capital eficiente proporciona uma gama maior de alternativas de financiamentos, reduzindo custos financeiros e contribuindo decisivamente para a saúde financeira de diversas empresas, com conseqüente valorização do capital investido pelos acionistas. Além disso, a demanda, por parte do mercado acionário, por informações e demonstrações financeiras de qualidade estimula a cultura empresarial e do público em geral, gerando benefícios para toda a atividade econômica. E, por último, cabe destacar o papel fundamental de um mercado de capitais eficiente e desenvolvido para atrair, maximizar e consolidar a presença e permanência do capital externo.

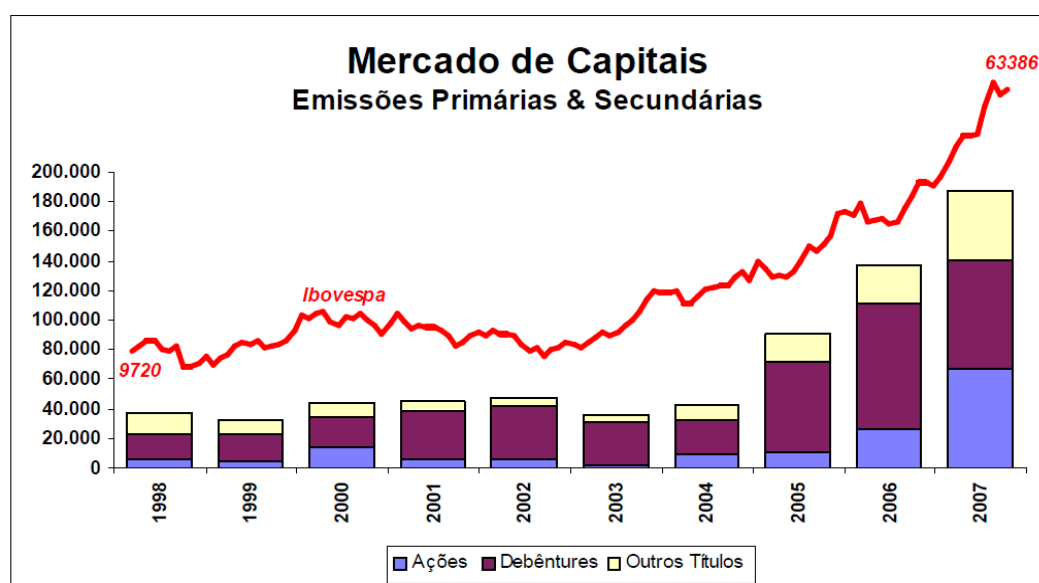
Relatórios anuais da bolsa de valores de São Paula e da CVM demonstram a expansão do mercado de capitais. Esse fato deriva principalmente da evolução do quadro institucional brasileiro, que ampliou a confiança dos agentes econômicos ajudando a dinamizar o mercado. O surgimento do segmento do Novo Mercado, por exemplo, enfatiza a importância da Governança corporativa como elemento de transparência e segurança para os investidores.

Segundo relatório da ABVCCAP (2010):

“A indústria de VC/PE tem ajudado a desenvolver padrões de governança para companhias não listadas em bolsa e a comprovar a idéia de que boa governança corporativa, além de trazer mais transparência e proteção para acionistas minoritários, aumenta o valor da sociedade, facilita seu acesso ao capital, e contribui para a sua perenidade.”

Conforme o gráfico sobre a evolução do índice IBOVESPA entre 1998 e 2007, pode-se perceber que o crescimento do mercado de capitais, viabilizado pelo aumento das emissões primária e secundárias, propiciou a melhora no índice que mede o desempenho da bolsa de valores de São Paulo (Bovespa).

**Gráfico 5:** Evolução do IBOVESPA entre 1998 e 2007



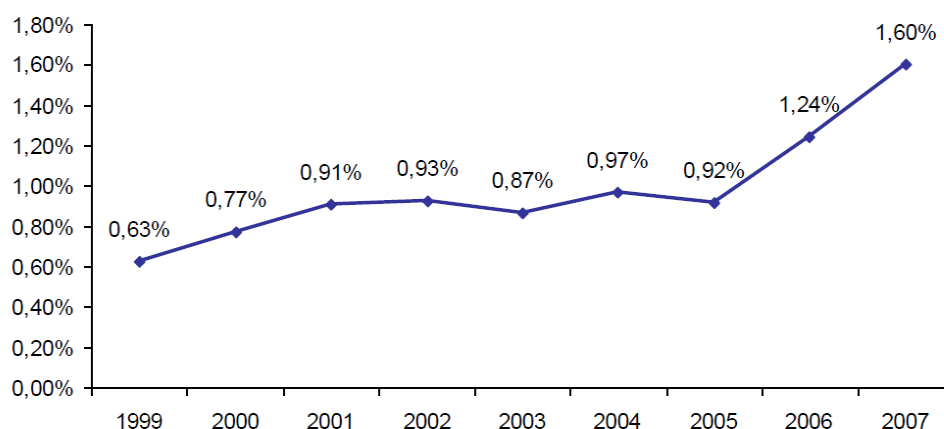
**Fonte:** SANTOS, 2008. Na alínea “outros títulos” estão incluídos quotas de fundos de investimento imobiliário, notas promissórias, certificado investimento audiovisual, certificado de recebíveis imobiliários, título investimento coletivo, quotas FIDC/FIC-FIDC, quotas investimento em participações, quotas FMIEE e certificado depósito de ações.

Dentro da estrutura do mercado de capitais os fundos de investimentos em PE/VC são os que possuem maior destaque. Esses fundos ganham importância à medida que fomentam o lado real da economia por meio de investimentos em empresas privadas, funcionando, muitas vezes, como “hospitais”, transformando empresas deficientes em empresas saudáveis. Os recursos investidos em empresas de capital fechado, depois do desenvolvimento dos negócios por eles viabilizados, acabam por fomentar também o mercado aberto, via abertura de capital destas empresas. Entre 2004 e o primeiro semestre de 2007, das 72 ofertas públicas iniciais de ações, praticamente 40% delas eram empresas que em algum momento de sua trajetória foram financiadas por recursos provenientes de fundos de PE/VC (Santos, 2008).

Sendo assim, a Bovespa juntamente com a Comissão de Valores Mobiliários vem procurando criar as condições necessárias, por meio de um ambiente regulatório mais seguro e transparente, para fortalecer e ampliar o desenvolvimento do mercado de capitais, que se mostra de suma importância para o desempenho da economia.

Conforme o gráfico 6, pode-se perceber que nos últimos anos o crescimento do setor de PE foi bastante significativo com o capital comprometido alocado ao Brasil crescendo a taxa superior a 24% ao ano, de 2005 a 2007 (KAWANAMI, 2009).

**Gráfico 6:** Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil como percentual do PIB brasileiro



**Fonte:** Kawanami, 2009.

O crescimento expressivo do mercado de capitais brasileiro verificado nos últimos anos, pode ser então entendido como fruto de um ambiente externo e interno favorável, em que a redução das taxas de juros favoreceu aos investimentos, e a evolução das instituições do mercado permitiu o fortalecimento das próprias empresas.

Um longo caminho deverá ser trilhado, mas a expansão recente reforça a idéia da opção do mercado de capitais como a fonte mais relevante de financiamento das empresas brasileiras.

#### **IV.2.1 - PE/VC como motor de fomento**

A indústria de PE/VC pode ser vista como motor de fomento não só por permitir a formação de novas empresas e gerar novos empregos, mas também por viabilizar o crescimento de novas tecnologias.

De acordo com Santos (2008) a indústria de PE/VC impulsiona o crescimento e fortalece as empresas sobre sua propriedade. Segundo o autor, o valor médio dos negócios que receberam aporte de capital de PE nos EUA passou de US\$ 1,2 bilhão, quando da aquisição, para US\$ 2,2 bilhões na saída (valorização de 83%), em um período médio de três anos. Já na Europa, esta valorização foi de 81%, com o valor médio dos negócios passando de US\$ 800 milhões para US\$ 1,4 bilhão, em um período de três anos e meio. Sendo assim, o crescimento médio anual do valor das empresas investidas superou com folga as empresas de capital aberto nos EUA (33% vs. 11%) e na Europa (23% vs. 15%). Esse fato demonstra o

peso dos investimentos nos fundos de PE/VC e seus impactos sobre a geração de valor das empresas investidas.

Além disso, as empresas investidas por PE/VC tendem a criar empregos de forma mais eficiente comparativamente às que não se beneficiaram deste veículo de financiamento, é o que demonstram dados sobre geração de emprego e crescimento dos PE/VC, conforme tabela 8 (Eid, 2006 *apud* SANTOS, 2008).

**Tabela 8:** Comparação das taxas de crescimento das vendas e do emprego entre companhias investidas por PE/VC e companhias não investidas, crescimento % anual médio.

Pais / Região	Crescimento Emprego, investida PE/VC	Crescimento Emprego, não investida PE/VC	Crescimento Vendas, investida PE/VC	Crescimento Vendas, não investida PE/VC
Europa, 1991-1995	15	2*	35	18*
EUA, 1989-1993	25	-3**	41	2**
Austrália, 1993-1996	20	2***	42	6***

\* 500 mais lucrativas  
 \*\* Fortune 500  
 \*\*\* Top 100

**Fonte:** Coopers and Lybrand et al, 1995 *apud* SANTOS, 2008

A atratividade dos investimentos em PE/VC cresce nas economias emergentes, por conta das ótimas oportunidades de negócios propiciadas pelo crescimento econômico, da expansão dos mercados consumidores e da desregulamentação de vastos setores da economia destes países. Sendo assim, os grandes fundos de PE/VC, em busca de novas oportunidades e melhores retornos, tem considerado cada vez mais as economias emergentes (Santos, 2008).

#### IV.2.2 - Determinantes e limitantes para a consolidação do Private Equity

A indústria do PE/VC mostrou-se como uma alternativa de fomento para transformação e conseqüente desenvolvimento econômico. Entretanto, alguns fatores acabam limitando tanto o surgimento quanto o desenvolvimento dessa atividade. Entre os fatores limitantes para o desenvolvimento de tal indústria pode-se destacar: o cenário de instabilidade institucional, com um sistema jurídico pouco desenvolvido (instrumentos legais de pouca eficácia) e o baixo desenvolvimento corporativo (baixos níveis de governança corporativa).

O estudo de Farag et al (2004) propõem que dentro deste contexto, para contrabalançar tais dificuldades é necessário desenvolver instrumentos de contratação e de monitoramento das atividades das empresas investidas para que o capitalista se sinta confortável suficiente para investir.

É importante estabelecer alternativas claras de saída para reduzir a percepção de risco dos investidores. Soma-se a isso, a necessidade de contratos altamente flexíveis, além de direitos de controle e monitoramento após o investimento. Todos esses fatores são essenciais para o fomento de maiores iniciativas de VC.

Santos (2008) enfatiza em sua tese que um dos limitantes do desenvolvimento de um mercado de negócios no Brasil é a relativa baixa competitividade do mesmo. Esta pode ser explicada em parte pela estabilidade macroeconomia e, em parte, pelo ambiente de altas taxas de juros e altos gastos públicos.

No que diz respeito à estabilidade macroeconômica, o autor ressalta que o Brasil vem atingindo melhoras, mantendo um ambiente inflacionário benigno e dentro dos padrões de normalidade. Entretanto, essa melhora não foi capaz de beneficiar a competitividade geral do país.

As altas taxas de juros e a saúde das finanças públicas, no que diz respeito à qualidade dos gastos públicos, são fatores negativos que derrubam a avaliação de competitividade do país. Uma dívida pública excessivamente grande e com alta liquidez tende a inibir o desenvolvimento do mercado privado na medida em que cria um desincentivo à compra de títulos privados, que em geral possuem um maior risco embutido e são de horizonte de mais longo prazo.

Santos (2008) descreve a situação do país da seguinte forma:

“O governo brasileiro tem sido incapaz de prover serviços de forma eficiente em função do custo da dívida interna, por um lado, e pela vinculação de grande parte do orçamento a despesas correntes (pessoal e custeio) em detrimento de investimentos em infra-estrutura, saúde e especialmente, educação.”

Santos (2008) também destaca que a falta de garantias claras quanto à proteção da propriedade privada e a propriedade intelectual também atua como um fator negativo, limitando a ampliação dos investimentos por parte dos agentes econômicos. Hoje, devido às melhoras no ambiente regulatório - mas que ainda está aquém do considerado ideal - os investimentos nesse setor pôde ser ampliado.

É fundamental que as instituições do país não apenas legitimem as transações econômicas, mas garantam os interesses das partes envolvidas, por meio de instrumentos eficientes de proteção e de efetivação dos contratos.

Dentre os fatores que marcaram a evolução recente do mercado de capitais brasileiros e impulsionaram o desenvolvimento dos fundos de PE/VC no Brasil encontram-se as

regulamentações da CVM sobre o mercado de emissões privadas. O marco desse processo se deu com a instrução nº 209, publicada em 25 de março de 1994, que dispôs sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Essa regulação estabeleceu os conceitos sobre empresas emergentes e lançou as bases legais para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil. Além disso, abriu aos investidores institucionais a possibilidade de investir em empresas não listadas em bolsa e possibilitou às empresas dedicadas a gestão de capital de risco a ter tratamento fiscal diferenciado (tratamento fiscal de fundos, com tributação sobre o resultado financeiro das empresas componentes do seu portfólio).

Em 1999, a CVM promoveu nova regulação através da instrução nº 302, que institucionalizou os Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários, não sendo uma regulação específica para as empresas não listadas em bolsa.

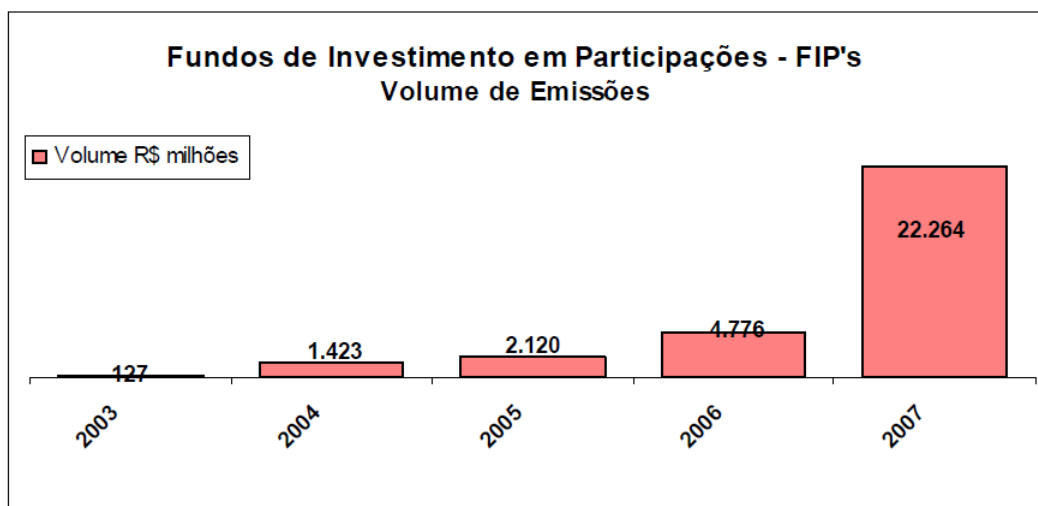
Finalmente com a instrução nº 391, de 2003, a CVM regulou os chamados “FIPs”, Fundos de investimentos em participações, viabilizando o desenvolvimento da indústria de forma mais consistente.

Ao descrever o funcionamento dos fundos de participação instituídos a partir da instrução nº 391 da CVM, Santos (2008) destaca que:

“Estes fundos são autorizados a investir tanto em empresas listadas como em capital fechado e devem participar da gestão das empresas que compõem o seu portfólio, influenciando suas estratégias e a gestão, especialmente através da indicação dos membros do Conselho de Administração de cada companhia. Esta participação se efetiva através da aquisição do bloco de controle ou através de Acordos de Acionistas (Ribeiro, 2006), exigindo-se também padrões mínimos de Governança Corporativa das empresas participantes que assim ingressam em um processo de adequação às regras aplicáveis às companhias de capital aberto, já se preparando para eventual abertura do capital via IPO.”

Os Fundos de Investimento em Participações (*FIPs*) passaram a ser os principais veículos de investimento em *PE/VC* no Brasil desde a sua criação, conforme demonstrado no gráfico 7 a seguir, com a explosão das emissões destes veículos de investimento, que chegaram a 77 em 2007, com volume superior a R\$ 22 bilhões (Santos 2008). O crescimento em termos de volume foi superior a 300%, entre 2006 e 2007.

**Gráfico 7:** Evolução dos FIPs no Brasil



**Fonte:** SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. Análise de contrato de Private Equity & Venture Capital: o alinhamento dos interesses entre fundos de PE/VE e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro (2008)

É importante destacar também o papel da Lei das S.A.s e as iniciativas de auto-regulação do mercado acionário brasileiro (BOVESPA Novo Mercado), especialmente as relacionadas à proteção das posições minoritárias, consideradas referência internacional.

Segundo Santos (2008), dada a grande evolução no marco institucional o Brasil ocupava em 2008 uma posição de liderança na América Latina, na 2ª posição no ranking do LAVCA<sup>18</sup> em termos de ambiente para o florescimento da indústria de *Private Equity & Venture Capital*. Entretanto, a ineficiência do Judiciário, a corrupção percebida e a excessiva burocracia travam os negócios, e se mostram como um limitante para o desenvolvimento do empreendedorismo e para o investimento em empresas de capital fechado no Brasil .

A evolução do marco institucional brasileiro contribuiu para o reconhecido destaque do país entre as economias emergentes e foi fundamental para o recebimento do status de “*investment grade*” pelas principais agências de risco (*Standard & Poor's e Moody's*)<sup>19</sup>.

#### IV.2.3 - Principais investidores dos fundos de PE/VC

Os investimentos em PE/VC possuem como principais características: alto risco, elevada expectativa de retorno e baixa liquidez. Nesse sentido, dado o período longo de

<sup>18</sup> Latin America Venture Capital Association – LAVCA.

<sup>19</sup> Selo de investimento é um título concedido pelas agências de “rating”, que indica a capacidade de um país de cumprir seus compromissos (dívida interna e externa).

maturação de tais investimentos, estes são atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e que possuam plano de investimento visando retornos de longo prazo.

Portanto, os principais investidores de PE são: fundos de pensão, empresas privadas, bancos, fundos de investimentos, pessoas físicas com elevada disponibilidade de capital, e seguradoras. Além disso, os próprios sócios da organização gestora podem também atuar como investidores do fundo. Vale ressaltar ainda que alguns fundos requerem a adequação à definição de “investidor qualificado”, conforme estipulado pela CVM.

No que diz respeito à origem dos investidores, segundo o “Panorama de PE e VC de 2008”, após uma tendência de redução da participação de investidores estrangeiros nos veículos de investimento criados entre 1997 e 2002, os mesmos retomaram sua presença nos veículos criados entre 2003 a 2006, em especial neste último, quando atingiram 65% dos comprometimentos de capital. Em junho de 2008, tais investidores correspondiam a 57% do capital comprometido total.

Como é possível observar na tabela 9, os fundos de pensão assumem a liderança na classe dos investidores em PE/VC, em 2004. Do total do capital comprometido nessa atividade, as EFPC respondem por 17,2%, o que corresponde a US\$686 milhões investidos.

**Tabela 9:** Distribuição do capital comprometido em 2004 por classe de investidor

Classe	Comprometimentos (em US\$ milhões)	Porcentagem válida	Origem Internacional (%)
Fundos de pensão	686	17,2	24
Empresas privadas	634	15,9	43
Bancos	413	10,3	78
Fundos de Investimento	362	9,1	94
Trustes e endwments	353	8,9	100
Pessoas físicas externas à organização	334	8,4	82
Outras organizações de VC/PE	291	7,3	96
Seguradoras	290	7,3	99
Governo e empresas públicas	255	6,4	0
Sócios da organização gestora	198	4,9	48
instituições multilaterais	131	3,3	100
Ongs	41	1	100
sem informação	1080	0	91
<b>total</b>	<b>5068</b>	<b>100</b>	<b>70</b>

**Fonte:** Faria (2008). Valores reportados em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

#### IV.2.4 - Estruturação dos Fundos de PE/VC

Os fundos de PE/VC são responsáveis pela administração e investimento dos recursos de terceiros, isto é, dos seus investidores. Esses recursos são investidos em empresas privadas



que passam a compor o portfólio do veículo de investimento. Após algum tempo a participação detida nessas empresas é liquidada.

Segundo Faria (2008), os veículos de investimento em PE/VC são estruturados de forma que os interesses dos empreendedores, dos gestores e dos investidores desses fundos sejam alinhados de modo contratualmente definido. Nos EUA, a estrutura organizacional desses tipos de fundos é chamada de *limited partnership*. A relação entre os investidores (*limited partnership*) e os gestores (*general partnership*) é baseada em contratos que visam a garantir o alinhamento de interesses.

Os recursos do fundo financiam as empresas investidas. Em contrapartida, os investidores possuem participação acionária e direitos financeiros.

Após a criação do veículo de investimento de PE/VC, a organização gestora deve estipular o prazo de duração do mesmo, isto é, o prazo entre o início do fundo e o desinvestimento total do fundo através da venda de suas empresas em portfólio. Tal prazo é geralmente de 5 a 10 anos, podendo ou não haver possibilidade de extensão de sua duração.

Posteriormente, a empresa gestora inicia o processo de PE, o qual, segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), pode ser dividido em 5 fases: (i) captação de recursos; (ii) originação e seleção de investimentos; (iii) estruturação e execução dos investimentos; (iv) monitoramento e adição de valor; e (v) preparação e execução de saída.

#### **IV.2.4.1 - Captação de recursos**

Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), o período médio de captação, entre o lançamento de um veículo até o encerramento, é de 12 meses, como um requisito de justiça em relação aos primeiros investidores. Assim, os novos investidores devem contribuir com sua parcela pró-rata dos novos investimentos, bem como para os juros incorridos.

#### **IV.2.4.2 - Identificação e seleção de oportunidades**

A etapa seguinte à constituição e capitalização do fundo é a realização dos investimentos, cabendo à empresa gestora identificar as oportunidades de investimento, e selecionar as empresas elegíveis ao recebimento do aporte de capital. Essa nova etapa tem como principais fontes de pesquisa: publicações, consultores, universidades, centros de pesquisa, dentre outras. É através da pesquisa que se busca o aprofundamento dos conhecimentos a respeito do empreendimento, empresa ou setor, por meio da solicitação de

planos de negócios e entrevistas; levando em consideração o estágio atual da empresa, sua administração e o modelo de negócio da empresa alvo do investimento (Faria 2008).

Segundo Kawanami (2009), para a realização da seleção são levados em consideração os seguintes fatores: a atratividade da empresa, a atratividade do mercado e o cenário competitivo no qual a empresa se encontra. Assim, costuma-se realizar a análise dos planos de negócios das empresas e elaboração de modelos de avaliação econômica com projeções de fluxo de caixa.

Kawanami (2009) também destaca que dado que o objetivo do negócio do PE/VC não é manter a empresa em portfólio por tempo indefinido, é fundamental no momento da seleção do investimento analisar a viabilidade de realizar o desinvestimento de forma rentável em um determinado período de tempo.

No momento de selecionar as empresas que receberão o investimento do fundo, muitos fundos restringem-se a determinados setores da economia, outras, adotam uma abordagem oportunista, não se limitando a setores específicos.

#### **IV.2.4.3 - Estruturação e execução dos investimentos**

Nesta fase serão definidos aspectos como: preço e o percentual de participação do fundo na empresa investida. Neste momento é estabelecido um acordo de acionistas, no qual ocorre a negociação dos termos (*Investment Agreement*) e a montagem da estrutura financeira. Finalmente, é estabelecido a execução dos investimentos, isto é, como a empresa, que fará parte do portfólio da organização gestora, será financiada.

A definição do percentual a ser adquirido da empresa investida está relacionada a mecanismos de participação em processos decisórios da empresa, ou seja, a capacidade do fundo de exercer controle sobre a mesma.

Ao definir a estrutura gerencial entre o fundo e a empresa, deve se levar em consideração um nível de flexibilidade que permita à empresa investida se desenvolver livremente. Para tanto, envolver-se diretamente no monitoramento da empresa investida é fundamental pra o sucesso do investimento. É a partir dessa fase que a organização gestora irá agregar valor às suas empresas em portfólio, e, portanto, o monitoramento dos investimentos requer contato permanente com as empresas investidas (Kawanami, 2009).

O grau de envolvimento entre a gestora e suas empresas em portfólio é uma característica de cada organização gestora, e normalmente envolve serviços de assessoria

estratégica, operacional e financeira. São exemplos de meios frequentemente usados por organizações gestoras no monitoramento de suas investidas: participação no conselho de administração, monitoramento periódicos de indicadores, alocação de funcionários da organização gestora na empresa investida, substituição de cargos, auxílio na estruturação de operações com fornecedores, bancos e clientes, entre outros.

#### **IV.2.4.4 - Gerenciamento do portfólio**

No gerenciamento do portfólio evidencia-se uma relação entre investidor e gestor que guarda semelhança com a relação entre gestor e empreendedor. Assim, são comuns certos princípios de governança, como: (i) em ambos os casos, os recursos são aportados em etapas; (ii) o esquema de remuneração é similar, isto é, tanto gestor quanto empreendedor possuem remuneração com maior peso no componente variável; (iii) enquanto que para o investidor interessa a distribuição anual de lucros, para o gestor interessa opções de venda, direitos de arraste e direito de extensão do prêmio de controle no contrato de compra e venda de ações; (iv) nos dois casos, o agente sofre sérias consequências se falhar, isso porque gestores malsucedidos dificilmente conseguem levantar novos veículos e correm o risco de perderem o capital intelectual adquiridos, específico à gestão de investimento em PE/VC (Faria, 2008).

#### **IV.2.4.5 – Período de desinvestimento**

A fase de desinvestimento constitui a última fase de uma operação de PE/VC, e cabe ao gestor a decisão de saída do investimento. Para isso, esse leva em consideração o potencial de crescimento que a empresa investida ainda apresenta e as oportunidades disponíveis para a realização de saída presentes em cada momento. Essa etapa é fundamental para a rentabilidade do fundo e, portanto, deve ser muito bem planejada (Kawanami, 2009).

A lógica das operações de PE/VC pressupõem um desinvestimento no menor prazo e com o maior retorno possível e é a combinação dessas variáveis que determinará a performance geral da companhia .

As formas mais comuns de saída são:

- a) Abertura de capital da empresa, isto é, oferta pública de ações (*IPO*)
- b) Venda estratégica da empresa (*trade-sale*) para outra empresa
- c) Liquidação total dos ativos, descontinuidade das operações (*write-off/down*)
- d) Venda para investidor temporário (*secondary-sale*)
- e) Recompra de participação pela própria empresa

### **IV.3 - CENÁRIO ATUAL E PERSPECTIVAS FUTURAS**

Como foi possível observar, o setor de private equity no Brasil vem apresentando um rápido crescimento. Com a obtenção da estabilidade econômica e com a tendência declinante da taxa de juros e Risco País baixo, o mercado brasileiro tornou-se uma opção atrativa para os investidores de capital empreendedor.

A elevação do Brasil ao status de Investment Grade, em 2008, foi importante para a atração de investimentos de longo prazo.

Os fundos de pensão mostram-se como os principais agentes nesse segmento e estão apostando cada vez mais recursos neste setor, o que é de grande importância, visto que os fundos internacionais tiveram papel fundamental no desenvolvimento da indústria nos EUA e em outros países desenvolvidos. Atualmente, Previ, Petros, Funcef e Fapes já tem parte de seus ativos aplicados em VC/PE (ABVCAP, 2010).

Segundo ABVCAP (2010) a participação dos fundos de pensão em novas captações chegou a 50%. O país oferece ainda opções líquidas de saída, tanto por meio de abertura de capital como por vendas estratégicas, e opções atrativas e diversificadas de investimento, além de setores fragmentados, que representam oportunidades de serem consolidados. De acordo com o Global Entrepreneurship Monitor, indicado no relatório da ABVCAP, as áreas que têm atraído grande interesse dos investidores são: infra-estrutura, imobiliária, TI, biotecnologia e “agrobusiness” .

Ainda de acordo com a ABVCAP (2010), o Brasil está entre os sete países empreendedores, com mais de 200 incubadoras, 3.000 companhias, mais de 15 milhões de empreendedores e mais de 450 novas empresas estabelecidas no país a cada ano.

O cenário atual mostra-se excelente para a expansão das atividades de PE/VC, dado os aspectos macroeconômicos favoráveis, mercado receptivo ao IPO, excelente histórico de saídas e presença considerável de investidores internacionais no setor.

Com o declínio da taxa básica de juros no Brasil, os investimentos alternativos (VC/PE) tornam-se mais atrativos para os investidores de longo prazo, como é o caso das EFPC, dadas as rentabilidades diferenciadas que oferecem, bem como a necessidade de diversificação de carteira de tais investidores. Sendo assim, alguns dos maiores fundos de pensão brasileiros ingressam no mundo do Private Equity/Venture Capital. Segundo a ABVCAP (2010) são esperados aumentos nos volumes de recursos disponibilizados por esta

categoria de investidor para o setor, com destaque para a intensificação da atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) no VC/PE brasileiro, ao estimular o empreendedorismo, o desenvolvimento de empresas inovadoras e a cultura de capital empreendedor.

Ações da ABVCAP, em parceria com a ABDI (Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial), também têm sido de grande importância para divulgar o mercado brasileiro.

Também merece destaque o Convênio de Cooperação Técnica e Financeira firmado com a APEX-Brasil (Agência brasileira de promoção de exportação e investimentos), que tem como principal objetivo atrair capital estrangeiro para a indústria brasileira de capital empreendedor, além de posicionar e fortalecer a imagem do Brasil no exterior.

No cenário internacional, o ambiente também é positivo, com o Brasil se mostrando como uma oportunidade diferenciada, tendo em vista que nos últimos anos o ambiente de investimentos do país evoluiu imensamente, apresentando-se como alternativa viável para obter retornos diferenciados no longo prazo e para diversificar investimentos.

A criação do BOVESPA MAIS intensificou o movimento de aberturas de capital por parte de empresas investidas pelo PE/VC brasileiro, o que tem se provado como excelente rota de saída.

É por tudo isso, que se pode acreditar que a indústria brasileira de PE/VC cresceu e está pronta para dar um grande salto e atingir dimensões bem próximas as apresentadas nos países desenvolvidos, caracterizando esse segmento de investimento alternativo como o de maior potencial de crescimento, tanto no Brasil, quanto no mundo.

## CONCLUSÃO

O aumento da expectativa de vida combinado com o elevado padrão de consumo da população amplia a necessidade de complementação de renda na aposentadoria. Dentro desse contexto, as empresas públicas e privadas disponibilizam, como forma de benefícios aos seus empregados, planos de previdência complementar.

Conforme o gráfico 1 (sessão II.2.2), observou-se que o total de ativos das EFPC vem crescendo ano após ano, com aumento de 34% entre 2006 e novembro de 2009, evidenciando o crescimento acelerado desse setor. Esse fato corrobora a convicção de que os fundos de pensão continuarão ampliando seus investimentos e se manterão desempenhando um importante papel no financiamento das atividades econômicas.

As EFPC tradicionalmente mantêm grande parte de seus recursos investidos em títulos de renda fixa, dados que estes sempre disponibilizaram o retorno e a segurança necessária para que os gestores dos fundos atingissem suas metas atuárias. A preferência por esse tipo de investimento pode ser verificada conforme a tabela 4 (sessão II.2.1). Entretanto, a crise americana do *subprime*, modificou as taxas de retorno desses investimentos ao alterar as taxas de juros de diversos países, inclusive do Brasil.

A estabilização da taxa de juros em patamares inferiores aos praticados trouxe consigo a necessidade de novas formas de investimentos, capazes de atingir a rentabilidade necessária para alcançar as metas atuárias dos planos de previdência complementar. É nesse contexto, que o segmento de *Private Equity & Venture Capital* (PE/VC) surgiu como uma alternativa viável e promissora de investimento.

Como visto, dadas as suas características (elevada expectativa de retorno e baixa liquidez), os investimentos em PE/VC se mostraram como um instrumento financeiro adequado para os fundos de pensão pelo fato desses últimos possuírem um passivo de longo prazo e buscarem, cada vez mais, por maiores retornos. Esse tipo de investimento vem crescendo no mundo todo, e hoje ganha maior importância também no Brasil. Além das boas rentabilidades que proporciona, essa atividade também estende para toda a economia seus efeitos benéficos, atuando como catalisadora de novas tecnologias, serviços e produtos,

aumentando as vendas e gerando novos empregos, por meio da atuação nas empresas investidas como evidenciado na tabela 8 (sessão IV.2.1).

A evolução dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), refletiu a inovação no enquadramento dos ativos por segmento, como visto na seção III.2 com a criação do segmento Investimentos estruturados (Artigo 20 da Res. 3.792 do CMN). A ampliação desses fundos, com destaque para os FIPs, cujo volume de emissões cresceu mais de 300% entre 2006 e 2007 (gráfico 7), possibilitou a expansão do ritmo de crescimento da indústria de PE/VC. Tal indústria tem como maior grupo de investidores no Brasil as EFPC, os quais em 2008 respondiam por 17,2% do total do capital comprometido nessa atividade, conforme tabela 9 deste trabalho .

Sendo assim, a potencial redução da atratividade dos investimentos de renda fixa advinda das menores taxas reais de juros, levou os gestores das EFPC a buscarem por alternativas que melhorassem a relação risco-retorno de suas carteiras, ampliando o interesse pela indústria de PE/VC. Tal segmento mostrou-se, assim, como preferido entre os investimentos alternativos possíveis. Esse fato justifica-se no percentual de 75% de investidores que já estão investindo ou pretendem investir nesse segmento (gráfico 3). Tal atividade, conforme visto, apresenta boas perspectivas de crescimento com a intensificação das ações do BNDES e da FINEP, como instituições incentivadoras de novos empreendimentos.

Portanto, pode-se concluir que o novo ambiente macroeconômico de taxas decrescentes de juros contribui para ampliar a gama de investimentos alternativos, impulsionando assim indústria de PE/VC no Brasil.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERINI, Daniel Vinícius e BOGUSZEWSKI, Leonardo Deeke. **Por Dentro do Subprime**: a crise imobiliária americana e seus impactos na economia brasileira. Vitrine da Conjuntura, Curitiba. v.1, n.2, abril 2008.

**ALMEIDA, Paulo Roberto de.** O Brasil e o G20 financeiro: **alguns elementos analíticos, por Paulo Roberto de Almeida. 2009.** Disponível em: <<http://mundorama.net/2009/09/14/o-brasil-e-o-g20-financeiro-alguns-elementos-analiticos-por-paulo-roberto-de-almeida/>>. Acesso em 15 agosto 2010.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Instruções normativas.** 2010. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=mapa/mapaParcial.html&idMenu=19&menu=s>>. Acesso em 3 abril 2010.

\_\_\_\_\_. **Portal dos Fundos de Pensão.** Dados Institucionais. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=entidade/entidade.html&idConteudo=19&idMenu=13>>. Acesso em 3 abril 2010.

\_\_\_\_\_. **Private Equity – o novo ciclo de investimento em capital de risco.** Disponível em: <[http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=revista/revista\\_interna.html&revistaId=65&idMenu=74&impressao=s](http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=revista/revista_interna.html&revistaId=65&idMenu=74&impressao=s)> . Acesso em 20 dezembro 2010.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Overview do Setor de Venture Capital & Private Equity.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/UpLoad/Arquivo/Sobre%20o%20setor.pdf>> Acesso em 3 junho 2010.



BANCO DO BRASIL. **Previdência.** Perguntas frequentes. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portallbb/page88,116,9223,1,1,1,1.bb?codigoMenu=1407&codigoRet=7484&bread=6>> Acesso em 22 março 2011.

BAUER, Ruben. **Gestão da mudança:** caos e complexidade nas organizações. São Paulo: Atlas, 1999.

BENITES, Guilherme. **Busca da melhoria:** Investimentos Alternativos. Painel Riskoffice. São Paulo, 2010.

BOULIER, Jean-François e DUPRÉ, Denis. **Gestão financeira dos Fundos de Pensão.** São Paulo: Person Education, 2003.

BRASIL. Ministério da Previdência Social (MPS). Secretaria de Previdência Complementar (SPC). **Previdência Social:** Reflexões e desafios. Brasília, 2009, 232p. Disponível em: <[http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3\\_100202-164641-248.pdf](http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_100202-164641-248.pdf) >. Acesso em 1 março 2010.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional (CMN)/ Banco Central do Brasil (BACEN). Brasília: **Resolução CMN/BACEN nº3.456**, de 10 de junho de 2007. Disponível em: <[http://www.funcef.com.br/files//legislacao/Resolucao\\_Bacen\\_3456\\_01062007.pdf](http://www.funcef.com.br/files//legislacao/Resolucao_Bacen_3456_01062007.pdf)> Acesso em 1 junho 2010.

\_\_\_\_\_. **Resolução CMN/BACEN nº3.792**, de 24 de setembro de 2009. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=109082281&method=detalharNormativo>>. Acesso em 1 junho 2010.

CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Claudio V. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital:** primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

Conheça a história do capital de risco no mundo (2009, 13 de abril). **Revista Época Negócios.** Disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,EMI22364-16292,00-CONHECA+A+HISTORIA+DO+CAPITAL+DE+RISCO+NO+MUNDO.html>. Acesso em 20 dezembro 2010.

CORRÊA, Vanessa Petrelli e VIEIRA, Edson. **Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais** – a influência da regulação e das estruturas de "corporate governance" e algumas indicações para o caso do Brasil. Disponível em: <<http://www.sep.org.br/artigo/vcongresso103.pdf>> acesso em 20 dezembro 2010.

DOMENEGHETTI, Valdir. **Gestão Financeira de Fundos de Pensão**. São Paulo: inside books, 2009.

D'OLIVEIRA, Nelson Victor Le'cocq. **Desenvolvimento Financeiro Recente e Expansão dos Conglomerados Nacionais. 1993**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1993.

FARAG, Hady; HOMMEL, Ulrich; WITT, Peter; WRIGHT, Mike. **Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets**. Venture Capital, Oct-Dec 2004, Vol. 6 Issue 4, p257-282, 26p.

FARIA, Dércia Mara Santos Terra de. **A contribuição dos investimentos de capital de risco às fundações de seguridade social: uma experiência no período de 2000 a 2008**. 2008. 63f. Monografia (graduação em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

GÓES, Wagner de (Coord.). **Fundos de Pensão: Gestão de Investimentos**. São Paulo: ABRAPP/ ICSSS/ SINDAPP, 2008.

KAWANAMI, Débora Ayumi. **Análise do impacto da crise Financeira sobre o setor de Private Equity no Brasil**. 2009. 131f. Monografia (graduação em Engenharia de Produção) – Universidade de São Paulo, São paulo, 2009.

LOPES, Luiz Marins; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval. **Manual de macroeconomia**. São Paulo: Atlas, 2006.

LORENZO FILHO, Carlos Garcia. **Investimentos alternativos em cenário de juros decrescentes**, em Wagner de Góes (Coord.). Fundos de Pensão: Gestão de Investimentos. São Paulo: ABRAPP/ ICSSS/ SINDAPP, 2008.

PINHEIRO. Ricardo Pena. **Previdência complementar no Brasil**: história, evolução e desafios. Revista Fundos de Pensão, ABRAPP/ICSS/SINDAPP. Maio. 2008. Disponível em : <<http://www.mpas.gov.br/docs/pdf/previd-complementar-no-brasil-historia-evolucao-e-desafios.pdf>> . Acesso em 03 abril 2010.

RIBEIRO. Leonardo de Lima, 2005. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. Dissertação de mestrado - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RREEF Research. **Alternative Investments in Perspective**. 2007. Disponível em: <[http://www.irei.com/uploads/marketresearch/98/marketResearchFile/rreef\\_aip9-07.pdf](http://www.irei.com/uploads/marketresearch/98/marketResearchFile/rreef_aip9-07.pdf)> .

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contrato de Private Equity & Venture Capital**: o alinhamento dos interesses entre fundos de PE/VE e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. 2008. 149f. Dissertação de mestrado - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

STUDART, Rogério. O sistema Financeiro e o Financiamento do crescimento: Uma visão pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, vol. 13, nº 1, jan./mar. 1993.

UNIBANCO. **Seguros e Previdência**. Educação e planejamento. Disponível em: <[http://www.educacaoeplanejamento.com.br/eep/ntp/cfu/vgb/index.asp?nu\\_menu=2](http://www.educacaoeplanejamento.com.br/eep/ntp/cfu/vgb/index.asp?nu_menu=2)> Acesso em 22 março 2011.

VARGA, Gyorgy. **Gestão de investimentos e fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006.

