

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

ANÁLISE DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DAS  
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA  
COMPLEMENTAR BRASILEIRAS

1994 - 2009

FELIPE MIRANDA MOREIRA BOMFIM  
Matrícula nº: 106075541

ORIENTADOR (A): Prof. Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

JULHO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

ANÁLISE DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DAS  
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA  
COMPLEMENTAR BRASILEIRAS

1994 - 2009

---

FELIPE MIRANDA MOREIRA BOMFIM  
Matrícula nº: 106075541

ORIENTADOR (A): Prof. Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

JULHO 2010

## Resumo

Este trabalho tem por objetivo estudar as alterações na alocação dos recursos garantidores das Entidades Fechadas de Previdência Complementar Brasileiras (EFPC) durante o período entre 1994 e 2009. O principal fator gerador das mudanças alocativas é o declínio, de longo prazo, nas taxas de juros da economia brasileira, acompanhadas por alterações na legislação e na consolidação do Mercado de Capitais Brasileiro (MCB). Foi realizado estudo sobre as resoluções que impactam no funcionamento das EFPC's, nas taxas de juros básicas da economia brasileira e sobre o Mercado de Capitais Brasileiro. Os resultados mostram que a alocação dos recursos garantidores vem migrando, principalmente, de títulos de renda fixa de emissão do Tesouro Nacional para títulos de renda fixa privada e títulos de renda variável.

## **SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES**

ANBIMA	Associação das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ABRAPP	Associação Bras. das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ALM	Asset Liability Management
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
MCB	Mercado de Capitais Brasileiro
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro

## ÍNDICE

<b>Introdução.....</b>	<b>6</b>
<b>Capítulo I - Conceito de Carteira, o Gerenciamento de Risco e o Estudo de ALM.....</b>	<b>7</b>
<b>Capítulo II - A questão do Enquadramento à Legislação.....</b>	<b>17</b>
<b>Capítulo III - Evolução das carteiras Frente às Mudanças Estruturais e Conjunturais.....</b>	<b>31</b>
<b>Conclusão.....</b>	<b>39</b>
<b>Referências.....</b>	<b>40</b>
<b>Anexo.....</b>	<b>42</b>

## Introdução

O objetivo deste trabalho é apresentar o comportamento das carteiras de investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar brasileira entre 1994 e 2009. Dentro de um quadro de mudanças de paradigma proporcionada pela queda nas taxas básicas de juros da economia brasileira, por mudanças institucionais, na regulamentação e fiscalização, e pela consolidação do Mercado de Capitais Brasileiro.

Durante muitos anos, principalmente até 1999, os fundos de previdência privada no Brasil se beneficiaram das altas taxas de juros praticadas na economia. Nesse período não foi preciso muito conhecimento de mercado por parte dos gestores ou grande diversificação das carteiras para se atingir as metas atuariais pactuadas, esses foram até mesmo capazes de gerar superávits, ou seja, tinham rentabilidades maiores que as metas e acumularam rendimentos suficientes para distribuir os ganhos aos seus participantes e superar possíveis crises sem afetar suas metas atuariais.

A partir de 1999, com o início do regime de metas de inflação, mas principalmente entre 2004 e 2007, quando se percebe uma mais acentuada redução dos spreads nas taxas de juros, é, que se percebe mais acentuadamente a realocação dos ativos para investimentos mais arriscados.

O trabalho foi dividido em em três capítulos. No primeiro capítulo será abordado o conceito de carteira de investimentos de um fundo de previdência privada, assim como o gerenciamento de risco e o estudo de ALM.

Já o segundo capítulo tratará da questão legal, das mudanças na legislação que passam a permitir que os fundos de pensão possam alterar sua estrutura alocativa.

O terceiro capítulo aborda a questão das mudanças na direção das taxas de juros brasileiras que fizeram com que os gestores alterassem a estrutura de alocação buscando continuar batendo as metas atuariais.

# Capítulo 1 - Conceito de Carteira, o Gerenciamento de Risco e o Estudo de ALM

## 1.1 Análises da Perspectiva do Período – 1994 - 2005

Para ilustrar o cenário de transição alocativa para o período estudado, apresenta-se a seguir as Tabelas 1.1.I e 1.1.II e os Gráficos 1.1.I e 1.1.II, que mostram a grande concentração dos recursos em títulos de renda fixa e fundos de investimento em renda fixa até 2004 e, a partir de 2005, onde começa um processo de maior diversificação. Com saídas de recursos do segmento de renda fixa em títulos públicos migrando para o segmento de renda variável, para títulos de renda fixa de emissão privada, empreendimentos imobiliários e outros investimentos, como empréstimos a participantes.

Nos gráficos 1.1.I e 1.1.II é possível notar o momento, entre 2005 e 2006, em que o processo de transição inicia-se, dentro do período estudado. É nesse momento que começa o ciclo mais intenso de redução da taxa SELIC, como poderá ser visto mais a frente, no capítulo 3.

**Tabela 1.1.I**  
Consolidado das Carteiras das EFPC's entre 1991 e 1996 por Tipo de Ativo – (R\$ Milhões)

CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO											(US\$ milhões)	
DISCRIMINAÇÃO	dez/91	(%)	dez/92	(%)	dez/93	(%)	dez/94	(%)	dez/95	(%)	dez/96	(%)
01. AÇÕES	5.180	28,7	6.062	26,3	11.331	34,8	21.537	39,1	17.393	29,5	21.330	30,9
02. IMÓVEIS	3.470	19,3	4.677	20,3	5.213	16,0	7.929	14,4	8.785	14,9	8.879	12,9
03. DEPÓSITO A PRAZO	2.272	12,6	3.671	15,9	4.732	14,5	6.320	11,5	8.599	14,6	6.632	9,6
04. FUNDOS DE INVESTIMENTOS	266	1,5	971	4,2	3.178	9,8	6.847	12,4	7.015	11,9	13.374	19,4
05. EMPRÉSTIMO A PARTICIPANTES	180	1,0	332	1,4	358	1,1	1.051	1,9	1.097	1,9	1.532	2,2
06. FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO	642	3,6	951	4,1	1.017	3,1	2.541	4,6	3.420	5,8	3.550	5,1
07. DEBÊNTURES	1.023	5,7	942	4,1	827	2,5	1.021	1,9	3.075	5,2	3.317	4,8
08. TÍTULOS PÚBLICOS	1.335	7,4	1.502	6,5	1.290	4,0	2.098	3,8	2.628	4,4	3.961	5,7
09. OUTROS	2.035	11,31	1.206	5,2	2.087	6,4	1.423	2,6	1.485	2,5	1.640	2,4
10. OPER. c/PATROCINADORAS	1.586	8,8	2.713	11,8	2.535	7,8	4.315	7,8	5.558	9,4	4.768	6,9
<b>Total</b>	<b>17.989</b>	<b>100</b>	<b>23.026</b>	<b>100</b>	<b>32.568</b>	<b>100</b>	<b>55.081</b>	<b>100</b>	<b>59.055</b>	<b>100</b>	<b>68.982</b>	<b>100</b>
Taxa de câmbio	1.068,80		12.387,50		326,11		0,844		0,973		1,039	

Fonte: Anuário Estatístico - ABRAPP

A tabela acima apresenta a alocação dos recursos das EFPC's entre 1991 e 1996, nela é possível identificar a grande concentração em títulos públicos de renda fixa.

Tabela 1.1.II

## Composição das carteiras entre 1995 e 2009 - Fundos de Previdência Privada Fechada no Brasil

Composição da Carteira 1995 - 2009 (R\$ Milhões)												
Ano	Títulos Públicos			Títulos Privados			Títulos de Renda Variável			Imóveis	Outros* *	Total
	Título Público	Fundos de Inv.	Total	Debêntures	Outros Tít. Priv.*	Total	Fundos de Inv.	Ações	Total			
1995	2557	6826	9383	2992	8367	11359	0	16923	16923	11876	7920	57461
1996	4115	12064	16179	3446	6891	10337	1832	22162	23994	12913	8250	71673
1997	3240	16729	19969	3384	6623	10007	9302	24724	34026	12961	9897	86860
1998	5918	20648	26566	3229	8818	12047	9214	17465	26679	13705	11759	90756
1999	7307	36423	43730	2892	5313	8205	14066	30259	44325	13978	4886	115124
2000	8588	47710	56298	2660	4145	6805	14881	30669	45550	14257	7167	130077
2001	17513	62411	79924	3201	4822	8023	16232	28614	44846	14402	7382	154577
2002	22471	69089	91560	3733	3808	7541	20067	26684	46751	14768	7878	168498
2003	27419	96343	123762	3707	2680	6387	21536	40968	62504	14966	8561	216180
2004	29871	119101	148972	3467	2284	5751	25908	51188	77096	14580	9390	255789
2005	35818	137098	172916	3428	3340	6768	30772	59975	90747	14319	10499	295249
2006	43972	158252	202224	4632	3689	8321	41805	73848	115653	13987	12011	352196
2007	64925	174154	239079	5590	3633	9223	69563	90451	160014	13593	13861	435770
2008	79988	177475	257463	5861	8219	14080	62925	54381	117306	15097	15285	419231
2009	86749	190016	276765	6402	8460	14862	80952	82800	163752	16689	20064	492132

\*CDB, CCB

\*\* Empreendimentos Imobiliários, Empréstimos a participantes.

Fonte: Anuário Estatístico - ABRAPP

Tabela 1.1.III

## Composição das carteiras entre 1995 e 2009 - Fundos de Previdência Privada Fechada no Brasil

Composição da Carteira 1995 - 2009 (%)												
Ano	Títulos Públicos			Títulos Privados			Títulos de Renda Variável			Imóveis	Outros* *	Total
	Título Público	Fundos de Inv. RF	Total	Debêntures	Outros Tít. Priv.*	Total	Fundos de Inv. RV	Ações	Total			
1995	4,4%	11,9%	16,3%	5,2%	14,6%	19,8%	0,0%	29,5%	29,5%	20,7%	13,8%	100%
1996	5,7%	16,8%	22,6%	4,8%	9,6%	14,4%	2,6%	30,9%	33,5%	18,0%	11,5%	100%
1997	3,7%	19,3%	23,0%	3,9%	7,6%	11,5%	10,7%	28,5%	39,2%	14,9%	11,4%	100%
1998	6,5%	22,8%	29,3%	3,6%	9,7%	13,3%	10,2%	19,2%	29,4%	15,1%	13,0%	100%
1999	6,3%	31,6%	38,0%	2,5%	4,6%	7,1%	12,2%	26,3%	38,5%	12,1%	4,2%	100%
2000	6,6%	36,7%	43,3%	2,0%	3,2%	5,2%	11,4%	23,6%	35,0%	11,0%	5,5%	100%
2001	11,3%	40,4%	51,7%	2,1%	3,1%	5,2%	10,5%	18,5%	29,0%	9,3%	4,8%	100%
2002	13,3%	41,0%	54,3%	2,2%	2,3%	4,5%	11,9%	15,8%	27,7%	8,8%	4,7%	100%
2003	12,7%	44,6%	57,2%	1,7%	1,2%	3,0%	10,0%	19,0%	28,9%	6,9%	4,0%	100%
2004	11,7%	46,6%	58,2%	1,4%	0,9%	2,2%	10,1%	20,0%	30,1%	5,7%	3,7%	100%
2005	12,1%	46,4%	58,6%	1,2%	1,1%	2,3%	10,4%	20,3%	30,7%	4,8%	3,6%	100%
2006	12,5%	44,9%	57,4%	1,3%	1,0%	2,4%	11,9%	21,0%	32,8%	4,0%	3,4%	100%
2007	14,9%	40,0%	54,9%	1,3%	0,8%	2,1%	16,0%	20,8%	36,7%	3,1%	3,2%	100%
2008	19,1%	42,3%	61,4%	1,4%	2,0%	3,4%	15,0%	13,0%	28,0%	3,6%	3,6%	100%
2009	17,6%	38,6%	56,2%	1,3%	1,7%	3,0%	16,4%	16,8%	33,3%	3,4%	4,1%	100%

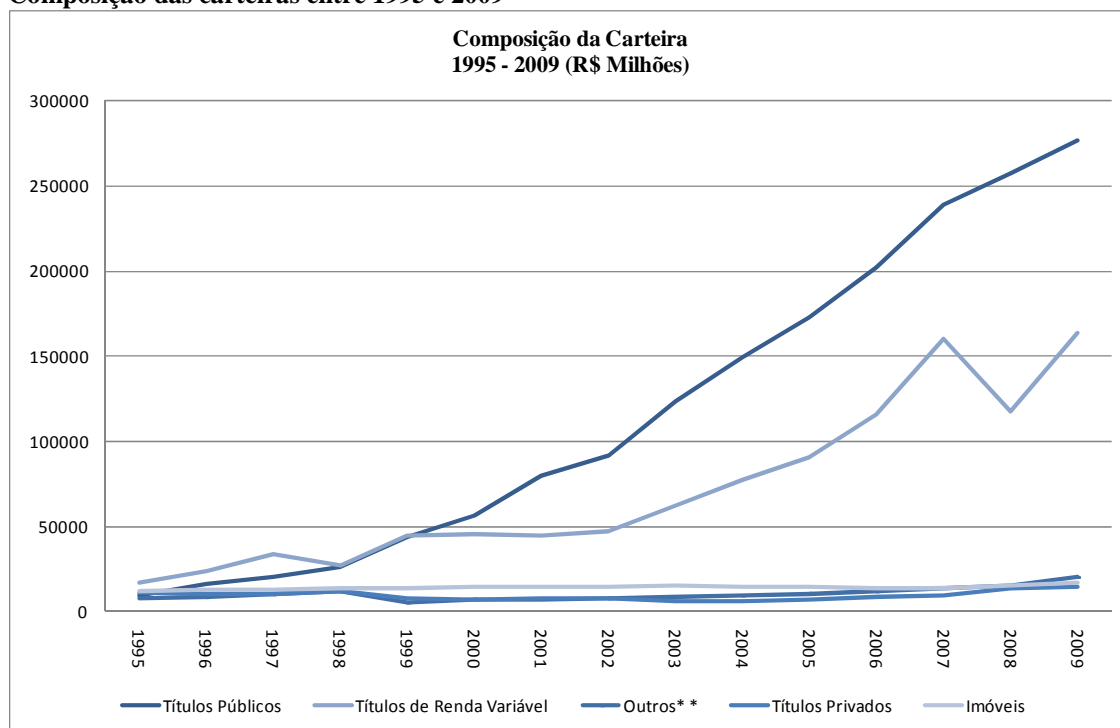
\*CDB, CCB

\*\* Empreendimentos Imobiliários, Empréstimos a participantes.

Fonte: Anuário Estatístico - ABRAPP



**Gráfico 1.1.I**  
**Composição das carteiras entre 1995 e 2009**

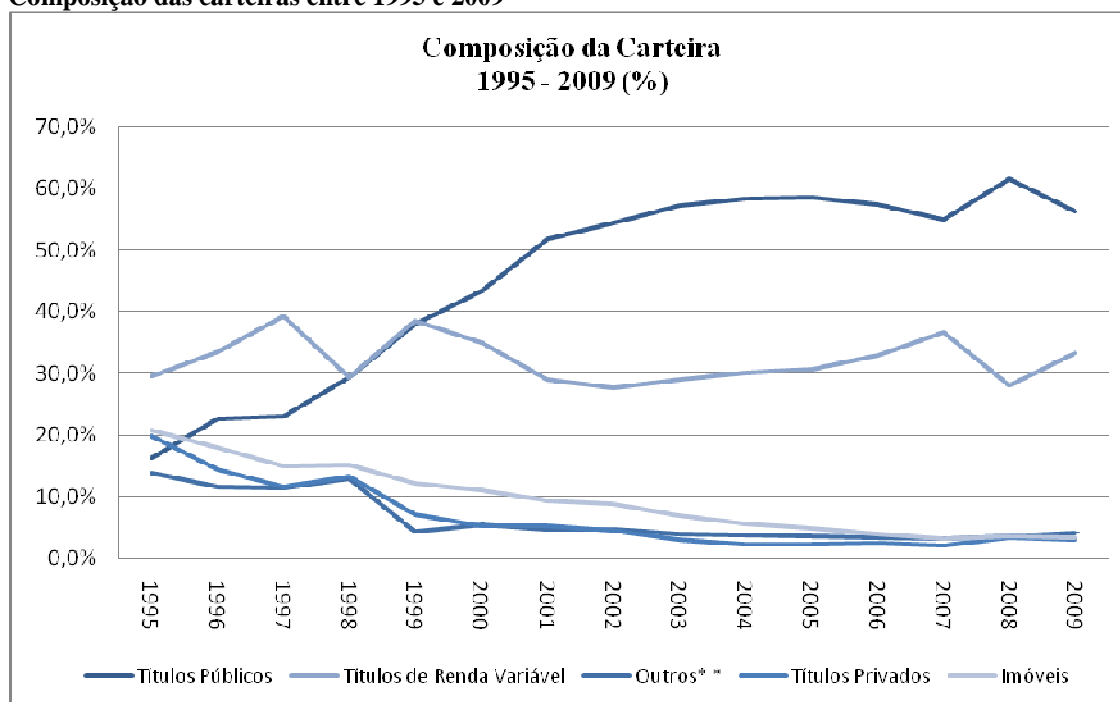


\*CDB, CCB

\*\* Empreendimentos Imobiliários, Empréstimos a participantes

Fonte: Anuário Estatístico - ABRAPP

**Gráfico 1.1.II**  
**Composição das carteiras entre 1995 e 2009**



\*CDB, CCB

\*\* Empreendimentos Imobiliários, Empréstimos a participantes

Fonte: Anuário Estatístico - ABRAPP

Os planos de pensão de entidades fechadas não funcionam dentro de um mercado como o de fundos de investimentos privados pois são produtos de longo prazo que buscam atingir um retorno pré-estabelecido em acordo com a entidade patrocinadora, os participantes e a própria fundação. Uma EFPC alcançará seu objetivo se conseguir gerir seu fluxo de caixa até pagar o último participante assistido, respeitando sempre os pagamentos mínimos acordados e representados pela meta atuarial. (Reis, 2008)

A carteira de investimentos de uma EFPC pode ser formada por mais de um plano de benefícios, que se dividem em planos de benefício definidos e planos de contribuição definida. Os de benefício definido são planos onde os participantes receberão uma contribuição fixa após o término de sua fase de contribuição, independente de como foi o resultado do plano durante o período. O outro modelo de plano de benefícios é o de contribuição definida, onde o participante receberá ao final de sua etapa de contribuição o montante acumulado durante o período.

No Brasil, segundo estatísticas da SPC, órgão do MPAS (Ministério da Previdência Social) de 2007, cerca de 34% dos planos de benefícios no Brasil são planos de benefício definido. No entanto, apesar de não representarem maioria dos planos constituídos, são planos mais antigos. Por isso, seu patrimônio dentro do total de ativos geridos é de aproximadamente de 81%. Como pode ser visto na tabela 1.III, que mostra o percentual do total de números de plano de benefícios e seu respectivo volume de ativos sob gestão. O que torna ainda mais necessário uma maior diversificação das carteiras de investimentos das EFPC's, já que os planos de benefícios definidos prometem um determinado retorno dos investimentos.

**Tabela 1.1.III**  
**Ativos sob Gestão por Tipo de Plano de Benefícios**

<i>Tipos de Planos, Ativos sob Gestão</i>		
	Tipo de Plano	Ativos sob Gestão
Benefício Definido	35,00%	81,00%
Contribuição Definida	35,00%	6,00%
Contribuição Variável	30,00%	13,00%
Total	100,00%	100,00%

Fonte: ABRAPP

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC's – com patrimônio superior a 490 bilhões de reais, equivalente a 16% do PIB, tem suas metas atuariais

estabelecidas em um índice de inflação oficial – INPC ou IPCA – mais uma parcela pré-fixada, que está hoje entre 5% e 6%.

Na tabela 1.1.IV a seguir é possível identificar os dez maiores fundos de pensão brasileiros. Destaque para a liderança do ranking da Fundação Previ, dos funcionários do Banco do Brasil, com quase 25% de todos os ativos sob gestão.

**Tabela 1.1.IV**  
**Ranking das Fundações em Ativos Geridos por Milhões de Reais**

Ranking dos Investimentos		
FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS R\$-MIL	PARTICIPANTES ATIVOS*
1 PREVI	137.159.528	85.926
2 PETROS	44.660.324	64.076
3 FUNCEF	37.352.917	65.239
4 FUNDAÇÃO CESP	16.370.697	17.408
5 VALIA	11.726.985	51.175
6 ITAUBANCO	10.335.868	30.221
7 SISTEL	10.276.274	2.149
8 BANESPREV	9.056.017	7.554
9 CENTRUS	8.575.083	120
10 FORLUZ	8.003.543	10.668

Fonte: Anuário Estat.12/2009 - ABRAPP

## **1.2 O conceito de carteira de uma EFPC**

Para que haja rigoroso gerenciamento de riscos de uma EFPC é importante entender como sua carteira de investimento é formada. No Brasil, por questões estruturais e institucionais, somente com a introdução da última resolução do CMN (Conselho Monetário Nacional) é que a legislação permitiu uma maior diversificação dos investimentos.

A resolução 3.792/09 do CMN introduziu novas categorias de ativos passíveis de investimento pelos fundos de pensão. De acordo com a nova resolução, os investimentos dos recursos garantidores das EFPC's deverão ser classificados dentro dos segmentos de aplicação:

1. Renda Fixa
2. Renda Variável
3. Investimentos estruturados
4. Investimentos no exterior
5. Imóveis
6. Operação com participantes.

Dentro do conceito de uma carteira de investimentos, cada segmento tem seus limites de alocação e os ativos que os compõem também definidos pela resolução CMN 3.792/09. No quadro seguinte apresenta-se um resumo com os limites de alocação.

**Tabela 1.2.I**  
**Limites por Segmento de Aplicação**

<i>Seguimento</i>	<i>Limite</i>
Renda Fixa	Até 100%
Renda Variável	Até 70%
Investimentos Estruturados	Até 20%
Investimentos no Exterior	Até 10%
Imóveis	Até 8%
Operações com participantes	Até 15%

Fonte: Resolução CMN 3792/09

O segmento de renda fixa é composto por títulos da dívida pública federal, municipal e estadual, depósitos em poupança, títulos com coobrigação de entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas, certificados de recebíveis de emissão de companhias securitizadoras.

Já os classificados como renda variável estão ações emitidas por companhias abertas, títulos e valores mobiliários de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico), debêntures com participação nos lucros.

A Resolução CMN 3.792/09 determina os outros segmentos admitidos para aplicação pelos fundos de pensão e que tem participação ainda pequena, são eles:

- Investimentos estruturados – cotas de fundos de investimento em participações e cotas de fundos de investimentos imobiliários.
- Investimentos no exterior – ativo emitido no exterior pertencente a carteiras de fundos instituídos no Brasil cota de fundos de investimentos classificados como dívida externa, ações de emissão de companhias estrangeiras sediadas no MERCOSUL.
- Imóveis – empreendimentos imobiliários, para aluguel e renda.
- Operações com participantes – empréstimos e financiamentos imobiliários.

A carteira de investimentos de uma EFPC é analisada de acordo com cada plano de benefícios e suas metas atuariais. A diversificação é determinada para cada plano através de estudos de Asset Liability Management (ALM), levando em consideração o ativo final de cada aplicação e não o veículo pelo qual o ativo é adquirido, como no caso de investimentos em Fundos de Investimento em Ações (FIA) onde é analisada a ação em relação a seus limites dentro das carteiras e suas restrições.

Portanto, os gestores na definição de suas políticas de investimentos de cada plano de benefícios analisam cada aplicação, seguindo sempre os limites inferiores e superiores para cada tipo de ativo.

### **1.3. O Gerenciamento de risco**

Segundo Wanderley (in: Reis, 2008, p.126) o principal risco incorrido por uma EFPC é o risco de não conseguir cumprir com suas obrigações de pagamentos de benefícios a seus participantes no futuro, ou seja, risco de solvência. Para mitigar esse risco muitas entidades utilizam o estudo de ALM, assunto tratado no próximo tópico.

Contudo outros riscos também são percebidos pelos fundos de pensão, assim como em qualquer outra instituição que tenha em sua carteira ativos que podem perder valor com rapidez. Assim, segundo Lovisotto (in: Reis, 2008, p. 109) trata dos riscos mais importantes e que devem ser gerenciados com cautela pelos gestores dos fundos de pensão e pelas entidades responsáveis por sua fiscalização.

Risco de Liquidez é o risco associado à debilidade de recursos para honrar com os pagamentos de benefícios aos participantes. Entre os possíveis motivos para esse tipo de risco está a inadimplência dos participantes, o alargamento dos prazos dos ativos e a falta de liquidez no mercado secundário – todos os ativos estão sujeitos a esse tipo de risco.

O risco de crédito está ligado ao não cumprimento das obrigações do tomador dos recursos. No caso das EFPC's que possuem portfólios bem diversificados, a inadimplência pode ser gerada por títulos emitidos por empresas privadas ou até mesmo por títulos públicos municipais, estaduais ou federais. Para tentar mitigá-lo, é obrigatória a análise de risco de todos os ativos componentes das carteiras de cada plano de benefícios. As fundações podem gerar sua classificação através de comitês de risco de crédito ou contratar os serviços de empresas especializadas

Já o risco de mercado está relacionado à perda de valor de mercado dos ativos das carteiras dos fundos de pensão que são marcados a mercado. Os ativos podem ter seu preço marcado na curva ou a mercado. A nova resolução exige que os preços dos ativos sejam marcados a mercado. Para dirimir esse tipo de risco, dentro do mandato de cada gestor é determinado um nível máximo de perda – VAR – Value at Risk – que através de testes de stress simulam dentro da composição de cada carteira qual seria a perda máxima em relação ao patrimônio do fundo para uma data específica ou para um prazo pré-definido.

A Resolução CMN 3.792/09 prevê punição para os gestores que não apresentem os métodos de gerenciamento de riscos em suas políticas de investimentos anuais.

#### **1.4. O Gerenciamento de risco**

Como introduzido anteriormente, no segundo tópico deste capítulo, o principal risco incorrido por um fundo de pensão é o de não ter capacidade financeira de honrar com seu fluxo de caixa futuro. Para solucionar esse problema de solvência, muitos fundos de pensão brasileiros adotaram o estudo de ALM (Asset Liability Management), que propõe através de estudos de macroalocação e microalocação, determinar quais ativos devem compor sua carteira para que todos os participantes possam receber seus benefícios ao final do plano, ou seja, até a morte do último beneficiário.

O ALM permite a realização de um processo de otimização que considera não somente os ativos, mas toda a estrutura das obrigações de cada um dos planos especificamente, isto é, considera o fluxo de caixa de pagamentos a serem realizados ao longo dos anos pelos beneficiários; permite escolher a carteira mais adequada para o atendimento dos objetivos do fundo de pensão, e estabelecer limites para cada classe de ativo, dado o grau de aversão ao risco do fundo. Wanderley (in: Reis, 2008, p.126)

Para iniciar a apresentação do ALM é importante definir o conceito de microalocação e macroalocação. Na macroalocação procura-se definir, através da política de investimentos de cada plano de benefícios os percentuais de alocação em cada classe de ativos – renda fixa, renda variável, investimento no exterior, etc. O que pode ser considerada alocação estratégica, que pode aparecer em duas abordagens distintas:

- 1) Abordagem Estática: considera que a composição das carteiras, ativo e passivo, não muda com o tempo, ela é constante e não permite variações.
- 2) Abordagem Dinâmica: permite ajuste na composição das carteiras de acordo com flutuações no mercado e de patrimônio, permitindo, também, revisões baseadas nas previsões dos cenários inicialmente planejados.

Já a microalocação procura definir os prazos dos ativos que constituirão a carteira do plano, nessa fase dos estudos de ALM, o mais importante é escolha pontual dos ativos, já que em sua maioria são marcados a mercado, ou seja, estão sujeitos ao risco de mercado, o que muitos gestores chamam de alocação tática. O estudo de ALM segue os passos representados no fluxograma abaixo:

Figura 1.4.I



Fonte: Hurtado (2008)

Na avaliação e simulação dos possíveis cenários é importante que sejam aplicados as restrições, “benchmarks” e premissas econômicas relevantes para cada tipo de plano, pois as necessidades de caixa dos planos de benefício definido e de contribuição são distintas. Assim como os testes de stress resultantes da extrapolação dos tipos de risco, como de mercado e liquidez.

É importante, também, entender que o estudo de ALM é feito para cada tipo de plano de benefícios e não para o total da carteira da fundação. Para parametrizar o estudo, deve-se diferenciar os planos em BD (benefício definido), CD (contribuição definida) e CV (contribuição variável).

Segundo Winklevoss (1993) um plano de benefício definido (BD) é aquele onde o benefício é um valor definido, em função do tempo de contribuição e do salário pretendido quando do recebimento do benefício. Nele, a EFPC assume a responsabilidade de entregar o valor acordado em contrato com o beneficiário independente do desempenho de sua carteira. Funciona como uma opção de compra para a fundação, que na data do pagamento

pode exercer a opção se seu desempenho for melhor do que o prometido ao participante. Ou, segundo Hurtado (2008), ser exercido, se seu desempenho for pior.

Já um plano de contribuição definida (CD), Winklevoss (1993), é aquele onde um valor, normalmente uma fração do salário, é depositado pelo participante e pelo patrocinador. Nesse caso, o valor a ser entregue ao beneficiário será o montante da contribuição acrescida dos rendimentos dos juros auferidos. Nesse caso a variável dependente é o benefício.

Para o plano misto, utiliza-se um misto de CD e BD. Nele, o participante contribui com parcelas fixas, mas também se beneficia de ganhos auferidos acima daqueles acordados com a fundação, o que seria um plano “BD” durante o tempo de contribuição. Ou seja, oferece um benefício mínimo.



## **Capítulo 2 - A questão do Enquadramento à Legislação**

### ***2.1. Evolução da legislação***

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar seguem uma legislação própria no que se refere à aplicação de seus recursos garantidores. Hoje, a resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) que regula a atuação dos fundos de pensão é a CMN 3.792 de 24 de Setembro de 2009, que revogou a CMN 3.456, que estava em vigor desde junho de 2007.

O objetivo principal da legislação é permitir que os investimentos ocorressem com transparência e lisura, garantindo o retorno esperado para os participantes dos planos de benefícios e para seus patrocinadores. A legislação exige que os gestores produzam políticas de investimentos, explicitando as regras para diversificação dos investimentos e das políticas de boas práticas de governança corporativa, que tenham reputação ilibada e que estejam formalmente preparados para exercer seus cargos.

A Lei Complementar n. 109 de 2001, estabelece que o Governo Federal seja o responsável por disciplinar e fiscalizar as atividades das EFPC's. Também, determina que o CMN estabeleça as normas praticadas pelo mercado. Ligado ao CMN, o CGPC (Conselho de Gestão da Previdência Complementar) é o órgão regulador das atividades financeiras dos fundos de pensão.

Seguindo o processo de evolução das regras aplicadas às EFPC's, que desde a década de 1970 são reguladas oficialmente, a resolução CMN 3.456 foi a primeira a sintetizar as diferentes regras existentes, simplificando em muito a fiscalização e atuação dos gestores. Evitando as más interpretações e sobreposições das regras anteriores. A CMN 3.456 foi lançada para revogar as resoluções 3.121, de 25 de setembro de 2003, 3.142, de 27 de novembro de 2003, 3.305, de 29 de julho de 2005 e 3.357, de 31 de março de 2006.

A nova resolução, em seu capítulo III, traz a novidade da exigência de se criar controles internos mais rigoroso em relação à capacitação dos gestores, diretores e funcionários que realizem operações com ativos financeiros e controle de riscos relativos à aplicação dos recursos, para identificar, avaliar, controlar e monitorar os riscos relativos à operação de controle de ativos e passivos. Dentre os riscos mais importantes estão: os riscos

de

crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico.

As resoluções editadas pelo CMN buscam:

- Segurança: representado pelo gerenciamento de risco eficaz
- Identificar a melhor relação entre risco e retorno para que seja garantida remuneração aos participantes representada pela meta atuarial.
- Solvência: os ativos devem honrar com obrigações do passivo do fundo, ou seja, pagar os benefícios até a morte do último participante.
- Liquidez: capacidade de honrar com as obrigações atuariais ao longo do tempo, sem comprometer o cumprimento das metas atuariais.
- Transparência: dividir informações com os participantes, patrocinadores, instituidores e órgãos de supervisão.

Ainda de acordo com a CMN 3.792/09, V, as EFPC's ficam obrigadas a definir a política de investimento para a aplicação dos recursos de cada plano por ela administrado.

As políticas de investimento de uma EFPC têm por objetivo principal delinear as estratégias de investimentos de longo prazo, dentro do documento, que é exigido para cada plano de benefícios, é obrigatório conter todos os limites relativos aos investimentos que venham a maximizar o retorno de longo prazo respeitando sempre a legislação em vigor. A política de investimentos deve ser seguida pelos gestores das fundações e pelos gestores contratados, que normalmente recebem mandatos e devem seguir estritamente esse documento.

Segundo a mesma resolução, a política de investimentos formulada pela EFPC deve conter os seguintes elementos básicos para cada plano de benefícios:

- Objetivos de retorno – baseada na meta atuarial de cada plano de benefícios;
- Aversão ao risco – devem-se apresentar as principais medidas de gerenciamento de risco, como estudo de ALM, de formação de carteiras de investimentos;

- Limites de perda – deve-se apresentar o cálculo de VAR, ou seja, a máxima perda possível, para as carteiras e ativos individuais.

## 2.2. Os Limites Atuais

Segundo gestores especializados em gestão de ativos previdenciários e diretores da SPC, a nova legislação veio para ajudar na diversificação e dar maior transparência aos investimentos.

“O cenário macroeconômico mudou, as fundações precisam mudar seus portfólios e a legislação entende isso, e por esse motivo está indo nessa linha. Acho que essa é uma legislação moderna, que foi bem recebida pelos agentes de mercado e tem a ajudar bastante as entidades fechadas”. (Mello, Investidor Institucional, Jan. 2010, p. 70).

Nas três tabelas abaixo se pode identificar as principais mudanças postas em prática pela nova legislação. Na tabela 2.2.II é feita uma comparação entre os limites por ativo da legislação anterior, CMN 3.456/07 e a nova CMN 3.792/09.

Já na tabela 2.2.III são apresentados de diversificação de riscos através de limites de investimento por emissor dos títulos como ativos finais das carteiras dos planos de benefícios. Na tabela 2.2.I mostra os limites de aplicação para diversificação de riscos através do veículo de fundos de investimentos, sejam eles institucionais ou não institucionais abertos.

**Tabela 2.2.I**  
**Investimentos através de Fundos de Investimento**

<i>Investimentos realizados por meio de Fundos de Investimento</i>	<i>Até</i>
FI e FICFI curto prazo, referenciados e renda fixa	100%
Títulos emitidos por Cia. Aberta, exceto debêntures ou de SPE, e Fundos de Investimento classificados como "Crédito Privado"	25%
Ações não admitidas nas negociações nos segmentos especiais da BM&FBovespa; Fundos de Índice; FIA e FIC-FIA	35%

Fonte: CMN 3.792/09

**Tabela 2.2.II**

**Limites por ativo/segmento (arts. 35 a 40):**

<i>Limites por Ativo/Segmento</i>		
Segmento	Res. 3.792 Até	Res. 3.456 Até
RF - Renda Fixa	100%	100%
TPF - Títulos Públicos Federais	100%	100%
RF exceto TPF	80%	80% *
• Em cada uma das seguintes modalidades		
CCB, CCCB e Notas Promissórias	20%	20% **
NCE e CCE	20%	nd
FIDC e FICFIDC	20%	20%
CRI	20%	20%
CCI	20%	20%
CPR, CDCA, CRA e WA ***	20%	20%
Conjunto dos demais títulos emitidos por Cia. Aberta, exceto debêntures ou de SPE	20%	20%
Renda Variável	70%	50%
Ações Novo Mercado	70%	50%
Ações Nível 2	60%	50%
Ações Bovespa Mais	50%	40%
Ações Nível 1	45%	45%
Outras ações e F. de Índice	35%	35%
Valores Mobiliários emitidos por SPE	20%	20%
Demais investimentos em RV	3%	3%
Investimentos Estruturados	20%	Nd
FII	10%	8%
FIM e FIC-FIM	10%	3%
Investimentos Exterior	10%	Nd
Imóveis	8%	8% ****
Operações com Participantes	15%	15%

\* RF Baixo Risco de Crédito

\*\* RF Médio e Alto Risco de Crédito

\*\*\* WA não disponível na Res. nº 3.456

\*\*\*\* O limite era de 11% até 31/12/08.

Fonte: CMN 3.792/09

**Tabela 2.2.III**  
**Diversificação de Risco (arts. 41 a 44; e 48, II,a):**

<i>Diversificação de Risco</i>	
Limites de alocação por tipo de emissor:	A té
Tesouro Nacional	100%
IF autorizada pelo BC e depósitos de poupança	20%
Tesouro Estadual ou Municipal; Cia. Aberta registrada na CVM ; organismo multilateral; Cia. Securitizadora; Patrocinador do Plano; FIDC; FICFIDC; Fundo de Índice em ações; SPE; FII, FIM ; FICFIM	10%
Outros	
Limites de concentração no mesmo emissor:	
Cia. Aberta; SPE; IF; FI; FICFI; Fundo de Índice; FII*; FIM ; FI em ativos no exterior; Patrimônio separado das emissões de recebíveis	25%
Limites de concentração por Investimento:	
Mesma série de títulos ou V. Mob.; classe ou cotas de FIDC; mesmo empreendimento imobiliário	20%
Derivativos - depósito de margem **	15% da posição em TPF, Tít. De IF ou ações do Ibovespa
Derivativos - valor total dos prêmios **	5% da posição em TPF, Tít. De IF ou ações do Ibovespa
FI e FICFI	10,00%

\*não se aplica no caso de FII com imóveis concluídos na carteira

\*\* não considerados títulos utilizados como lastro de operações compromissadas

Fonte: CMN 3.792/09

A Fundação Previ, maior fundo de pensão brasileiro, responsável pela gestão de quase 140 bilhões de reais já não conseguia mais se enquadrar à antiga legislação. Como pode ser visto na tabela 2.2.IV, relativo ao ano de 2009, a entidade aloca quase 70% de seus recursos garantidores em renda variável. Percentual que está muito próximo do limite estipulado pela CMN 3.792/09, que é de 70% dos recursos garantidores.

Porém, o que ocorre com a Fundação Previ não é regra no Brasil, as outras grandes EFPC's ainda se encontram muito longe do limite. Petros, Funcef e Cesp, alocam 23,5%, 30,1% e 19,3%, respectivamente.

**Tabela 2.2.IV**  
**Previ: Composição dos Recursos Garantidores da Entidade**

SEGMENTO	DEZEMBRO/2008		DEZEMBRO/2007	
	R\$	ALOCAÇÃO %	R\$	ALOCAÇÃO %
Recursos Garantidores por Planos	116.003.120.135,14	99,53	137.412.967.499,26	99,54
RENDA FIXA	39.489.998.596,89	33,88	37.451.414.182,26	27,13
RENDA VARIÁVEL	70.053.276.636,50	60,11	94.260.279.437,58	68,28
INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS	3.244.481.470,72	2,78	2.933.109.809,36	2,12
EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	3.215.363.431,03	2,76	2.768.164.070,06	2,01
Empréstimos	1.602.513.001,11	1,37	1.297.727.860,87	0,94
Financiamentos	1.612.850.429,92	1,39	1.470.436.209,19	1,07
Operações Administrativas	547.392.947,63	0,47	640.877.904,89	0,46
<b>RECURSOS GARANTIDORES DA ENTIDADE</b>	<b>116.550.513.082,77</b>	<b>100,00</b>	<b>138.053.845.404,15</b>	<b>100,00</b>

\*Recursos Garantidores: Disponível + Realizável do Programa de Investimentos – Exigível Operacional do Programa de Investimentos.

Fonte: Relatório Anual 2008 – Previ

## Tabela 2.2.V

### Petros: Composição dos Recursos Garantidores da Entidade

#### DEMONSTRATIVO DE INVESTIMENTOS POR PLANO DE BENEFÍCIOS - DEZ/08

COMPOSIÇÃO DOS RECURSOS GARANTIDORES DOS PLANOS DE BENEFÍCIOS VALOR DOS INVESTIMENTOS POR SEGMENTO - TOTAL GERAL DA FUNDAÇÃO				
SEGMENTO	DEZEMBRO DE 2007		DEZEMBRO DE 2008	
	VALOR	PERCENTUAL	VALOR	PERCENTUAL
Renda Fixa*	25.293.498.167,33	64,53%	28.200.640.420,72	71,08%
Renda Variável	11.719.674.345,85	29,90%	9.325.181.576,05	23,50%
Investimentos Imobiliários	1.004.910.411,32	2,56%	995.925.474,26	2,51%
Empréstimos e Financiamentos	1.176.927.799,03	3,00%	1.153.076.276,66	2,91%
Total dos Investimentos	39.195.010.723,09	100,00%	39.674.823.747,69	100,00%

O valor do investimento referente à Petros Administradora está incluído no valor total dos investimentos;

\* A Renda Fixa inclui os valores das NTN-B Petrobras (créditos correspondentes à antecipação de compromisso de migração) em dezembro de 2007;

Os valores referentes ao disponível e tributos estão somados no segmento de Renda Fixa;

Recursos Garantidores : Disponível + Realizável do Programa de Investimentos - Exigível Operacional do Programa de Investimentos.

Fonte: Relatório Anual 2008 – Petros

## Tabela 2.2.VI

### Funcef: Composição dos Recursos Garantidores da Entidade

2008		
	RENTAB. %	PART. %
Renda Fixa	13,3	58,2
Renda Variável	-19,8	30,1
Investimentos Imobiliários	25,2	7,5
Operações com Participantes	14,1	4
Outros Realizáveis	10,3	0,2
	<b>1,74</b>	<b>100</b>

Fonte: Relatório Anual 2008 - Funcef

## Tabela 2.2.VII

### Cesp: Composição dos Recursos Garantidores da Entidade

#### Plano de Aposentadorias e Pensão dos Empregados da Fundação CESP - PAF/Fundação CESP

##### Total de Investimentos e Composição por Segmento - Posição em 31/12/2008

Valores em R\$ 1.000

Segmentos	31/12/2008		31/12/2007	
	Valor	Participação	Valor	Participação
Renda Fixa	108.870	76,7%	96.995	74,6%
Renda Variável	27.449	19,3%	28.450	21,9%
Empréstimos a Participantes	3.810	2,7%	3.518	2,7%
Imóveis	1.809	1,3%	1.040	0,8%
Recursos Garantidores	141.938	100,0%	130.003	100,0%

Instrução SPC Nº 14 de 18 de janeiro de 2007, Artigo 19, Inciso I - valor total dos investimentos, valores por segmento de aplicação e percentuais relativos aos recursos garantidores do plano de benefícios, no último dia do período de referência e do anterior.

Fonte: Relatório Anual 2008 – Fachesf

É importante ressaltar que os limites por tipo de ativos de investimentos são calculados como seu ativo final, ou seja, não se leva em consideração o veículo pelo qual o ativo foi investido, seja através de fundos de investimento ou diretamente, mas sim qual o ativo, seja ele renda fixa, renda variável, imóveis, etc.

A compra dos ativos pode vir através de carteira própria, ou seja, os gestores da fundação vão ao mercado e compram os ativos que ficam sob sua custódia. Outra forma é por meio de fundos de investimentos exclusivos, que tem como unico cotista a própria fundação, e que pode ser gerido por ele ou por gestor terceirizado. Por fim, investimentos por meio de aquisição de cotas de fundos abertos multimercados institucionais, que seguem a CMN 3.792/09, ou mesmo aqueles multimercados não institucionais, que não seguem a legislação relativa aos fundos de pensão.

Por ativos finais entende-se o objeto daquele investimento. Por exemplo, fundações que tenham em sua carteira própria ações de alguma empresa e que detenha cotas de fundos de investimentos que também apliquem nessa mesma empresa, os percentuais representativos dessas duas aquisições devem ser somados e enquadrados à norma, tanto pelo percentual permitido de um mesmo ativo na carteira quanto pelo tamanho da participação do fundo de pensão dentro da participação dentro da empresa.

### **2.3. O Enquadramento à Legislação**

A partir dos modelos de auto regulação praticadas por fundos de pensão de países desenvolvidos, principalmente Estados Unidos e Inglaterra, baseado em regras bem definidas de governança corporativa, as EFPC's brasileiras vem acompanhando as mudanças internacionais. O maior enfoque dado aos participantes dos planos é uma tendência herdada do novo modelo de governança corporativa que vem se tentando implementar no Brasil.

Como as EFPC's seguem rigorosa legislação, não seria possível para as empresas receber esses recursos sem demonstrar que estão aptos a recebê-los, de forma clara e transparente. O modelo de governança corporativa tem sido amplamente incentivado pelas instituições que cuidam do mercado de capitais brasileiro, como a CVM, BM&FBOVESPA e SPC. Para isso foram criados níveis de governança corporativa dentro do segmento de cadastro da Bovespa, são os Níveis I e II de governança do Novo Mercado. Também, foi

criado o IGC – Índice de Governança Corporativa - que recebe apenas empresas que aderiram ao nível II de governança.

E a preocupação com a transparência dos negócios tanto privados quanto institucionais está representado na CMN 3.792/09, que não permita que as EFPC's apliquem seus recursos em empresas que não estejam aderentes à esses compromissos de governança corporativa.

A preocupação dos fundos de pensão com a nova ordem de gestão de negócios acaba, também, por influenciar a gestão das empresas, já que a flexibilização da legislação permitiu que os fundos de pensão passassem a investir diretamente nas empresas, e muitas vezes atuando diretamente na sua gestão, através de investimentos estruturados e em fundos de investimentos em participações.

Esse direcionamento de gestão de recursos é conhecido como auto regulação, onde passa-se de uma estrutura engessada com forte influência de órgãos controladores estatais e autarquias, como a SPC e a CGPC. Nesse formato, as próprias instituições serão responsáveis pela sua regulação, onde seguem seus próprios manuais de melhores práticas de governança corporativa.

Esse processo é importante para toda a estrutura econômica brasileira, já que como observado, cada vez mais o papel de financiador de investimentos privados de longo prazo passa pelos fundos de pensão, devido ao montante dos recursos sob gestão, a necessidade de diversificação e o perfil de longo prazo dos investimentos das fundações.

#### **2.4. Novos veículos de aplicação**

A resolução CMN 3.792/09 proporcionará aos gestores novas fronteiras de eficiência para as carteiras. A nova legislação ampliou os limites de aplicação em ativos que proporcionam retornos maiores, e conseqüentemente maiores riscos, assim como a criação de novos veículos, e a realocação de ativos já existentes para outros segmentos, como a área de investimentos estruturados e de investimentos no exterior.

Foi criado o segmento de investimentos estruturados, que realocou toda a carteira dos FIP's e garantiu maior espaço para aplicações em renda variável. Esse segmento é importante não só para o desempenho das fundações, mas também para a economia, já que



através dele as empresas encontram vasta disponibilidade de recursos para desenvolver seu parque industrial e possibilitar a ampliação da produção.

O segmento de investimentos estruturados deve observar o limite de 10% dos ativos de cada plano de benefícios e contempla os seguintes ativos:

- 1) Cotas de fundos de investimentos em participações (FIP's);
- 2) Cotas de fundos de investimentos em empresas emergentes;
- 3) Cotas de fundos de investimentos imobiliários.

No segmento de investimentos estruturados, os FIP's são os veículos mais utilizados. Nele, os cotistas passam a fazer parte do bloco de controle da companhia, participando das decisões estratégicas e financeiras. Nesse caso, o fundo elege representantes para participar das assembleias, ou até mesmo do dia-a-dia da empresa. Existem muitas variações no formato da constituição desses FIP's, alguns ainda funcionam como uma operação de derivativos, onde ao final do prazo estipulado de duração do fundo, os cotistas ainda podem optar pelo exercício de uma opção de compra. Ou seja, podem adquirir ações da empresa ou receber os recursos aplicados de volta.

Os FIP's são geridos e administrados por profissionais do mercado financeiro, como gestoras de recursos e bancos de investimento, e as fundações apenas como cotistas dos fundos, mas participando ativamente dos conselhos de administração do fundo.

Em relação às cotas de fundos imobiliários, segundo Moulin (2009), que agora passa a se enquadrar dentro de investimentos estruturados, ampliou indiretamente, o limite que as fundações possuem para investir em imóveis, beneficiando, assim os investimentos crescentes em construção civil no Brasil.

Outro segmento criado foi o de aplicação no exterior, que, apesar de já existir a possibilidade de aplicação na legislação anterior como um ativo de renda variável, teve seu limite de aplicação aumentado de 3% para 10% e agora representa um segmento onde são admitidos os seguintes ativos para sua composição:

- 1) Ativos emitidos no exterior e pertencentes a carteira de fundos constituídos no Brasil;
- 2) Cotas de fundos de investimentos considerados como dívida externa;

- 3) Cotas de fundos de índice do exterior negociados no Brasil;
- 4) BDR's – Brazilian Depositary Receipts;
- 5) Ação de emissões de empresas estrangeiras sediadas no MERCOSUL.

Segundo Ribeiro (2009), esses limites não vem sendo muito utilizado pelos gestores, devido à crise do subprime americano, já que as regras foram aprovadas no final de 2007, véspera do início da crise. O clima dos mercados já está mais propício a receber as aplicações dos fundos de pensão. E com a volatilidade e as incertezas internacionais diminuindo, a tendência é que as fundações comecem a adquirir ativos no exterior como forma de mitigar riscos do mercado brasileiro.

### **2.5. O fator consolidação do mercado de capitais brasileiro**

Os recursos garantidores das EFPC's são importantes fontes de financiamento para a iniciativa privada através da compra direta de ações, fundos de investimento em participações, investimentos imobiliários e fornecimento de crédito direto à empresas. Esse tipo de relação entre fundos de pensão e o mercado de financiamento à produção é muito bem organizado nos EUA e países europeus desenvolvidos. Mas no Brasil, só agora começa a tomar forma.

Segundo Paula et al (2008), o MCB passou por grandes transformações desde sua abertura com o exterior em 1991 realizada pelo governo do presidente Collor, evoluindo baseado principalmente nos seguintes fatores:

- I. Liberalização e mudança no marco regulatório, assim como mudanças tributárias que incentivaram o MCB.
- II. Modernização dos órgãos reguladores.
- III. Aumento da capitalização das empresas via MCB.
- IV. Comportamento do Ibovespa acima da média dos mercados já consolidados de países desenvolvidos.
- V. Inovação nos produtos oferecidos ao mercado.
- VI. Evolução do mercado internacional, principalmente o dos países em desenvolvimento, principalmente dos BRICS.

É importante ressaltar que a análise do MCB não está restrita ao mercado de ações organizado representado pelos índices como Ibovespa e Ibrx, já que outros mecanismos de emissão de títulos representativos de controle acionário como FIP's e o FMIEE e os mecanismos de financiamento através da compra de dívida como os FIDC's, também são muito importantes no contexto de evolução do MCB e dos fundos de pensão.

**2.5.I** Liberalização e mudança no marco regulatório, assim como mudanças tributárias que incentivaram o MCB.

O marco regulatório da liberalização foi a resolução CMN 1.832/1991 (“Anexo IV” da Res. CMN nº 1.289/87”). Essa resolução disciplinou a atuação de investidores institucionais estrangeiros no MCB, porém com a exigência de que a gestão dos ativos fosse feita por instituições sediadas no Brasil, o que acarretou na vinda de muitos bancos e instituições financeiras a se instalarem no Brasil, principalmente no Rio de Janeiro e em São Paulo, onde encontravam-se na época as bolsas de negócios mais importantes do Brasil. Esse processo foi muito importante para a série de privatizações que aconteceram no governo seguinte, a partir de 1994.

Já em 1992 foi emitida a resolução CMN 1.972/92, que regulava a emissão de recibos de depósitos de empresas brasileiras no exterior, viabilizando a captação de recursos no exterior.

Em 1996 foi lançada a resolução CMN 2.247/96, que passou a regular o FMIEE (Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes), importante veículo de investimento para as EFPC's na época. Através dos FMIEE's, os recursos externos poderiam passar a financiar a operação de empresas brasileiras e estrangeiras sediadas no Brasil.

Porém, foi em 2000 que a atuação de investidores estrangeiros passou a ser simplificado e estimulado. A partir da resolução CMN 2.689/00, os investidores estrangeiros não mais precisavam aplicar seus recursos através de mecanismos específicos como o FMIEE, BDR's ou SICE's. Através dela os recursos trazidos para o Brasil poderiam ser aplicados em qualquer tipo de ativo e mercado.

No que se refere à legislação tributária, houve grande mudança no sentido de incentivar tanto investidores nacionais institucionais, empresas e investidores particulares a alocar seus recursos no MCB. A base de incidência dos ganhos de capital caiu

consideravelmente no período a partir de 1991, como pode ser visto na tabela 2.5.I., retirada de Paula et al (2008).

**Tabela 2.5.I**  
**Tributação de Operações e Ativos Financeiros de Residentes**

<b>Imposto de Renda sobre Ganhos de Capital, Mercado de Ações</b>				
<b>Período</b>	<b>Ganhos de Capital</b>			
	<b>Operações Convencionais</b>			<b>Operações "Day Trade" (2)</b>
	<b>Pessoa Física (2)</b>	<b>Pessoa Jurídica</b>	<b>Cotistas de Fundos Mútuos e de Investimentos</b>	
1990-1994	25%	25%	25%	40%
1995-1999	10%	10%	10%	10%
2000	15%	15%	15%	10%
2001	10%	10%	10%	10%
2002-2004	20%	20%	20%	20%
2005-2008	15%	15%	15%	20%

Fonte: Secretaria da Receita Federal

(1) Incidente sobre ganhos líquidos apurados no mês.

(2) As pessoas físicas estiveram isentas do IR, no período 1990-2008, até um limite fixado pela Secretaria da Receita Federal qual foi fixado em BTN's no período entre 1990 e 1994; Ufir's entre 1995-1999; e reais após 2001. Em 2008 esta isenção foi aplicada a rendimentos mensais, obtidos em bolsa, no valor de até R\$ 20.000,00.

As alíquotas para investidores estrangeiros estão na tabela 2.5.II a seguir:

**Tabela 2.5.II**  
**Tributação de Operações e Ativos Financeiros de Não Residentes**

<i>Operação/Evento</i>	<i>Alíquota</i>
1. Ganhos de capital	Isento
2. Lucros e dividendos distribuídos	Isento
3. Juros sobre capital próprio	15%
4. Rendimentos de renda fixa e demais rendimentos	15%
5. Aplicações em fundos de ações, operações de swap e operações realizadas em mercados de liquidação futura fora de bolsa	10%

Fonte: CVM

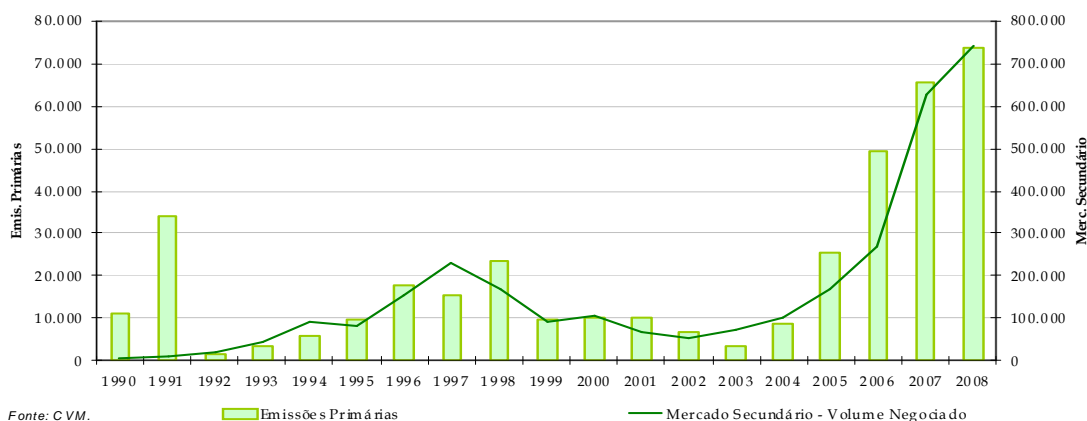
Outro ponto de fundamental importância e que segue o caminho das melhores práticas de mercado foi a aprovação da Lei das S.A., com sua última atualização em 2007 (Lei nº 11.638).

É importante entender a importância das emissões privadas iniciadas em 1991, assim como o desenvolvimento do mercado secundário, com o aumento do número de transações e do volume negociado. Assim como a abertura às aplicações estrangeiras em carteira. É verdade que muito do aumento nas transações deveu-se ao aumento das operações especulativas, aproveitando a grande volatilidade do período.

Contabilizando-se apenas as emissões primárias, é possível perceber no gráfico 2.5.I que grande parte do volume operado ficou com investidores estrangeiros, o que é um sinal da melhora macroeconômica da economia brasileira e avanços institucionais, como a auto regulação e adoção de melhores práticas de governança corporativa.

**Gráfico 2.5.I**  
**Mercado de Capitais Brasileiro – 1990-2008**

**Emissões Primárias e Volume Negociado no Mercado Secundário – US\$ Milhões**



Fonte: Paula et. al. (2008)

Também no gráfico 3.2.I pode-se verificar o aumento das emissões primárias de títulos privados no Brasil e negociados no mercado secundário. Principalmente a partir de 2005, onde começa a queda SELIC inicia-se uma aceleração nas emissões.

**2.5.II. Modernização dos órgãos reguladores**

O desenvolvimento do MCB só foi possível a partir da percepção de maior segurança dos investidores oferecida pela modernização e criação de órgãos reguladores, como o CMN e a CVM, assim como o desenvolvimento da auto regulação, incentivada e direcionada pela Bovespa/BM&F e ANDIMA.

O CMN foi criado em 1964 pela lei 4.595/64, é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil. Responsável por formular políticas de moeda e de crédito e que tem sob sua responsabilidade órgão como a SPC, que regula o mercado de previdência complementar no Brasil.

Outro órgão importante é a CVM, responsável por fiscalizar as instituições financeiras brasileiras. Criada durante o governo militar em 1976 e após sofrer inúmeras

alterações em seus dispositivos e estrutura, não perdeu seu foco de normatizar, fiscalizar e punir toda a atividade referente ao MCB.

No que se refere à auto regulação, a Bovespa foi a instituição responsável por colocar em prática métodos já constituídos em países com mercado de capitais em estágios já avançados, como os EUA, Inglaterra, França, Japão, entre outros desenvolvidos. Para isso criou mecanismos de auto regulação como o Novo Mercado, que permite apenas a entrada de empresas que aderirem a normas de responsabilidade societária bem restrita. Hoje, a nova resolução CMN 3.792/09 não permite que fundos de pensão adquiram ações que não se enquadrem nesse mercado.

A regulação econômica diz respeito ao conjunto de regras, expressas formalmente e fundamentadas no poder coercitivo do Estado, por meio das quais são fixadas restrições a liberdade decisória de indivíduos e instituições em assuntos referentes à vida econômica (Viscusi, Harrington & Vernon, 2005, p.357).

O setor das EFPC's possui, atualmente, rigorosa fiscalização, que tem por objetivo desvincular a falta de credibilidade existente anteriormente à reforma de 1977, quando todo o sistema foi reestruturado após uma onda de falências de empresas que não possuíam qualquer regulação por parte do estado. A partir disso, os órgãos reguladores responsáveis vêm propiciando ferramentas cada vez mais eficientes, que permitem total segurança aos adquirentes desses planos. Muitos estudiosos consideram essas medidas essenciais para o bom desempenho do setor, outros, contudo, maléficas, argumentando que contribuem para a depreciação do livre mercado. Segundo Carvalho (2006), os países membros da OCDE estão em um processo de sujeitar o mercado de previdência privada mais a uma supervisão do que a uma grande regulação, como observado no mercado brasileiro.

## Capítulo 3 - Evolução das carteiras Frente às Mudanças Estruturais e Conjunturais nas Taxas de Juros

O objetivo deste capítulo será mostrar como as mudanças estruturais nas curvas das taxas de juros brasileiras, tanto as de curto prazo quanto as de longo prazo, provocam mudanças na alocação dos recursos das carteiras das EFPC's. Aqui, pretende-se mostrar como os gestores alteraram a macroalocação dos recursos para poder honrar com o fluxo de pagamento de benefícios.

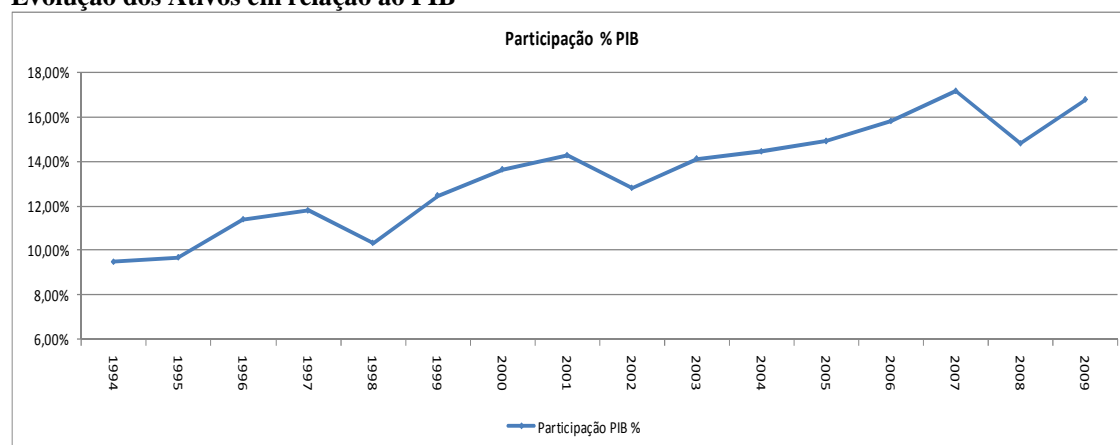
A tabela 3.I e os gráficos 3.I e 3.II a seguir mostram a evolução da importância da participação dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB entre os anos de 1994 e 2009.

**Tabela 3.I**  
**Crescimento dos Investimentos (R\$ Milhões)**

<i>Período</i>	<i>Investimentos (R\$ Milhões)</i>	<i>PIB (R\$ Milhões)</i>	<i>Participação %</i>
1994	R\$ 55	R\$ 581	9,50%
1995	R\$ 59	R\$ 606	9,70%
1996	R\$ 69	R\$ 606	11,40%
1997	R\$ 78	R\$ 657	11,80%
1998	R\$ 101.129	R\$ 977.661	10,34%
1999	R\$ 125.995	R\$ 1.010.068	12,47%
2000	R\$ 144.025	R\$ 1.055.521	13,64%
2001	R\$ 171.152	R\$ 1.198.736	14,28%
2002	R\$ 189.280	R\$ 1.477.822	12,81%
2003	R\$ 240.139	R\$ 1.699.948	14,13%
2004	R\$ 280.517	R\$ 1.941.498	14,45%
2005	R\$ 320.200	R\$ 2.147.239	14,91%
2006	R\$ 374.726	R\$ 2.369.797	15,81%
2007	R\$ 456.565	R\$ 2.661.344	17,16%
2008	R\$ 444.822	R\$ 3.004.881	14,80%
2009	R\$ 515.392	R\$ 3.071.767	16,78%

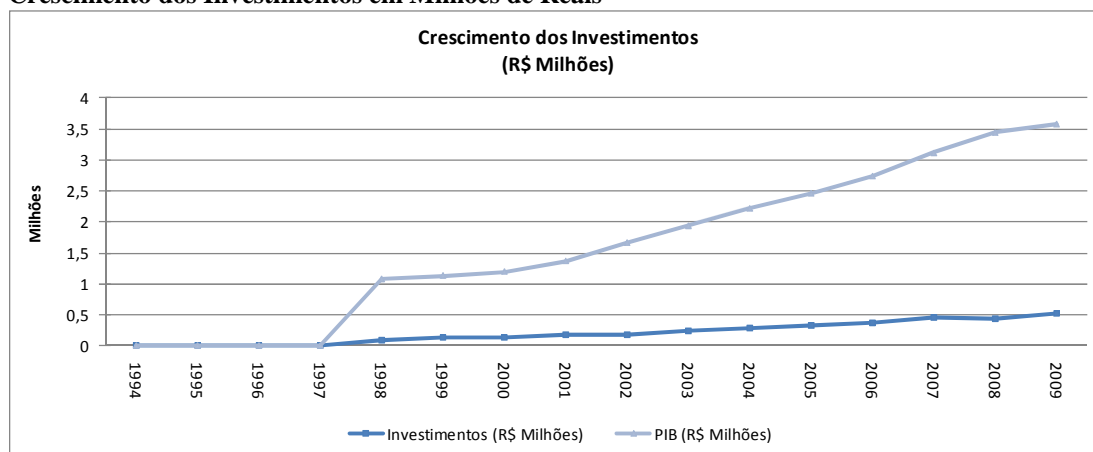
Fonte: Anuário Estat - ABRAPP – elaboração própria

**Gráfico 3.I**  
**Evolução dos Ativos em relação ao PIB**



Fonte: Anuário Estat. - ABRAPP – elaboração própria

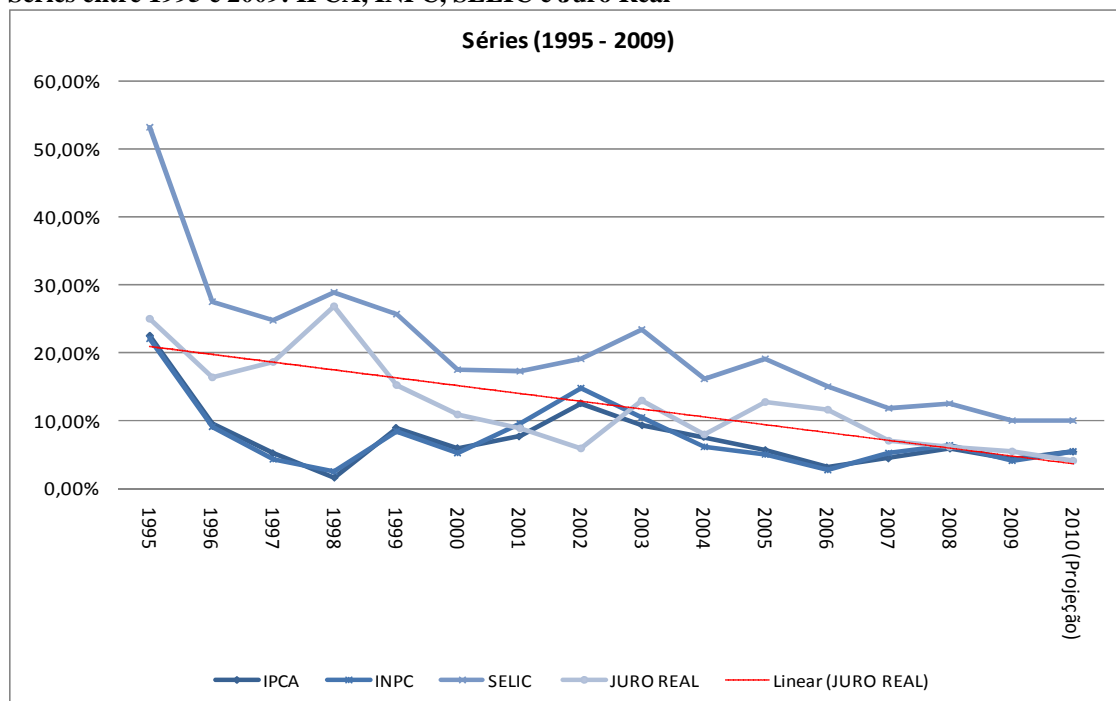
**Gráfico 3.II**  
**Crescimento dos Investimentos em Milhões de Reais**



Fonte: Anuário Estat. - ABRAPP – elaboração própria

No gráfico 3.III abaixo pode-se observar a evolução dos índices de preços calculados pelo IBGE, da taxa de juros SELIC de fim do período e a taxa de juros real entre os anos 1995 e 2009. Os índices de preços IPCA e INPC são os mais usados nas metas atuariais dos fundos de pensão brasileiros.

**Gráfico 3.III**  
**Séries entre 1995 e 2009: IPCA, INPC, SELIC e Juro Real**



Fonte: IBGE/BACEN

No gráfico 3.III pode-se verificar a queda de juros reais para valores abaixo de um dígito a partir de 2007, o que motiva a migração dos investimentos para investimentos mais arriscados. Porém, em 2008 é possível verificar alta nas taxas devido à crise nos mercados



financeiros mundiais iniciadas nos ativos subprime americanos, mas que não redireciona a tendência de queda de longo prazo, observada desde 1995. Como mostra a linha de tendência no gráfico 3.III.

Porém, devido à redução do spread, e com as taxas de juros brasileiras em um dígito, já não é mais possível as metas atuariais apenas aplicando os recursos garantidores em títulos de renda fixa emitidos pelo Tesouro Nacional. Essas alterações obrigaram os gestores a revisar a alocação de suas carteiras para o segmento de renda variável, títulos de renda fixa privados, operações estruturadas, investimentos no exterior e no segmento de imóveis, que apesar de incorrerem em maiores risco, principalmente o risco de mercado e de liquidez, apresentaram retornos maiores do que o segmento de renda fixa.

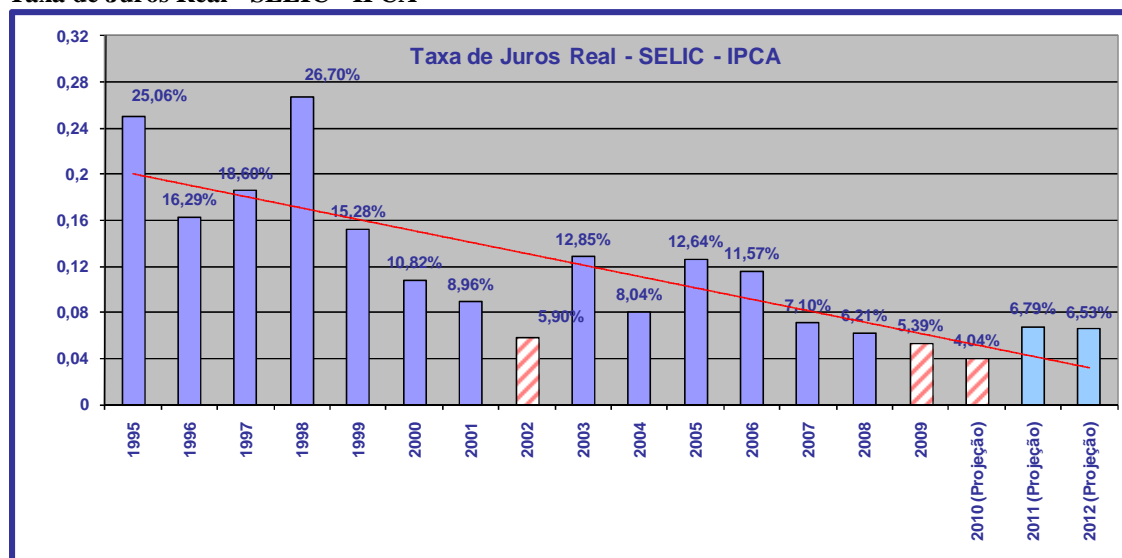
Contudo, segundo Lovisotto (in: Reis, 2008, p. 109) essa migração só foi possível devido à consolidação do mercado de capitais brasileiro, que foi capaz de gerar a credibilidade necessária para receber esses recursos, e também, através da flexibilização da legislação, já que o segmento dos fundos de pensão tem sido fiscalizado de perto pelo estado brasileiro.

A questão da macroalocação (alocação estratégica) e microalocação (alocação tática) de ativos assume características específicas quando colocadas na perspectiva da gestão de fundos de fundos de pensão, pois são títulos de longo prazo que devem atender às demandas de saques para pagamento dos benefícios.

No Brasil, devido à tradicional fraqueza da moeda, que por muito tempo ficou muito vulnerável a crises externas, como a crise dos Tigres Asiáticos em 1997 e a crise do subprime americanos, foi necessário manter as taxas de juros internas em patamares elevados para garantir, mesmo que por mecanismos artificiais, a estabilidade monetária e cambial.

Mesmo com a melhora paulatina e contínua das variáveis macroeconômicas, a moeda brasileira ainda não é consistente o suficiente para garantir que operações financeiras de longo prazo não requeiram algum tipo de indexação – como é o caso da macroalocação dos fundos de pensão.

**Gráfico 3.IV**  
**Taxa de Juros Real - SELIC - IPCA**



Fonte: IBGE, Bacen, Relatório Focus (Bacen)

O gráfico 3.IV mostra a queda na taxa de juros reais brasileiros desde a criação do plano real em 1995. As estimativas para 2010 a 2012 foram baseadas no relatório FOCUS divulgado semanalmente pelo Banco Central do Brasil.

Além disso, enquanto os juros reais permanecerem altos, ocorre o processo de *crowding out* (Securatto, 1999), que é o direcionamento de grande parte do fluxo financeiro de empresas financeiras e não financeiras para títulos que paguem juros, principalmente títulos públicos. Já que o mercado de títulos privados só agora começa a se organizar para receber os recursos das EFPC's. O que permite aos gestores das EFPC's uma gestão passiva dos ativos. Já que historicamente, até 2007, os juros reais brasileiros encontravam-se na casa de 10% a.a. (Amaral, 2004)

Os fatos geradores das mudanças estruturais necessárias para que o mercado de capitais receba os recursos das EFPC's são oriundos de mudanças macroeconômicas, no Brasil e no mundo, e mudanças no marco regulatório. O dinamismo gerado pela abertura comercial e do mercado de capitais foi paulatinamente mudando as características das emissões de ações e dos "players" do mercado, como fundos de pensão, bancos e empresas.

Segundo Johnson (2006), a tendência de longo prazo para os juros brasileiros é de declínio seguindo a abordagem de mercado, por dois fatores:

- 1) Expectativas de inflação de longo prazo são declinantes :  $i \equiv r_t + E(\pi_{t+1})$ , onde:

$i$  = taxa de juros futura

$r_t$  = taxa de juros presente

$E(\pi_{t+1})$  = expectativa de inflação futura

- 2) Redução do prêmio de risco país, evidenciado pela queda das taxas de juros locais e formalizado pelo “upgrade” concedido por agências de classificação de risco internacionais, como S&P e Moody’s.

Ainda segundo Johnson (2006), dois passos foram decisivos no caminho até a condição em que o Brasil encontra-se hoje. Primeiro, a implementação do Plano Real em 1994, que sucedeu inúmeros e fracassados planos anteriores de controle da inflação, e fortalecimento da moeda nacional. Segundo, a adoção, em 1999, de um regime de metas de inflação para a economia, que, ao longo desses anos propiciou o controle inflacionário através de metas bem definidas para a inflação e um Banco Central independente.

Para corroborar com a melhora nas expectativas de investimentos no Brasil e com a melhora na perspectiva de pagamento da dívida pública, recentemente, a partir de 2008 foi concedido ao Brasil por várias agências de rating internacionais o grau de investimento. As agências S&P, Fitch, Moody’s, Dominion Bond Rating Service do Canadá, Rating and Investment Information e Japan Credit Rating Agency, ambas do Japão concederam o *investment grade* para o Brasil. A tabela 3.II mostra um breve histórico da evolução dos ratings da dívida brasileira.

**Tabela 3.II**  
**Evolução do Rating da Dívida Pública Brasileira**

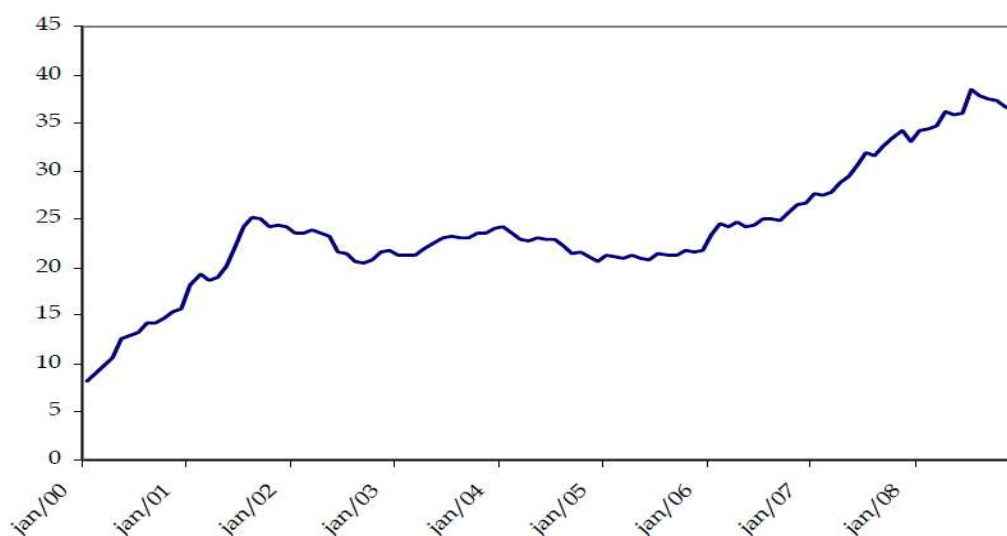
<i>Evolução da classificação brasileira</i>			
S&P	Fitch	Moody’s	Ano
B+	B+	B2	2003
BB-	BB-	B1	2004
BB-	BB-	Ba3	2005
BB	BB	Ba2	2006
BB+	BB+	Ba1	2007
BBB-	BBB-	Ba1	2008
BBB-	BBB-	Baa3	2009

Fonte: Infomoney

Outro ponto a ser destacado e responsável direto pela redução das taxas de juros brasileiras nos últimos anos, e que continuará a influenciar a tendência declinante das taxas de juros brasileiras, é o fato do alongamento e mudança do perfil da dívida pública mobiliária federal brasileira. Segundo Paula et al (2008), com a implementação por parte do

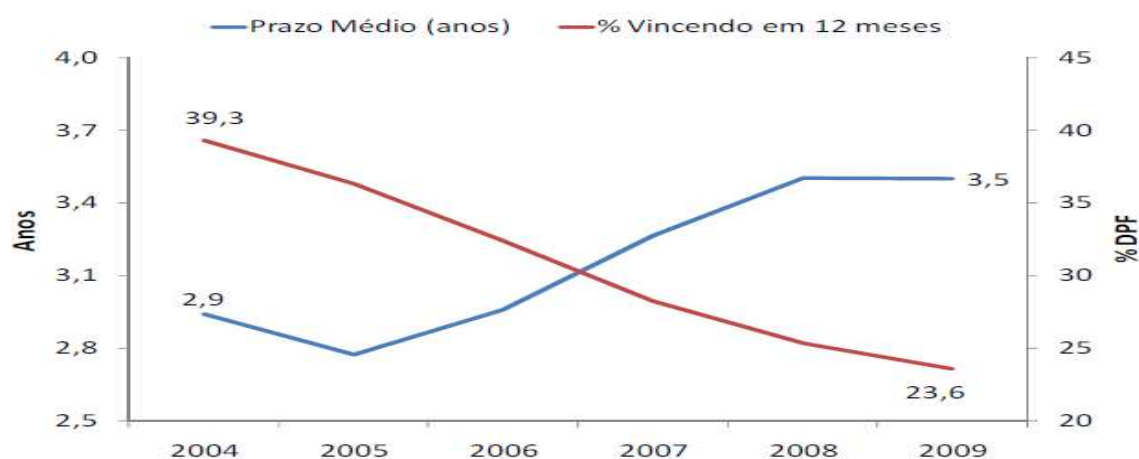
Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil em 1999, mesmo ano em que se adotou o regime de metas de inflação, foi possível detectar que o prazo médio da dívida era curto devido ao excesso de títulos em oferta no mercado primário, que levou à uma diminuição da necessidade dos agentes de acessarem o mercado aberto. E, uma redução do tamanho e da importância do mercado secundário.

**Gráfico 3.V**  
**Prazo Médio da Dívida Pública Mobiliária Federal entre 2000 e 2008**



Fonte: Paula et al (2008) - Banco Central

**Gráfico 3.VI**  
**Prazo Médio da Dívida Pública Mobiliária Federal entre 2004 e 2009**



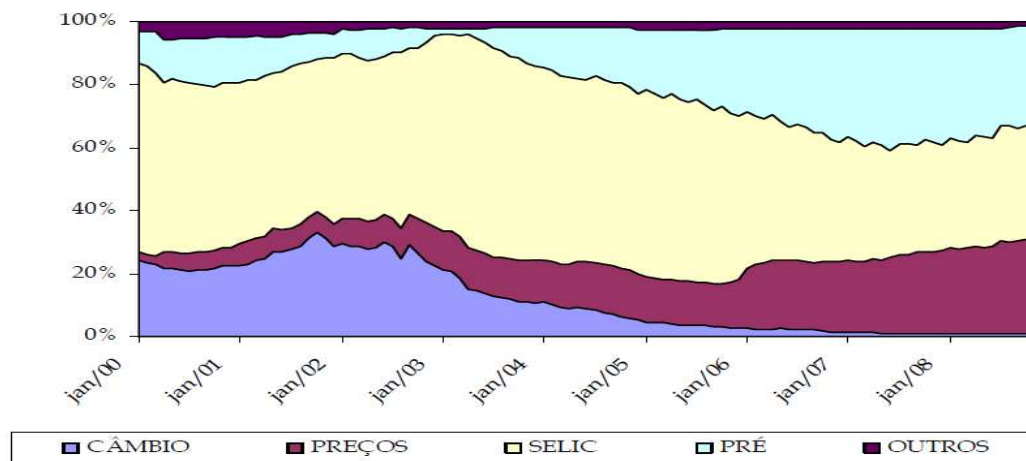
Os gráficos 3.V e 3.VI acima mostram a elevação do prazo médio da dívida pública brasileira. É possível perceber dois momentos importantes, o primeiro que vai da implementação do regime de metas até 2002, e o segundo de 2005 até 2009.

No primeiro momento, segundo Pimentel (2010), há grande melhora devido à estabilidade econômica do período e o forte crescimento da economia no Brasil e no mundo. Nesse período há troca de títulos pré-fixados (LTN) de curto prazo, de até 6 meses, por títulos pós-fixados (LFT). O estoque dos pré-fixados chegou a menos de 2% do total em Dezembro de 2001. A mudança no perfil foi possibilitada pela troca da âncora cambial em 1999, gerando maior estabilidade das taxas de juros.

Já no segundo momento, após passar por período de *stress* devido à eleição de Lula à presidência, onde as taxas de juros eleveram-se assim como o câmbio, devido às muitas especulações sobre as medidas econômicas a serem adotadas pelo novo presidente de “esquerda”. Após a percepção do mercado de que as políticas monetária e fiscal adotadas por Fernando Henrique não sofreriam grandes mudanças pelo novo governo foi possível retomar o projeto de reestruturação da dívida.

Nesse momento os títulos indexados à SELIC representavam cerca de 61% do total, os pré-fixados 2% e os cambiais 22%. E, a partir de 2003 foram emitidos títulos referenciados no IPCA, as NTN-B’s, com o vencimento mais longo em 2045.

**Gráfico 3.VII**  
**Composição da Dívida Líquida do Setor Público no Brasil entre 2000 e 2008**



Fonte: Paula et al (2008) - Banco Central

O gráfico 3.VII mostra mudança na estrutura da dívida, onde os títulos atrelados ao câmbio e pré-fixados são substituídos por títulos pós-fixados atrelados à taxa SELIC e índices de inflação, como o IPCA e IGP-M.

## Conclusão

O mercado de previdência complementar fechada no Brasil passa por um período de transformação, tanto em relação à reestruturação de sua carteira de investimentos quanto em reestruturações institucionais.

Durante a apresentação do trabalho pode-se verificar a mudança gradual na estrutura das carteiras de investimentos das EFPC's brasileiras. Através de dados disponibilizados pela ABRAPP, percebe-se a migração dos ativos de títulos de renda fixa de emissão pública para títulos de renda variável, títulos de renda fixa de emissão privada, empreendimentos imobiliários e outros mais recentemente criados, como investimentos estruturados e no exterior.

A migração foi possibilitada por três mudanças estruturais importantes: primeiro pela mudança nas taxas de juros praticadas no Brasil; segundo pela alteração na regulamentação e início de um processo de auto regulamentação por parte da indústria; e terceiro por meio da consolidação do Mercado de Capitais Brasileiro.

Entretanto, em alguns momentos durante o período estudado, pode-se perceber uma retomada das aplicações em títulos públicos federais, ocorrida principalmente em tempos de crise, tanto nacional quanto internacional. Como ocorreu em 2004 e em 2008. Porém, esse revés temporário não invalida a tendência de queda de longo prazo das taxas de juros, tampouco a reorganização da alocação dos ativos garantidores das EFPC's.

## Referências Bibliográficas

Abrapp. **Consolidado Estatístico, Dezembro de 2009.** Disponível em: [www.abrapp.com.br](http://www.abrapp.com.br). Acesso em 02 de Setembro de 2009.

Abrapp. **Consolidado Estatístico, Dezembro de 1996.** Disponível em: [www.abrapp.com.br](http://www.abrapp.com.br). Acesso em 02 de Setembro de 2009.

Amaral, Hudson Fernandes et al (2004). **Fundos de Pensão como Financiadores da Atividade Econômica.** Revista de Administração de Empresas. FGV

Brasil, Conselho Monetário Nacional (CMN)(2009). **Resolução 3.456.** Diário Oficial, 01 de Junho.

Brasil, Conselho Monetário Nacional (CMN)(2009). **Resolução 3.792.** Diário Oficial, 24 de Setembro.

Carvalho, J. L. **Regulamentação na Indústria de Seguros: reservas técnicas, derivativos e seguro apólice (2006).** Revista Brasileira de Risco e Seguro, v. 1, n. 2, p. 1-25.

Fundação Petros. **Políticas de Investimentos 2009/2013.** Disponível em: [www.petros.com.br](http://www.petros.com.br). Acesso em 02 de Setembro de 2009.

Fundação Previ. **Políticas de Investimentos.** Disponível em: [www.previ.com.br](http://www.previ.com.br). Acesso em 02 de Setembro de 2009.

Johnson, Ed. (2006). **Brazil's Elevated Interest Rates: A Case of Irrational Pessimism or Guarded Optimism.** Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação. Faculdade de Artes. University of Florida.

Hurtado, Natalie (2008). **Análise de Metodologias de Gestão de Ativos e Passivos de Planos de Benefício Definido em Fundos de Pensão: Uma Abordagem Financeira-Atuarial.** Tese de doutorado, COPPEAD, UFRJ, Rio de Janeiro.



Moulin, Carlos. As Novas Regras do Jogo. **Investidor Institucional**. São Paulo, Ano 14, n.208, p 36-38, Out. 2009.

Mello, Anderson. As Novas Regras do Jogo. **Investidor Institucional**. São Paulo, Ano 15, n.211, p 70, Jan. 2010.

Paula, Luiz Fernando et al (2009). **Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos**. Projeto de pesquisa BNDES-FECAMP.

Pimentel, Joyce (2010). **Texto para Discussão TD-IEA n.2/2010: Dívida Pública Brasileira: características estruturais e tendências recentes**. São Paulo

Reis, A. (org).(2008). **Fundos de Pensão e Mercado de Capitais**. São Paulo: Peixoto Neto Editora.

Ribeiro, Bruno. **As Novas Regras do Jogo**. Investidor Institucional. São Paulo, Ano 14, n.208, p 36-38, Out. 2009.

Ross, S.A.; Westerfield, R.W.; Jaffe, J.F. (1998). **Administração Financeira Corporate Finance (A. Sanvicente, trad.)**. São Paulo: Editora Atlas.

Viscusi, W.K., Vernon, J.M. & Harrington, J.E. (2005). **Economics of Regulation and Antitrust**. The MIT Press.

Winklevoss, E. Howard (1993). **Pension Mathematics with Numerical Illustrations (Pension Research Council Publications)**. University of Pennsylvania Press.

## Anexos

### Lista 1.I

#### Séries entre 1995 e 2009: IPCA, INPC, SELIC e Juros Real

	<i>IPCA</i>	<i>INPC</i>	<i>SELIC</i>	<i>JURO REAL</i>
1995	22,41%	21,98%	53,09%	25,06%
1996	9,56%	9,12%	27,41%	16,29%
1997	5,22%	4,34%	24,79%	18,60%
1998	1,65%	2,49%	28,79%	26,70%
1999	8,94%	8,43%	25,59%	15,28%
2000	5,97%	5,27%	17,43%	10,82%
2001	7,67%	9,44%	17,32%	8,96%
2002	12,53%	14,74%	19,17%	5,90%
2003	9,30%	10,38%	23,35%	12,85%
2004	7,60%	6,13%	16,25%	8,04%
2005	5,69%	5,05%	19,05%	12,64%
2006	3,14%	2,81%	15,08%	11,57%
2007	4,46%	5,16%	11,88%	7,10%
2008	5,90%	6,48%	12,48%	6,21%
2009	4,31%	4,11%	9,93%	5,39%
2010 (Projeção)	5,45%	5,51%	9,97%	4,04%

Fonte: IBGE, Bacen, Relatório Focus (Bacen)

**Lista 1.II**  
**Perfil dos Vencimento dos Títulos de Renda Fixa das EFPC'ss**

Perfil de vencimento dos títulos <sup>11</sup>

								Em R\$ milhões
Fim de Período	Total	Até	Entre doze e	Acima de	% Até doze	% Entre doze	% acima de	
		doze	vinte e quatro	vinte e quatro	meses	e vinte e quatro	vinte e quatro	
		meses	meses	meses		meses	meses	
2003	Dez	731 858	244 153	180 446	307 259	33,4	24,7	42
2004	Mar	759 842	269 775	189 176	300 892	35,5	24,9	39,6
	Jun	758 187	305 164	187 429	265 594	40,2	24,7	35
	Set	771 303	345 708	184 696	240 899	44,8	23,9	31,2
	Dez	810 264	359 799	218 097	232 368	44,4	26,9	28,7
2005	Mar	873 606	361 603	243 845	268 157	41,4	27,9	30,7
	Jun	908 284	395 900	229 625	282 759	43,6	25,3	31,1
	Set	933 221	368 785	261 360	303 076	39,5	28	32,5
	Dez	979 662	392 844	242 037	344 781	40,1	24,7	35,2
2006	Mar	1 021 221	390 262	246 350	384 608	38,2	24,1	37,7
	Jun	1 016 100	399 164	235 698	381 238	39,3	23,2	37,5
	Set	1 061 864	404 606	255 827	401 431	38,1	24,1	37,8
	Dez	1 093 495	365 779	259 857	467 859	33,5	23,8	42,8
2007	Jan	1 087 895	375 548	240 824	471 524	34,5	22,1	43,3
	Fev	1 120 048	371 901	255 054	493 093	33,2	22,8	44
	Mar	1 142 651	372 888	265 265	504 498	32,6	23,2	44,2
	Abr	1 151 467	389 395	214 254	547 817	33,8	18,6	47,6
	Mai	1 173 909	366 967	254 915	552 026	31,3	21,7	47
	Jun	1 198 904	361 275	241 329	596 300	30,1	20,1	49,7
	Jul	1 171 118	362 636	221 283	587 199	31	18,9	50,1
	Ago	1 189 087	373 038	210 630	605 419	31,4	17,7	50,9
	Set	1 200 833	364 670	225 642	610 522	30,4	18,8	50,8
	Out	1 199 031	331 473	231 051	636 507	27,6	19,3	53,1
	Nov	1 219 726	328 562	250 600	640 564	26,9	20,5	52,5
	Dez	1 224 871	333 751	247 433	643 687	27,2	20,2	52,6
2008	Jan	1 203 962	358 973	248 959	596 030	29,8	20,7	49,5
	Fev	1 242 164	352 521	265 140	624 504	28,4	21,3	50,3
	Mar	1 250 027	345 007	284 954	620 066	27,6	22,8	49,6
	Abr	1 218 714	290 495	282 113	646 106	23,8	23,1	53
	Mai	1 239 608	312 768	260 858	665 982	25,2	21	53,7
	Jun	1 247 290	302 743	280 839	663 708	24,3	22,5	53,2
	Jul	1 204 405	264 381	278 160	661 864	22	23,1	55
	Ago	1 223 195	263 281	316 622	643 292	21,5	25,9	52,6
	Set	1 224 735	281 812	307 648	635 275	23	25,1	51,9
	Out	1 226 272	281 438	294 748	650 087	23	24	53
	Nov	1 244 394	296 848	289 159	658 387	23,9	23,2	52,9
	Dez	1 264 823	302 192	279 234	683 397	23,9	22,1	54

Fonte: Tesouro Nacional