

RECURSOS REPETITIVOS: SISTEMA FIRMA AS SUAS TESES

Revista da

# PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

Revista da ABRAPP • ICSS • SINDAPP • UniAbrapp • Ano XXXVI • Número 410 • Maio/Junho 2017

Fechada

## Abrapp prepara lançamento de **PLANO SETORIAL**

O desafio da  
cobertura do  
setor informal

Planos têm níveis de  
solvência compatíveis com  
padrões internacionais

“Habilitação Fase 2”  
focará entidades  
com maior risco

# A evolução dos ativos de renda fixa das carteiras de investimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

POR RONNIE GONZAGA TAVARES\*

**O** objetivo do presente texto é analisar a evolução dos ativos de renda fixa nas carteiras de investimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) e seus desdobramentos sobre o mercado de capitais e o financiamento da dívida pública pelo Tesouro Nacional.

De acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de

Previdência Complementar (Abrapp), nos últimos anos o volume de recursos dos fundos de pensão destinados ao segmento de renda fixa vem se incrementando consistentemente, em detrimento de investimentos em renda variável. Tal deslocamento no direcionamento das aplicações foi especialmente relevante entre o final de 2013 e de 2015, conforme Tabela 1 a seguir.

Tabela 1 – CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Renda Fixa	61,7%	60,4%	64,2%	70,7%	71,6%
Renda Variável	28,6%	29,0%	24,7%	18,5%	18,8%
Estruturados	2,7%	3,0%	3,3%	2,9%	2,3%
Imóveis	4,0%	4,5%	4,7%	4,8%	4,4%
Operações Participantes	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	2,7%
Outros *	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Fonte: Abrapp (Consolidado Estatístico Nov/2016)

\* Inclui Cambial, Dívida Externa, Ações - Companhias Abertas - Exterior, Outros Realizáveis, Derivativos, Outros

Ao se analisar esta evolução histórica, separadamente por tipo de plano, chega-se à mesma constatação: investimentos em renda fixa se elevando e ocupando espaço das aplicações em renda variável – vide

Tabelas 2 e 3 a seguir. Ou seja, independentemente do tipo de plano gerido pelos fundos de pensão, o movimento de migração da renda variável para a renda fixa foi idêntico, apenas com magnitudes distintas.

Tabela 2 – ALOCAÇÃO DA CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE PLANO (RENDA FIXA)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Benefício Definido	55,0%	52,9%	56,1%	63,0%	63,4%
Contribuição Definida	84,9%	86,5%	89,1%	91,3%	92,1%
Contribuição Variável	77,5%	76,5%	79,1%	82,3%	83,4%

Fonte: Abrapp (Consolidados Estatísticos)

Tabela 3 – ALOCAÇÃO DA CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE PLANO (RENDA VARIÁVEL)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Benefício Definido	34,1%	35,2%	31,0%	24,0%	24,8%
Contribuição Definida	11,5%	10,6%	8,0%	5,8%	5,5%
Contribuição Variável	14,4%	13,9%	11,3%	8,7%	8,9%

Fonte: Abrapp (Consolidados Estatísticos)

Há várias análises que tratam dessa elevação nas aplicações em renda fixa por parte dos fundos de pensão. Em matéria da Istoé<sup>1</sup>, datada de 13/set/2016, a partir de informações do jornal O Estado de São Paulo, é mencionado que “O cenário de crise política e econômica no Brasil combinado com elevadas taxas de juros pôs

os fundos de pensão brasileiros na posição mais conservadora de seus investimentos da história. A alocação em renda fixa no ano passado atingiu 68% das carteiras, contra uma fatia de 56% dois anos antes. Em renda variável, a participação atingiu 21% em 2015, ante 34% em 2013. Sem considerar as três maiores fundações do País, a

alocação em renda fixa sobe para 85% dos ativos.”

Na matéria, consta a seguinte declaração do sócio da Itajubá Investimentos, Carlos Garcia: “Os fundos estão com a carteira mais conservadora. Em 2013, existia uma expectativa de queda da parcela da renda fixa e da diversificação”. E ainda, “Para Garcia, o início das mudanças das expectativas em relação à economia, em especial as taxas de juros, será a mola propulsora para que os fundos avancem em termos de diversificação.”

Finalmente, em pesquisa realizada pela Itajubá Investimentos, “para 80% dos entrevistados, a ideia é manter ou elevar as alocações em renda variável, sendo que 66% deles querem fazê-lo por meio de gestão terceirizada. Investimentos em fundos de participações atraem 79% dos entrevistados, sendo que 70% desse grupo olham para o setor de infraestrutura; 95%, consideram investir no exterior.”

Em outro texto, produzido pela Mercer Gama e intitulado “Os reflexos da queda dos juros para os fundos de pensão”, é mencionado que “na Pesquisa de Investimentos divulgada pela Mercer no final de 2016, feita com mais de cem planos de benefício que detêm aproximadamente R\$ 100 bi de investimentos, que a Renda Fixa continuaria a ser a alocação predominante para 2017, com média de 86,6% em planos CD/CV e 90,7% em planos BD.”

O texto complementa: “A redução na taxa de juros básica da economia traz efeitos diretos e imediatos na rentabilidade dos títulos de renda fixa, especialmente os negociados pelo Tesouro, que são maioria no portfólio dos planos de previdência brasileiros.

Buscando manter o patamar de rentabilidade e volatilidade da carteira e prover o atingimento da meta atuarial, fundos de pensão deverão considerar outros segmentos para investir e reinvestir seus recursos.

Tal tendência já era apontada pela Pesquisa de Investimentos da Mercer, que elencou Renda Variável e Investimentos no Exterior como as duas categorias com maior perspectiva de elevação para 2017:”



Fonte: Mercer – Pesquisa de Investimentos 2016

## Análises Complementares

A partir deste momento, realizaremos duas análises complementares com o intuito de aprofundarmos as discussões acerca do incremento dos investimentos em renda fixa por parte dos fundos de pensão.

A primeira delas se refere à evolução da composição do segmento de renda fixa segregado por indexador (ativos prefixados, indexados à Taxa Selic e à inflação) e por prazo. Tal análise é de extrema importância, pois apenas dizer que o volume de renda fixa na carteira dos fundos de pensão vem aumentando é uma análise incompleta tendo em vista que a alocação de recursos em uma NTN-B 2055 é completamente diferente daquela em uma LFT de curto prazo, por exemplo.

A segunda análise focará na evolução mencionada, porém segmentada por tipo

2. <http://gama-ca.com.br/artigos/os-reflexos-da-queda-dos-juros-para-os-fundos-de-pensao/>

de plano (Benefício Definido, Contribuição Definida e Contribuição Variável).

Após procedermos às duas análises mencionadas, será possível traçar uma perspectiva mais exata acerca dos impactos atuais e futuros sobre o mercado de capitais e o financiamento da Dívida Pública pelo Tesouro Nacional.

#### a. Segmentação por Indexador e Prazo

Para que fosse possível realizarmos tal análise, contamos com os préstimos da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), que gentilmente nos forneceu uma base de dados contendo as informações necessárias sobre os ativos de renda fixa detidos pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar ao final dos últimos cinco anos (2012 a 2015 e novembro/2016)<sup>3</sup>.

A partir dessa base de dados, realizamos alguns agrupamentos específicos e calculamos a *duration* de repactuação<sup>4</sup> dos diversos ativos para cada data considerada. Importante ressaltar que preferimos trabalhar apenas com os títulos públicos federais que são (ou foram) objeto de oferta pública por parte do Tesouro Nacional (LFT, LTN, NTN-B, NTN-C e NTN-F). Esse conjunto de títulos corresponde, em média, a 99% do volume financeiro que consta da base de dados fornecida pela Previc.

A Tabela 4, a seguir, apresenta a evolução dos ativos de renda fixa na carteira de investimentos das EFPC segregados por indexador. Pode-se perceber que a participação de títulos indexados à inflação (NTN-B e NTN-C) praticamente não sofreu variação ao longo dos últimos cinco anos.

Tabela 4 – ATIVOS DE RENDA FIXA EFPC – PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	87,5%	87,6%	88,3%	89,0%	88,1%
Prefixados (LTN + NTN-F)	6,2%	6,3%	5,5%	3,9%	2,9%
Taxa Selic (LFT)	6,3%	6,1%	6,2%	7,1%	9,1%

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

Entretanto, vale destacar a redução na participação relativa de títulos prefixados (LTN e NTN-F) com consequente elevação dos títulos indexados à Taxa Selic (LFT). Ou seja, não apenas os fundos de pensão trans-

feriram recursos da renda variável para a renda fixa (movimento conservador) como ainda se tornaram mais cautelosos no próprio gerenciamento dos investimentos em renda fixa.

3. Com a devida ressalva de que não consta da base de dados nenhuma informação que possa identificar a qual entidade ou plano de benefícios específico os ativos se referem.

4. Aqui entendida como a *Macaulay Duration* para os diversos títulos, exceto para as LFTs cuja *duration* de repactuação foi considerada como sendo um dia útil. O objetivo desta escolha foi o de medir o risco de mercado dos diversos títulos de maneira mais consistente. Adicionalmente, vale ressaltar que, para o cálculo da *Macaulay Duration*, todos os títulos públicos federais considerados na análise, independentemente do tipo de plano de benefícios, foram trazidos a valor presente pelas taxas de retorno de fechamento do último dia útil de cada ano, exceto em 2016 que foi considerada a data de 30/novembro. Nesse caso, a própria *duration* é afetada por conta não apenas do passar do tempo, que naturalmente faz o indicador se reduzir, mas também por conta da variação nas taxas de retorno consideradas ao longo do período, lembrando que ao final de 2013 tais taxas encontravam-se em patamar extremamente reduzido (quanto menor a taxa de desconto, maior a *duration*, tudo o mais constante, e vice-versa).

Entretanto, quando se analisa a evolução da *duration* de repactuação das EFPC, Tabela 5 a seguir, a variação deste indicador é relativamente baixa (redução de aproximadamente 0,9 ano no período analisado), mesmo com a transferência de recursos de títulos prefixados para títulos indexados à Taxa Selic (LFT), o que poderia ensejar uma redução mais significativa.

A primeira explicação para tanto é que o volume destes ativos é baixa se

comparado ao de ativos indexados à inflação, os quais acabam se sobressaindo na análise global (redução de aproximadamente 1,0 ano) e neutralizando as demais variações.

Adicionalmente, como a *duration* de repactuação dos títulos prefixados é bastante reduzida, entre 1,28 e 1,81 ano ao longo de todo o período, a migração de recursos destes ativos para as LFT reduziram apenas marginalmente o indicador agregado.

Tabela 5 – ATIVOS DE RENDA FIXA EFPC – DURATION DE REPACTUAÇÃO (em anos)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	10,28	9,30	9,69	8,86	9,26
Prefixados (LTN + NTN-F)	1,81	1,58	1,28	1,44	1,37
Taxa Flutuante (LFT)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MÉDIA	9,11	8,25	8,63	7,94	8,20

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

## b. Segmentação por Indexador e Prazo x Planos de Benefícios

### b.1. Planos de Benefício Definido(BD)

No caso específico dos Planos BD, verificou-se pouca variação nos indexadores ao longo do tempo. Basicamente, houve

ligeiro incremento nos ativos indexados à inflação (1,4 ponto percentual) em detrimento dos prefixados (queda de 1,3 ponto percentual) – vide Tabela 6 abaixo.

Tabela 6 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS BD – PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	94,4%	94,6%	95,5%	95,7%	95,8%
Prefixados (LTN + NTN-F)	2,6%	2,6%	2,1%	1,8%	1,3%
Taxa Selic (LFT)	3,0%	2,8%	2,4%	2,5%	2,9%

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

Já no caso da *duration* de repactuação, o movimento foi semelhante ao verificado para o total das EFPC: redução no in-

dicador decorrente da queda na *duration* média dos ativos prefixados e indexados à inflação.

Tabela 7 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS BD – DURATION DE REPACTUAÇÃO (em anos)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	10,48	9,53	9,88	9,02	9,40
Prefixados (LTN + NTN-F)	2,01	1,90	1,75	1,47	1,28
Taxa Flutuante (LFT)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MÉDIA	9,94	9,06	9,48	8,66	9,02

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

### b.2. Planos de Contribuição Definida (CD)

Em relação aos Planos CD, constatou-se expressiva redução na participação dos ativos prefixados (queda de 15,1 pontos

percentuais) com migração dos recursos para títulos indexados à Taxa Selic (aumento de 16,1 pontos percentuais) – vide Tabela 8 a seguir.

Tabela 8 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS CD – PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	58,9%	59,2%	60,9%	62,5%	57,9%
Prefixados (LTN + NTN-F)	21,7%	20,0%	15,6%	9,5%	6,6%
Taxa Selic (LFT)	19,4%	20,8%	23,5%	28,0%	35,5%

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

Adicionalmente, à forte migração de recursos de ativos prefixados para indexados à taxa básica de juros, o que naturalmente já reduziria a *duration* de repactuação da carteira, também se verificou a redução na própria *duration* tanto nos ativos indexados à inflação (queda de 1,7 ano) quanto nos prefixados (re-

dução de 0,5 ano). Dessa forma, a carteira de ativos de renda fixa dos Planos CD encerrou o período analisado como a mais conservadora de toda a série, com apenas 5,0 anos de *duration* de repactuação (queda de 1,4 ano em relação ao início do período), conforme Tabela 9 na sequência.

Tabela 9 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS CD – DURATION DE REPACTUAÇÃO (em anos)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	10,12	8,57	8,43	8,19	8,45
Prefixados (LTN + NTN-F)	1,94	1,56	1,16	1,41	1,43
Taxa Flutuante (LFT)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MÉDIA	6,38	5,39	5,32	5,25	4,99

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

### b.3. Planos de Contribuição Variável (CV)

No caso específico dos Planos CV, averiguou-se relevante elevação nos ativos inde-

xados à inflação (6,5 ponto percentual) com queda significativa dos prefixados (recoo de 7,3 ponto percentual) – vide Tabela 10 abaixo.

Tabela 10 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS CV – PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	74,9%	75,3%	75,9%	80,8%	81,4%
Prefixados (LTN + NTN-F)	12,5%	13,3%	12,5%	7,8%	5,2%
Taxa Selic (LFT)	12,7%	11,5%	11,6%	11,4%	13,3%

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

Diferentemente dos demais planos, este foi o único que apresentou incremento na *duration* de repactuação (aumento de 0,3 ano) entre o início e o final do período analisado, por conta basicamente da migra-

ção de recursos prefixados (cuja *duration* é bastante reduzida) para ativos indexados à inflação (com *duration* significativamente maior) – Tabela 11 a seguir.

Tabela 11 – ATIVOS DE RENDA FIXA PLANOS CV – DURATION DE REPACTUAÇÃO (em anos)

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Inflação (NTN-B + NTN-C)	9,33	8,46	9,33	8,52	9,09
Prefixados (LTN + NTN-F)	1,52	1,35	1,08	1,44	1,39
Taxa Flutuante (LFT)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MÉDIA	7,18	6,54	7,21	7,00	7,48

Fonte: Previc. Elaboração: Funpresp-Jud.

### c. Análise Consolidada

A análise segmentada acima nos dá algumas informações importantes, quais sejam:

- ✘ Todos os planos apresentaram redução na participação de títulos prefixados ao longo do período analisado, porém no caso dos Planos CD e CV tal que da foi bastante expressiva (15,1 e 7,3 pontos percentuais, respectivamente), tendo se tornado praticamente insignificantes;
  - Tal fato pode ser explicado pela elevação na inflação nos anos considerados, inclusive com incremento superior àquele inicialmente esperado (surpresa inflacionária), sendo que os ativos prefixados não geram proteção alguma contra tal movimento;
  - A forte elevação das taxas de retorno destes títulos ao longo do período considerado não deve servir também como argumento para a redução destes papéis na carteira dos fundos de pensão, visto que a *duration* destes títulos era bastante baixa, então a perda financeira decorrente da Mar-

cação a Mercado (MTM) foi pouco significativa;

- ✘ Os ativos indexados à inflação são predominantes em todos os planos, como o esperado, porém nos Planos BD e CV representam uma parcela muitíssimo superior à dos demais indexadores (média de 95% e 78% no período, respectivamente), sendo que houve incremento deste indexador no caso dos Planos CV. Já no caso dos Planos CD, embora de magnitude expressiva (média de 60% no período), houve pouca oscilação;
  - O fato é que as perdas financeiras verificadas nos ativos prefixados fez com que os recursos deste tipo de investimento fosse direcionado para ativos indexados à Taxa Selic, no caso dos Planos CD, e não para títulos indexados à inflação, que também sofreram com a Marcação a Mercado no período considerado;
  - Já para os Planos BD, que tradicionalmente adotam o critério da Marcação pela Curva (MTC) para a quase totalidade dos ativos de renda fixa, os efeitos da MTM foram reduzidos. Mesma análise pode ser feita para

os ativos dos Planos CV com critério MTC.

- ✘ Em relação à *duration* de repactuação, percebe-se claro encurtamento nos prazos dos ativos prefixados e indexados à inflação. Tal movimento naturalmente fez com que este indicador apresentasse redução ao longo do período analisado, exceto para o caso dos Planos CV, conforme mencionado anteriormente.

Importante frisar que, não apenas houve aumento no conservadorismo nos investimentos das EFPC, com a migração de recursos da renda variável para a renda fixa, como as aplicações financeiras neste segmento também se tornaram mais curtas.

Claramente, os gestores das EFPC se tornaram mais ariscos à medida que o cenário macroeconômico do país se deteriorou

ao longo dos últimos anos, sendo que apenas no segundo semestre de 2016 se pode perceber alguma reversão desta piora.

Olhando por este prisma, poder-se-ia esperar que, caso o país volte a trilhar caminhos mais salutares, os investimentos dos fundos de pensão naturalmente retornem gradativamente para ativos mais arriscados, seja com o alongamento de prazos na renda fixa, seja com regresso de parcela destes recursos para a renda variável ou mesmo para outros tipos de investimentos (estruturados, por exemplo), conforme foi verificado na pesquisa realizada pela Mercer.

Porém, ainda fica faltando uma análise crucial, qual seja: a redução na participação relativa dos Planos BD com conseqüente incremento dos Planos CD e CV, conforme Tabela 12 abaixo.

Tabela 12 – PARTICIPAÇÃO DAS EFPC POR TIPO DE PLANO

	Dez/2012	Dez/2013	Dez/2014	Dez/2015	Nov/2016
Benefício Definido	67,1%	65,0%	62,5%	60,8%	59,0%
Contribuição Definida	12,6%	13,5%	13,5%	14,0%	14,6%
Contribuição Variável	20,3%	21,5%	24,0%	25,2%	26,5%

Fonte: Abrapp (Consolidados Estatísticos)

Como a estratégia de atuação em relação aos investimentos é bastante distinta entre os diversos tipos de planos, naturalmente deve-se observar esta alteração na participação dos tipos de planos ao longo dos últimos anos para que seja possível efetuar uma análise prospectiva mais acurada.

A principal motivação para esta queda relativa dos Planos BD se refere a que estes são planos mais antigos e, em sua maioria, já se encontram maduros e com expressivo fluxo de pagamentos de benefícios e pensões aos participantes e assistidos. Assim, os desembolsos têm sido superiores aos re-

ursos recebidos, gerando uma perda líquida de investimentos ao longo do tempo.

Adicionalmente à redução do patrimônio do plano, há também necessidade de que os investimentos se tornem cada vez mais líquidos com vistas a serem utilizados para honrar as despesas programadas. Ou seja, os Planos BD que usualmente apresentam os maiores prazos de aplicação para ativos de renda fixa, deixarão de sê-lo no futuro não tão distante. E, ainda, aquela parcela de instituições que é forte detentora de ativos de renda variável, provavelmente irá reduzir tais participações de forma expressiva nos próximos anos, também com

vistas a reduzir os riscos de suas aplicações frente a desembolsos líquidos crescentes.

Esta redução nos prazos dos investimentos em ativos de renda fixa e que danas aplicações em renda variável dificilmente serão compensadas pelos Planos CD e CV. Estes últimos podem até voltar a adicionar risco aos seus investimento sem vista de uma conjuntura mais favorável no futuro, porém não em escala tal que a indústria de fundos de pensão volte rapidamente ao que era no passado relativamente recente.

Importante notar que os longos prazos de aplicações em renda fixa por parte dos Planos BD estão intimamente correlacionados ao fato da utilização do critério de Marcação pela Curva para estes investimentos, algo que praticamente não ocorre com os Planos CD e em menor medida com os Planos CV.

Assim, com os investimentos majoritariamente Marcados a Mercado, a adição relevante de risco por parte dos gestores demandará não apenas uma conjuntura mais favorável, mas também que os participantes dos planos elevem sua tolerância ao risco, principalmente ao risco de mercado, algo que somente é possível com maior transferência de conhecimento a tais indivíduos por meio de educação financeira e previdenciária.

### Impactos sobre o Mercado de Capitais

Como visto, os fundos de pensão reduziram bastante sua posição em renda variável ao longo dos últimos anos e a expectativa de reversão deste movimento poderá ocorrer brevemente, porém, provavelmente em ritmo lento, ganhando impulso mais acentuado à medida que as condições macroeconômicas presente e

futura gerem a confiança adequada para tanto.

Ainda assim, não se espera que o volume total de investimentos por parte das fundações seja significativamente elevado no curto prazo, ou seja, o mercado acionário não deve contar com ajuda relevante deste importante *player* do mercado de capitais por algum tempo. E, mesmo em condições bem mais favoráveis que as atuais, não se deve observar expressivo movimento de migração de recursos para a renda variável.

Entretanto, à medida que as taxas de juros (nominais e reais) da economia mantenham o ritmo de queda, pode-se abrir espaço considerável não apenas para alongamento de prazos de investimentos na renda fixa, mas também para a busca por maior retorno neste segmento a partir de aplicações financeiras com maior risco de crédito – basicamente em títulos privados.

Assim, entendemos que as empresas em geral poderão tirar proveito do mercado de capitais não via oferta primária ou secundária de ações, mas principalmente por meio do mercado de dívida, cujos custos naturalmente irão se reduzir caso o cenário benigno se concretize, além de que a própria base de investimentos para este tipo de ativo irá se elevar, tanto para empresas com melhor risco de crédito – que provavelmente serão as primeiras a se beneficiar desse cenário – como para aquelas com risco de crédito intermediário.

Há, ainda, o segmento de investimentos estruturados, especialmente via fundos multimercados, que também pode voltar a ser analisado com mais interesse em um cenário macroeconômico mais benigno e com a busca por alternativas de investimentos mais rentáveis – vide pesquisa da Mercer mencionada anteriormente.

Finalmente, vale citar o segmento de investimentos no exterior, que embora ainda seja apenas residual na composição das aplicações financeiras dos fundos de pensão, existe a tendência de elevação das alocações neste tipo de ativo de acordo com a pesquisa da Mercer. É importante frisar que a indústria ainda está em estágio de aprendizado de qual a melhor maneira de proceder em relação a tal segmento, passando pela análise e convencimento não apenas das equipes técnicas das fundações, mas principalmente dos seus órgãos consultivos e deliberativos, assim como dos próprios participantes.

À medida que o conhecimento do assunto for se ampliando, naturalmente haverá maior disposição para este tipo de investimento, o qual será ainda mais importante no caso de adentrarmos em um cenário macroeconômico mais benigno no futuro, com menores níveis de taxas de juros nominais e reais, além da própria natureza do investimento que garante ótima diversificação em relação aos ativos domésticos.

### Impactos sobre a Gestão da Dívida Pública Federal

Especificamente em relação à gestão da Dívida Pública Federal, o maior impacto deve se dar em relação ao objetivo de alongamento do seu perfil.

Conforme mencionado, a aquisição de títulos públicos federais de longo prazo é praxe entre os fundos de pensão, porém isso é verdade prioritariamente para os Planos BD, que marcam os títulos pela curva e os carregam até seu vencimento, fazendo uma gestão de ativos e passivos (ALM<sup>5</sup>).

Como a participação relativa destes planos é decrescente proporcionalmente aos planos CD e CV, que têm um perfil de investimentos mais conservador, principalmente no caso dos Planos CD, a demanda por ativos mais longos poderá ficar comprometida, mesmo em um cenário macroeconômico mais benigno.

Em relação à composição da Dívida Pública Federal, poderá haver efeitos positivos caso ocorra a reversão do movimento de redução da parcela de ativos prefixados no portfólio das entidades, embora caiba ressaltar que tais ativos representam parcela pouco significativa no total dos investimentos e o prazo dos títulos em carteira tradicionalmente é relativamente reduzido.

Outra questão a ser levada em consideração se refere a um possível efeito de *crowding in*, quando poderá ocorrer migração de parcela dos investimentos em títulos públicos federais para ativos privados – em movimento inverso ao ocorrido durante boa parte dos últimos vinte anos (*crowding out*)<sup>6</sup>. Nesse sentido, apesar de ser um fenô-

---

5 *Asset and Liability Management*

6 *Crowding out* – de maneira resumida, uma das definições de *crowding out* se refere ao aumento do espaço utilizado pelo Governo em detrimento do setor privado. Especificamente em relação aos investimentos, este efeito considera uma elevação nas taxas de captação por parte do Tesouro Nacional no mercado de títulos, normalmente por conta de aumento da despesa pública. Este movimento tem como consequência uma maior dificuldade para empresas para participar do mercado (como tomadores de recursos). Esse aumento nas taxas de retorno dos títulos públicos pode chegar a um ponto onde outras entidades que normalmente iria emitir títulos para captação de recursos podem considerar a taxa de juros proibitiva ou acima do razoável (lembrando que tradicionalmente as empresas privadas captam a taxas mais elevadas que o Tesouro Nacional, por conta do maior risco de crédito, além do próprio risco de liquidez do ativo). Como resultado, tais empresas decidem não realizar a operação de captação e, portanto, ficam alijadas do mercado. Este fenômeno, geralmente conhecido como evicção, significa que o empréstimo do governo está tornando difícil para os outros participantes realizar negócios nesses mercados. A terminologia *crowding in* é exatamente o inverso.

meno positivo para o mercado de capitais, para o Tesouro Nacional eventualmente poderá significar uma redução na demanda por títulos soberanos. Importante frisar que este efeito não deverá ser relevante o suficiente para gerar maiores problemas para a gestão da Dívida Pública caso seja decorrência de uma necessidade mais reduzida de captação por parte do Tesouro Nacional em vista de uma menor despesa pública (aqui colocada sob o aspecto de resultado nominal e não apenas do resultado primário).

Em resumo, as restrições aqui expostas deverão ser levadas em consideração pelo Tesouro Nacional na sua estratégia de gestão da Dívida Pública, pois dentre as principais diretrizes constam o aumento do prazo médio do estoque e a suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo. Sem contar com o auxílio vigoroso dos fundos de pensão, como era no passado e ainda é de maneira relevante, tal missão se torna bastante mais inglória.

### Benefício Tributário

Um dos aspectos mais discutidos quando se trata de incentivo à poupança de longo prazo é a questão tributária. A atual legislação em vigor que trata do imposto de renda em investimentos de renda fixa foi criada em 2004, a partir da edição das medidas provisórias 206 e 209 em agosto daquele ano<sup>7</sup>, sendo a primeira direcionada aos ativos de renda fixa adquiridos diretamente ou por meio de fundos de investimento. Já a segunda tratou das alíquotas de imposto de renda para participantes das entidades de previdência complementar, tanto abertas quanto fechadas.

Em ambos os casos, a intenção foi de conceder benefício tributário aos investidores que mantivessem seus recursos em aplicações financeiras por prazos mais longos, daí a criação das faixas decrescentes de imposto de renda com alíquotas inversamente proporcionais ao prazo de carregamento do investimento.

Embora as alíquotas estabelecidas, e seus respectivos prazos, tenham sido um avanço em relação à norma vigente à época, percebe-se que, após passados mais de dez anos de sua implementação, faz-se necessário retomar tal discussão com vistas a se aperfeiçoar o regimento de tal matéria em vistas da evolução do mercado financeiro ao longo desse período.

Importante mencionar que o objetivo primordial do benefício tributário concedido, alíquotas para aplicações de prazo mais longo inferiores àquelas de prazo mais curto e também menores que a alíquota que vigorava anteriormente à proposta, é o alongamento das aplicações em renda fixa. Secundariamente, também se procurava gerar incentivo à migração de investimentos indexados a taxas de curto prazo (CDI e Taxa Selic) para ativos prefixados e indexados a preços, embora tal efeito não seja diretamente verificável a partir da letra fria da norma.

Entretanto, é necessário ressaltar que há uma diferença fundamental em relação ao benefício concedido quando da compra direto do ativo e daquela efetuada por meio de um intermediário (fundo de investimento), pois no primeiro caso, para se atingir o benefício da menor alíquota disponível, necessariamente o ativo adquirido deva ter prazo remanescente igual ou superior ao prazo mínimo de carregamento

7. Posteriormente convertidas nas Leis 11.033, de 21/12/2004, e 11.053, de 29/12/2004, respectivamente.

para a concessão de tal benefício (acima de 720 dias).

Porém, quando o investimento é feito por meio da compra de cotas de um fundo de investimento, o que vale para o investidor é tão somente que este permaneça com as cotas adquiridas por prazo mínimo superior a 720 dias para que seja tributado pela menor alíquota, não importando se o gestor daquele fundo de investimento efetivamente efetua a aquisição de títulos deste prazo ou não – ressalvada a norma que prevê que o prazo médio mínimo dos títulos seja superior a 365 dias para os fundos de investimento, denominados de longo prazo, estarem aptos a se enquadrarem nas menores alíquotas.

Originalmente esperava-se que a manutenção dos recursos pelos cotistas por maior prazo fosse incentivo suficiente para que os gestores também alongassem os investimentos, algo que não se provou verdadeiro em sua totalidade.

Mesmo efeito ocorre com as entidades de previdência, pois os recursos recebidos via contribuições de participantes e patrocinadores, quando for o caso, podem ser aplicados em ativos de quaisquer prazos, sem restrições, respeitadas as diretrizes dadas pelo Conselho Monetário Nacional.

No caso das entidades abertas, foi editado normativo específico que trata dessa questão, estabelecendo critérios mínimos para o prazo médio das aplicações de renda fixa de tais entidades, pois o alongamento verificado foi pouco significativo, principalmente em se tratando de veículos cujos objetivos estão diretamente relacionados à poupança de longo prazo – concessão de benefícios previdenciários –, diferentemente do apurado nas entidades fechadas, que tradicionalmente apresentam carteiras de investimentos de renda fixa de prazos mais

longos, mesmo que nos últimos anos tenha sido observada queda neste indicador.

Nesse momento, gostaríamos de destacar alguns pontos relevantes para serem discutidos em relação ao tema. Primeiramente, e talvez o mais importante, o atual momento pelo qual passa o país, tentando ainda recolocar a economia de volta aos trilhos e sabendo que o esforço a ser despendido para ajustar as contas públicas ainda deverá perdurar por longos anos. Assim, quaisquer medidas que tenham por consequência uma perda de arrecadação dificilmente logrará sucesso na conjuntura presente. Isso não significa que a matéria ora em análise não mereça ser discutida, mas talvez seja mais eficaz a proposição de um novo reequilíbrio das alíquotas de imposto de renda ao longo do período de carregamento do ativo do que simplesmente a proposta de criação de uma alíquota mais reduzida para prazo superior àquele que atualmente implica no maior benefício tributário.

Em segundo lugar, é necessário que sejam criados novos mecanismos, ou aperfeiçoados os atuais, para que o benefício tributário concedido pelo governo efetivamente tenha uma contrapartida em termos de alongamento de prazos e migração de investimentos para ativos prefixados e indexados a preços, pois o que temos visto até o momento deixa bastante a desejar sob a ótica governamental, especialmente dos gestores da Dívida Pública. Tais mecanismos devem, necessariamente, atingir de maneira mais efetiva os investimentos efetuados pelos agentes intermediários, sejam fundos de investimento ou entidades de previdência.

O terceiro ponto se refere à questão da isonomia tributária. Não é correto, nem justo, que investimentos idênticos sejam tratados de maneira diferenciada, do pon-

to de vista tributário, caso sejam efetuadas via compra direta ou por meio de agentes intermediários, algo que atualmente é possível por conta das normas em vigor.

E, finalmente, em se tratando de isonomia, há claras distorções entre direitos e deveres de entidades abertas e fechadas e que necessitam de ajustes, os quais vão muito além das questões puramente tributárias.

### Conclusões

A partir do exposto, resumidamente podemos elencar os principais aspectos deste texto:

- i) Ao longo dos últimos cinco anos houve mudança perceptível nos investimentos dos fundos de pensão, com redução expressiva nas alocações em renda variável, cujos recursos foram transferidos para renda fixa;
- ii) Mesmo dentro da renda fixa, houve redução de prazos dos investimentos e aumento no conservadorismo, com deslocamento de recursos de ativos prefixados para indexados à Taxa Selic (Planos BD e CD) e para indexados à inflação (Planos CV);
- iii) O retorno dos recursos para investimentos mais arriscados, seja via alongamento nos títulos de renda fixa ou por meio da migração de aplicações financeiras para ativos de renda variável e outros segmentos mais diversificados depende de conjuntura econômica mais favorável. Entretanto, não se espera que, mesmo em ambiente mais propício, tal movimento seja substancial no curto prazo;
- iv) No médio e longo prazos, os efeitos da redução na participação relativa dos Planos BD, em contraposição à elevação dos Planos CD e CV, não sugerem

que os ativos de maior risco em geral venham a apresentar crescimento expressivo, amenos que ocorra forte incremento na educação financeira e previdenciária dos participantes dos fundos de pensão;

- v) Espera-se que as empresas em geral poderão tirar proveito do mercado de capitais não via oferta primária ou secundária de ações, mas principalmente por meio do mercado de dívida, cujos custos naturalmente irão se reduzir caso o cenário benigno se concretize;
- vi) Já para a gestão da Dívida Pública, o fato de os Planos CD e CV serem tradicionalmente mais conservadores em seus investimentos, comparativamente aos Planos BD, gera um fator negativo adicional em relação aos seus principais objetivos: alongamento de prazos e suavização dos vencimentos de curto prazo;
- vii) Por fim, no que se refere aos aspectos tributários, entendemos que o assunto é da maior importância como forma de incentivar a poupança de longo prazo, porém a atual conjuntura econômica demanda propostas menos ambiciosas, preferencialmente neutras do ponto de vista da arrecadação tributária e que apresentem também sugestões efetivas que deixem claro que há contrapartida para o governo em contraposição ao benefício tributário concedido. E, ainda, que sejam discutidas as questões da falta de isonomia tributária entre as diversas formas de investimentos idênticos. ■

---

\* **Ronnie Gonzaga Tavares** é Diretor de Investimentos da Funpresp-Jud.