

Diversificação dos Investimentos nas Principais Entidades Fechadas de Previdência Complementar Brasileira: Uma Análise da Aplicabilidade da Limitação Legal no Setor

Cristiano Moreira da Silva,

Mestre em Economia - Fead/MG - Professor de Graduação da Faculdade Pitágoras
cristianomoreirasilva@hotmail.com

João Paulo de Assis Valadares

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFMG
joaopaulovaladares@yahoo.com

Edvar Lucio Miranda

Especialista em Gestão Contábil e tributária pela Faculdade Novos Horizontes
edvarmiranda@gmail.com

Marcela Cristina Mendes Aguiar

Pós-graduando em administração pública, PUC-Minas
maahcmendes@hotmail.com

RESUMO

O futuro é algo incerto, contudo algumas práticas buscam garantir e diminuir os riscos de atitudes que são tomadas no presente visando colher frutos no futuro. No que tange ao mercado profissional, muitos trabalhadores, quando questionados sobre seus anseios e suas perspectivas de futuro, respondem que desejam a garantia de estabilidade econômica e financeira no momento da aposentadoria. Em busca dessa realização, muitos se vinculam aos planos de previdência privada oferecidos pelas entidades fechadas de previdência complementar. Essas entidades são responsáveis por administrar os recursos desses segurados e, para garantir que os valores desembolsados por eles tenham retornos, elas têm de buscar o eficiente investimento dos recursos à disposição, para que obtenham rendimentos satisfatórios. A Resolução nº 3.792, de 2009, do Banco Central, busca equacionar e estabelecer limites para a aplicação dos recursos em poder das entidades fechadas de previdência complementar em variadas modalidades de investimento. Diante desse contexto, o objetivo geral foi responder à seguinte inquietação: qual a composição dos investimentos aplicados pelas principais entidades fechadas de previdência complementar brasileiras, com base nas determinações legais, em termos de diversificação? A metodologia empregada, quanto aos fins, foi a pesquisa descritiva, bibliográfica, com abordagem quantitativa, por meio da análise de multicase, utilizando com base as demonstrações financeiras de 2014 e 2015 das dez maiores entidades fechadas de previdência complementar brasileiras. Como resultado, foi possível concluir que a composição dos investimentos respeita o limite legal, contudo não existe uma assimetria nessas distribuições entre as entidades pesquisadas.

Palavras-Chave: Investimentos, Riscos, Entidades fechadas de previdência complementar.

1 INTRODUÇÃO

O ser humano sempre se depara com inúmeros problemas e riscos que acabam norteando sua tomada de decisão em diversas áreas. Muitas das decisões que moldaram a nossa civilização foram tomadas levando em consideração os impactos positivos e negativos que por ventura poderiam ocorrer, sempre mensurando os riscos. Dessa forma, o risco é uma variável determinante para a evolução humana, pois a sua ausência implica a certeza de resultado e a restrição à construção do conhecimento. A concepção atual de risco tem origem nos números, que permitem quantificar o valor incerto, antes abstrato, produzido por determinada ação (MARUYAMA; RODRIGUES, 2016).

Lidar racionalmente com riscos é habilidade inata aperfeiçoada na espécie humana. A capacidade de ter consciência de sua existência, enfrentá-los e vencê-los fez com que a humanidade se conservasse e evoluísse entre tantas outras espécies que pereceram (NOGUEIRA, 2014). Buscando amenizar os riscos derivados do envelhecimento e manter uma qualidade mínima de vida, o trabalhador busca construir, no decorrer de sua carreira profissional, uma estrutura que permita custear as necessidades futuras que terá no momento de sua aposentadoria.

Nesse contexto, a seguridade social surgiu como uma instituição formada a partir do processo de industrialização e da formação das classes trabalhadoras, que trouxeram consigo novas formas de riscos sociais, como o desemprego e os acidentes de trabalho. O sistema de proteção foi estruturado primeiramente por trabalhadores, universalizando-se posteriormente com a finalidade de garantir segurança em face dos fatos que impossibilitavam a obtenção do sustento do trabalhador e de sua família por meio do trabalho. Tratava-se de um precário sistema de seguro privado (VALENÇA, 2013).

O setor de seguros brasileiro, que compreende as seguradoras, resseguradoras, entidades de previdência complementar e sociedades de capitalização, teve expressivo crescimento após o Plano Real, em 1994. Até aquele ano, o país possuía uma economia com altas e variáveis taxas de inflação, dificultando o planejamento de médio e longo prazos de indivíduos e empresas. Como consequência, o setor de seguros foi bastante afetado. Até o Plano Real, a participação histórica do setor de seguros no Produto Interno Bruto (PIB) era, em média, de 1%. Após o Plano Real, o setor passou a apresentar crescimento anual nominal das receitas de aproximadamente 15%, percentual muito superior à taxa de crescimento do PIB brasileiro no mesmo período (COSTA, 2014).

O regime de previdência privada é operado pelas entidades de previdência complementar, que podem ser fechadas ou abertas, e tem como objetivo principal instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário. As entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão, são organizações sem fins lucrativos que administram os fundos previdenciários dos funcionários de uma empresa patrocinadora, de várias empresas ou de instituidores (PAULA; LIMA, 2014).

As entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) são reguladas por normas de como gerir os investimentos realizados pelos seus segurados, contudo, como é sabido, o dinheiro, no decorrer do tempo, sofre desvalorização, o que obriga essas entidades a buscar manter uma rentabilidade mínima necessária, visando garantir aos assistidos o valor monetário corrigido até aquele momento, ou seja, o momento do resgate.

Nesse sentido, o Banco Central do Brasil (2009) determina, por meio da Resolução nº 3.792 e suas posteriores alterações, os limites a serem respeitados pelas EFPC quando da realização de investimentos com os recursos administrados, visando manter a solvência e a liquidez dos recursos a elas confiados. Portanto, existe uma limitação legal que tem de ser respeitada por essas entidades. Essa legislação vigente determina que os recursos sejam aplicados nos seguimentos de renda fixa, renda variável e imóveis (desconsiderado do cômputo das disponibilidades dos RPPS – Regime Próprio de Previdência Social). Existem limites cumulativos para renda variável que não devem exceder a 30% das disponibilidades, bem como para as classes de ativos de renda fixa, ou ainda, quando for o caso, por fundo de investimento ou patrimônio líquido, submetendo-se às aplicações dos recursos ao efetivo enquadramento (BRASIL, 2010).

Diante desse contexto a presente pesquisa teve como objetivo responder à seguinte inquietação: qual a composição dos investimentos aplicados pelas principais entidades fechadas de previdência complementar brasileiras, com base nas determinações legais, em termos de diversificação?

O tema se torna relevante pelo fato de buscar verificar se existe aderência das teorias acadêmicas às normas que regulamentam o setor, sendo o mercado de previdência privada um dos que mais cresce no mercado brasileiro, tendo em vista a constante notícia de insuficiência do sistema público de concessão de aposentadoria no futuro, buscando assim acompanhar a eficiência dos investimentos realizados pelos gestores desses fundos, assunto relevante para pesquisadores e profissionais que atuam nesse segmento. Para os profissionais da gestão, este estudo poderá trazer uma reflexão teórica sobre a concepção e a otimização dos seus resultados por meio da diversificação de seu portfólio.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Regimes Previdenciários Brasileiros

A Constituição Federal de 1988 prevê três espécies de regimes previdenciários, que possuem níveis diferenciados de proteção social (para populações distintas), quais sejam: o Regime Geral da Previdência Social (RGPS), o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) e o regime de previdência privada.

Os três regimes compõem um dos pilares que sustentam o Sistema de Seguridade Social, isto é, o pilar da previdência social, almejando atender às necessidades vitais do ser humano, protegendo-o das adversidades consistentes na concretização de contingências sociais, fornecendo segurança social (VALENÇA, 2013).

O foco da previdência privada também é o de garantir segurança social, proporcionando bem-estar e justiça social. Esse regime, entretanto, atua em um domínio não coberto pelos regimes previdenciários básicos (Regime Geral e Regime Próprio).

A previdência privada atua, em maior proporção, como complemento da proteção oficial, formando um conjunto protetivo no âmbito da sociedade brasileira. A autonomia que lhe é peculiar refere-se à organização do sistema previdenciário (VALENÇA, 2013).

A previdência privada tem sido um importante instrumento utilizado pelas pessoas que estão em idade produtiva, entendidas como aquelas que se encontram inseridas no mercado de

trabalho e que buscam produzir fundos financeiros capazes de propiciar uma aposentadoria com menores transtornos em termos de renda e qualidade de vida.

O sistema público de concessão de aposentadorias no Brasil tem se mostrado insuficiente para garantir uma aposentadoria que mantenha o poder de compra das pessoas, comparativamente ao nível socioeconômico vivenciado por elas durante sua fase ativa no mercado de trabalho (COELHO; CAMARGOS, 2012).

O sistema de previdência brasileiro está passando por severas mudanças, ampliando o período de contribuição do trabalhador. Esse fato pode incentivar uma maior parcela da população a buscar a ampliação de suas garantias futuras por meio da vinculação a um plano de previdência complementar.

As reformas na previdência social, que acabam por delinear mais limitações para a obtenção de benefícios, com tetos cada vez menores, fazem com que a previdência complementar passe a ser considerada como uma necessidade básica.

Essa necessidade se dá pela perda do valor real dos benefícios concedidos pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), mediante os hábitos de consumo das famílias que tendem a não ser cobertos financeiramente somente pela aposentadoria pública.

Nesse sentido, Cazassa (2002) aponta a necessidade de uma reflexão por parte da sociedade sobre como planejar essa poupança preventiva (previdência complementar).

O marco mais recente dessa evolução foi a criação da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp). Essa grande mudança no sistema de aposentadoria dos servidores públicos federais se iniciou no ano de 2002, quando foi aprovado pelo Congresso Nacional e sancionado pela Presidência da República um valor teto para as aposentadorias e pensões pagas pelo Governo Federal, além da criação da previdência complementar dos servidores públicos (PEREIRA; NIYAMA, 2016).

2.2 Diversificação dos investimentos

Considerando a situação econômica observada no Brasil nos últimos anos e as consequentes quedas nos juros básicos da economia, acredita-se que opções de investimentos que busquem uma melhor rentabilidade no longo prazo devem atrair investidores nos próximos anos. Os fundos de renda fixa e a poupança, que representaram grande parte dos portfólios investidos nas últimas décadas, vêm perdendo atratividade, em função da queda das altas taxas de retorno presente em uma economia em estabilização, como é o caso da brasileira. Nesse contexto, seguindo a tendência de mercados financeiros mais desenvolvidos, o investimento em ações vem se tornando uma boa alternativa de diversificação para investidores que buscam melhorar a rentabilidade de seu portfólio em longo prazo (ROTELA JUNIOR; PAMPLONA; SALOMON, 2014).

Uma estratégia de composição de carteira deve levar em consideração o rendimento pretendido, satisfazendo as restrições específicas de cada caso, como as institucionais comumente impostas às carteiras de pessoas jurídicas, e tendo como contrapartida o nível de risco a ser suportado pelo investidor, assim como aspectos adicionais, como a liquidez, a assimetria dos resultados e a probabilidade de resultados negativos extremos (CAVALCANTE *et al.*, 2016).

Markowitz (1959) propôs o problema da composição de carteiras como uma escolha entre a média e a variância de retornos de uma carteira de ativos. Markowitz provou o teorema fundamental da teoria da carteira de média-variância cujo significado é o seguinte: ao manter-se constante a variância, espera-se maximizar o retorno esperado, e, ao manter

constante o retorno esperado, minimiza-se a variância. Essas condições levam à formulação de uma fronteira eficiente a partir da qual o investidor poderia escolher sua carteira ideal levando em consideração suas preferências individuais de risco e retorno.

A Resolução nº 3.792 do Banco Central (2009) tem como premissa diminuir os riscos sistêmicos nas EFPC. Esses riscos podem ser definidos, em linhas gerais, como a ocorrência de equilíbrios subótimos, socialmente ineficientes, que podem se transformar em armadilhas para os sistemas econômicos, porque não há um ajuste de mercado espontâneo, resultante do comportamento individual racional, que possa libertar o sistema da situação macroeconômica precária (AGLIETTA; MOUTOT, 1993).

Para Aglietta (1998), o risco sistêmico *per se* é a possibilidade latente – desconhecida pelos participantes do mercado, ou contra a qual estes não se protegeram – de que um evento sistêmico possa ocorrer (e a economia, de fato, mova-se em direção a um equilíbrio subótimo). Os teóricos tendem a atribuir eventos sistêmicos a uma de duas hipóteses gerais sobre o funcionamento dos mercados financeiros:

- I. Informação assimétrica em mercados de crédito (MISHKIN, 1996), que conduz à subestimação do risco e ao subsequente sobre-endividamento, fazendo surgir a fragilidade financeira, que resulta em um aumento acentuado no custo da intermediação financeira e/ou num *credit crunch*.
- II. Formação de preços de ativos em condições de liquidez restrita (MUSHKIN, 1986), que descreve a alternância de euforia e desilusão gerada por fortes interações subjetivas entre os participantes do mercado, as quais fazem surgir comportamentos coletivos (contágio e pânico).

Há risco sistêmico quando a inadimplência de um devedor individual é capaz de interromper a cadeia de pagamentos que sustenta a operação cotidiana da economia. Essa possibilidade, vale notar, é inerente aos sistemas financeiros modernos, face à predominância da moeda bancária (depósitos) como meio de pagamento e das transferências (inter)bancárias de depósitos e reservas, como método de liquidação. Essas condições caracterizam o risco sistêmico como um aspecto estrutural dos sistemas financeiros modernos (HERMANN, 1998).

2.3 A Resolução nº 3.792 e suas posteriores alterações

Os recursos entregues às EFPC para gestão deverão, conforme a Resolução 3.792, observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência, devendo essas entidades exercerem suas atividades com boa-fé, lealdade e diligências, zelando por elevados padrões éticos e adotando práticas que garantam o cumprimento do seu dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefícios (BANCO CENTRAL, 2009).

A Resolução ainda determina que as aplicações dos planos das EFPC requerem que seus administradores e demais participantes do processo decisório de investimentos sejam certificados por entidades de reconhecida capacidade técnica. A importância dos controles internos também é reforçada, pois a Resolução determina que as EFPC devem adotar regras,

procedimentos e controles internos, observados o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por elas administrado, que possibilitem que limites, requisitos, condições e demais disposições estabelecidos na Resolução sejam permanentemente observados.

Os investimentos dos recursos dos planos administrados pelas EFPC devem ser classificados nos seguintes segmentos de aplicação: Renda Fixa, Renda Variável, Investimentos estruturados, Investimentos no exterior, Imóveis e Operações com participantes. A Tabela 1 apresenta alguns exemplos desses tipos de investimentos.

Tabela 1 Exemplos de investimentos segundo a Resolução 3.792 de 2009

Tipo de investimento	Alguns exemplos
Renda Fixa	I - títulos da dívida pública mobiliária federal; II - títulos das dívidas públicas mobiliárias estaduais e municipais; III - títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen; IV - depósitos em poupança em instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen; V - títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias abertas, incluídas as Notas de Crédito à Exportação (NCE) e Cédulas de Crédito à Exportação (CCE); VI - obrigações de organismos multilaterais emitidas no país;
Renda Variável	I - ações de emissão de companhias abertas e correspondentes bônus de subscrição, recibos de subscrição e certificados de depósito; II - cotas de fundos de índice, referenciado em cesta de ações de companhias abertas, admitidas à negociação em bolsa de valores; III - títulos e valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE), com ou sem registro na CVM, excetuando-se as debêntures de infraestrutura mencionadas no inciso IX do art. 18 (Redação dada pela Resolução nº 4.449, de 20/11/2015); IV - as debêntures com participação nos lucros; V - certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), de que trata o art. 34 da Lei nº 10.257, de 10 de julho de 2001; VI - certificados de Reduções Certificadas de Emissão (RCE) ou de créditos de carbono do mercado voluntário, admitidos à negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado, ou registrados em sistema de registro, custódia ou liquidação financeira devidamente autorizado pelo Bacen ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência;
Investimentos estruturados	I - cotas de fundos de investimento em participações e de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em participações; II - cotas de fundos de investimento em empresas emergentes; III - cotas de fundos de investimento imobiliário; IV - cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

Investimentos no exterior	I - ativos emitidos no exterior pertencentes às carteiras dos fundos constituídos no Brasil, observada a regulamentação estabelecida pela CVM; II - cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como dívida externa; III - cotas de fundos de índice do exterior admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil; IV - certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior – Brazilian Depositary Receipts (BDR) –, conforme regulamentação estabelecida pela CVM; V - ações de emissão de companhias estrangeiras sediadas no Mercado Comum do Sul (MERCOSUL).
Imóveis	I - os empreendimentos imobiliários, entendidos como aqueles imóveis que estejam em fase de construção, sem conclusão por habite-se, auto de conclusão ou documento equivalente concedido pelo órgão administrativo competente; (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.) II - os imóveis para aluguel e renda; e III - outros imóveis.
Operações com participantes	I - empréstimos feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos; II - financiamentos imobiliários feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos.

Fonte: Elaborado pelos autores com dados extraídos de Banco Central do Brasil, 2009.

A Tabela 2 apresenta os limites máximos de alocação em cada tipo de investimento a que estão submetidas as EFPC, conforme a determina a Resolução nº 3.792 de 2009.

Tabela 2 Limite legal para diversificação de investimentos nas EFPC

Tipo de investimento	Limite legal
Renda Fixa	100,00%
Renda Variável	70,00%
Investimentos estruturados	20,00%
Investimentos no exterior	10,00%
Imóveis	8,00%
Operações com Participantes	15,00%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados extraídos de Banco Central do Brasil, 2009.

2.4 Estudos anteriores sobre o tema

Klumpes (2011) examinou em sua pesquisa as inter-relações entre as mudanças em quatro instituições anglo-americanas sobre as influências da política econômica, da legislação e das mudanças na regulamentação da contabilidade aplicada aos fundos de pensões. No

estudo, foram identificadas deficiências em relação a várias questões referentes a mensuração, apuração e divulgação dos resultados econômicos desses fundos. Essas deficiências, segundo o estudo, são provenientes da má interpretação da regulamentação aplicada aos fundos e da baixa qualificação dos profissionais envolvidos nos processos de gestão desses fundos. O pesquisador conclui o estudo destacando a importância das novas formas de regulamentação e padrões contábeis aplicadas ao setor como um importante instrumento para garantir a responsabilidade dos fundos de pensões.

O estudo de Stewart (2010), com base na experiência das pensões e de outros setores financeiros, examinou o quadro de gestão de risco que os fundos de pensões devem ter em vigor. Foram encontradas quatro categorias principais, sendo elas: supervisão da gestão e cultura; estratégia e avaliação de riscos; ao controle de sistemas; e informação e relatórios.

Por último, os estudos de Trintinalia e Serra (2016) objetivaram identificar qual fundo ou conjunto de fundos de investimento (carteira ótima) da Caixa Econômica Federal (Caixa), na qualidade de administrador, oferece a melhor relação risco e retorno para alocação dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), observadas as restrições impostas pela legislação aplicável.

O estudo utilizou o modelo de média variância desenvolvido por Markowitz (1959) e foi complementado pelos pressupostos de Tobin (1952) e Sharpe (1966), a fim de construir a fronteira eficiente e identificar a carteira ótima a partir da tangência da fronteira geral de investimentos com a fronteira eficiente. Foram oferecidas, para otimização, duas amostras: com 23 e 24 fundos administrados pela Caixa.

Os resultados demonstraram que as carteiras ótimas (uma para cada amostra) são compostas massivamente por fundos de renda fixa, com uma participação ínfima dos fundos de renda variável, embora as restrições legais permitam uma alocação superior ao obtido para renda variável. O estudo evidenciou que as restrições legais impostas aos investimentos do RPPS não são favoráveis à maximização da relação risco e retorno – eliminadas as restrições, poder-se-ia obter carteiras com melhor relação risco e retorno comparativamente às obtidas. Constatou-se, também, que as carteiras ótimas não alcançaram a meta atuarial dos RPPS (6% de juros reais), a qual somente seria atingida, dada a restrição de alavancagem, com o uso de um conjunto de fundos com pior relação risco e retorno comparativamente à relação das carteiras ótimas.

3 Procedimentos Metodológicos

A utilização e a especificação dos métodos utilizados para o desenvolvimento de pesquisas são essenciais, pois atribuem caráter científico aos estudos, distinguindo-os das demais formas de conhecimento. As pesquisas acadêmicas classificam-se quanto aos objetivos, aos procedimentos e à abordagem do problema (MALHOTRA, 2006).

A metodologia é o emprego do conjunto de métodos, procedimentos e técnicas que cada ciência em particular põe em ação para alcançar os seus objetivos. A colaboração entre demonstração lógica e experimentação, a interação entre ciência pura e tecnologia, é uma característica do espírito científico contemporâneo (MATIAS-PEREIRA, 2012).

Dessa forma, quanto aos objetivos pretendidos, esta pesquisa se classifica como descritiva, bibliográfica e de caráter documental. O estudo descritivo tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então o

estabelecimento de relações entre as variáveis. As finalidades são observar, registrar e analisar os fenômenos ou sistemas técnicos sem, entretanto, entrar no mérito dos conteúdos (GIL, 2009).

Esse método exige do investigador uma série de informações sobre o que este deseja pesquisar. Esse tipo de estudo pretende descrever os fatos e fenômenos de determinada realidade, no caso a realidade da previdência privada no contexto nacional (TRIVIÑOS, 1987).

Os procedimentos técnicos utilizados para o desenvolvimento desta pesquisa foram seguidos à luz de uma ampla pesquisa bibliográfica elaborada a partir de material publicado. Esta pesquisa foi feita a partir do levantamento dos referenciais teóricos já analisados e publicados por meios escritos e eletrônicos, como livros, artigos científicos e páginas da web.

No que se refere ao estudo bibliográfico, foi realizada uma revisão sobre os regimes previdenciários brasileiros, diversificação dos investimentos, legislação aplicada aos regimes previdenciários através da resolução nº 3.792 e suas posteriores alterações além de levantar os estudos anteriores concernente ao assunto. Para tanto, foi utilizada a literatura disponível concernente ao assunto que foi pesquisado. Segundo Vergara (2015), a pesquisa bibliográfica é um estudo que se desenvolve embasado em material público.

Em relação ao estudo documental, foram levantadas e analisadas as demonstrações financeiras e suas respectivas notas explicativas disponibilizadas pelas entidades. Esses estudos, segundo Bardin (2009, p. 114), podem ser utilizados como um instrumento de diagnóstico, de modo que se possam levar a cabo inferências específicas ou interpretações causais sobre um dado aspecto. Desse modo, o estudo documental permitirá conhecer todas as informações necessárias para análise e tratamento dos dados que serão desenvolvidas. Os estudos documentais são aqueles em que as fontes de dados são obtidas através de documentos não editados ou publicados em artigos, teses, dissertações e outros documentos editados (BEUREN, 2008).

Os procedimentos utilizados para o alcance dos objetivos desta pesquisa foi através de estudo de multicaso das companhias que compõem a amostra, que é uma pesquisa que pressupõe profundidade uma vez que aplicado a uma ou poucas unidades que podem ser pessoas, empresas, produtos, apresentando detalhamento deste e pode ser aplicada em campo ou não (VERGARA, 2015). Classifica-se aos critérios acima apresentados, pois se restringe a uma situação específica das empresas da amostra por meio de documentação própria destas e demais materiais disponibilizados.

A coleta e o tratamento de dados foram realizados de maneira não probabilística acidental, destacando-se, aqui, “aquelas selecionadas por acessibilidade e tipicidade” (VERGARA, 2015, p.25). A amostra é “constituída pela seleção de elementos que o pesquisador considere representativos do universo alvo” (VERGARA, 2015, p.32).

Nesse sentido, foi selecionada uma amostra que compreende as 10 maiores entidades fechadas de previdência complementar, levando em consideração os seus ativos em milhões de reais, apresentados pela Previc (Superintendência Nacional de Previdência Complementar) em seu relatório estatístico referente o 3º trimestre de 2016, obtendo-se a seguinte amostra apresentada na Tabela 3.

Tabela 3 Relação das dez maiores EFPC, segundo seus ativos (em milhões)

Pos.	EFPC	Ativos	%	Patrocínio Predominante
1	PREVI/BB	171.161	21,6%	Pública Federal
2	PETROS	88.084	11,1%	Pública Federal
3	FUNCEF	59.847	7,6%	Pública Federal
4	FUNCESP	28.122	3,5%	Privada
5	ITAÚ UNIBANCO	24.559	3,1%	Privada
6	VALIA	21.255	2,7%	Privada
7	SISTEL	17.001	2,1%	Privada
8	FORLUZ	15.320	1,9%	Pública Estadual
9	BANESPREV	14.462	1,8%	Privada
10	REAL GRANDEZA	14.398	1,8%	Pública Federal
Total das 10+		454.209	57,3%	
Total Geral		792.455	100%	

Fonte: Previc, 2016, p.9.

Com base nessas informações, buscou-se localizar as demonstrações financeiras das empresas. Devido à acessibilidade, as demonstrações dos exercícios de 2014 e 2015 foram utilizadas no estudo, tendo em vista que as entidades já haviam publicado todas as demonstrações financeiras em suas respectivas páginas eletrônicas.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa, que é objetiva por natureza, e focada na mensuração de fenômenos. A razão para se conduzir uma pesquisa quantitativa é, por exemplo, descobrir quantas pessoas de uma determinada população compartilham uma característica ou um grupo de características que sejam semelhantes, diante de um tema abordado, na observação e consideração do seu ponto de vista (LAKATOS; MARCONI, 2001).

O estudo foi realizado por meio de multicaseos que possibilitam levantar evidências relevantes e de maior confiabilidade se comparados aos estudos de casos únicos (YIN, 2001). Segundo Boyd e Westfall (1987), o estudo de multicaseos tem se mostrado conveniente na identificação de três fatores: “fatores comuns a todos os casos no grupo escolhido; fatores não comuns a todos, mas apenas a alguns subgrupos; fatores únicos em caso específico” (BOYD; WESTFALL, 1987, p. 73).

4 Coleta e análise dos dados

4.1 – Diversificação do Investimento pelas Entidades de Previdência Complementar

Foram extraídos das demonstrações financeiras das empresas os percentuais atribuídos a cada tipo de investimento. Nos planos em que esses relatórios não foram consolidados, os

pesquisadores unificaram as informações de todos os planos e dos investimentos dos Planos de Gestão Administrativa.

No campo “outros”, foram alocados alguns investimentos como derivativos, outras formas de investimentos não mais contemplados na Resolução.

Foram coletadas as demonstrações, obtendo-se as seguintes informações para 2014, apresentadas na Tabela 4.

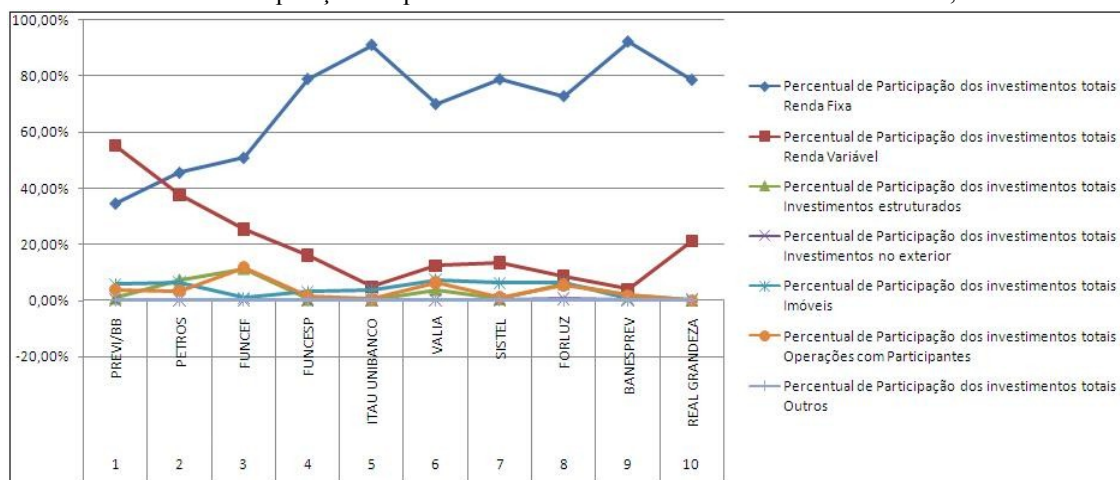
Tabela 4 Composição em percentual dos investimentos das 10 maiores EFPC, 2014

Exercício de 2014		Percentual de Participação dos investimentos totais						
Posição	EFPC	Renda Fixa	Renda Variável	Investimentos estruturados	Investimentos no exterior	Imóveis	Operações com Participantes	Outros
1	PREVI/BB	34,52%	55,08%	0,70%	0,05%	5,78%	3,80%	0,07%
2	PETROS	45,53%	37,57%	7,34%	0,00%	6,37%	3,29%	0,01%
3	FUNCEF	50,83%	25,32%	11,41%	0,00%	0,82%	11,64%	-0,01%
4	FUNCESP	78,98%	15,99%	0,26%	0,11%	3,18%	1,47%	0,00%
5	ITAÚ UNIBANCO	91,16%	4,77%	0,17%	0,00%	3,63%	0,27%	0,00%
6	VALIA	70,05%	12,43%	3,85%	0,00%	7,39%	6,29%	-0,02%
7	SISTEL	78,88%	13,41%	0,46%	0,00%	6,26%	0,98%	0,00%
8	FORLUZ	72,86%	8,61%	5,93%	0,64%	6,64%	5,32%	0,00%
9	BANESPREV	92,30%	3,97%	1,75%	0,00%	0,25%	1,72%	0,00%
10	REAL GRANDEZA	78,67%	21,26%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Com base nas informações apresentadas na Tabela 4, pode-se verificar que as EFPC que tiveram os maiores valores de ativos no exercício de 2014 eram também as entidades que mantinham uma política mais ousada, fato justificado pelo baixo percentual dos investimentos totais aplicados na modalidade de Renda Fixa, ou seja, quando já se conhece a rentabilidade ao final do regaste do investimento. Já as entidades com menor número de composição dos ativos apresentaram posições contrárias, com maiores investimentos na modalidade de Renda Fixa, apresentando uma postura mais conservadora. Essas informações ficaram evidentes no Gráfico 1, elaborado com base nas informações da Tabela 4.

Gráfico 1 Composição em percentual dos investimentos das 10 maiores EFPC, 2014



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Os dados coletados referentes ao exercício de 2015 estão apresentados na Tabela 5.

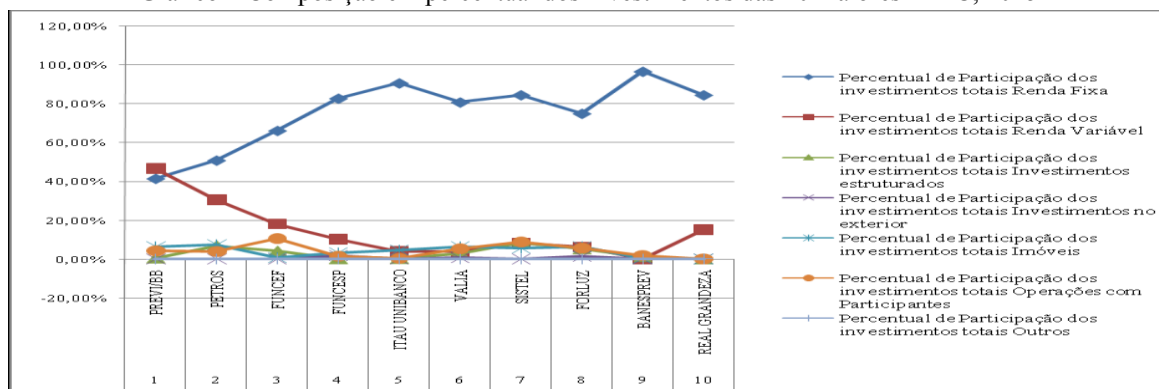
Tabela 5 Composição em percentual dos investimentos das 10 maiores EFPC, 2015

Exercício de 2015		Percentual de Participação dos investimentos totais						
Posição	EFPC	Renda Fixa	Renda Variável	Investimentos estruturados	Investimentos no exterior	Imóveis	Operações com Participantes	Outros
1	PREVI/BB	41,59%	46,91%	0,52%	0,09%	6,61%	4,28%	0,00%
2	PETROS	50,98%	30,64%	6,88%	0,00%	7,53%	3,97%	0,01%
3	FUNCEF	66,27%	18,15%	4,16%	0,00%	0,75%	10,69%	-0,01%
4	FUNCESP	82,87%	10,36%	0,14%	1,84%	3,30%	1,50%	-0,01%
5	ITAÚ UNIBANCO	90,73%	3,94%	0,20%	0,00%	4,64%	0,49%	0,00%
6	VALIA	80,90%	4,05%	2,77%	0,58%	6,44%	5,26%	-0,01%
7	SISTEL	84,63%	8,26%	8,52%	0,00%	5,74%	8,85%	0,00%
8	FORLUZ	75,09%	6,26%	5,19%	1,37%	6,31%	5,78%	0,00%
9	BANESPREV	96,73%	0,03%	1,24%	0,00%	0,22%	1,78%	0,00%
10	REAL GRANDEZA	84,62%	15,28%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

As tendências observadas no ano de 2014, em que as empresas alocaram maiores valores em Renda Fixa, se mantiveram durante o ano de 2015. Esse fato que fica evidente no gráfico 2, elaborado com as informações extraídas das demonstrações financeiras.

Gráfico 2 Composição em percentual dos investimentos das 10 maiores EFPC, 2015



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Com base nas informações extraídas das demonstrações financeiras, foi verificado se os limites estabelecidos pela Resolução nº 3.792 estão sendo respeitados por essas EFPC. Os resultados referentes ao exercício de 2014 estão apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 Análise da composição dos investimentos em 2014, conforme Resolução nº 3.792

		PREVI/BB	PETROS	FUNCEF	FUNCESP	ITAÚ UNIBANCO	VALIA	SISTEL	FORLUZ	BANESPREV V	REAL GRANDEZA A
Segmento do investimento	Limite Legal	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Renda Fixa	100,00%	34,52%	45,53%	50,83%	78,98%	91,16%	70,05%	72,86%	72,86%	92,30%	78,67%
Renda Variável	70,00%	55,08%	37,57%	25,32%	15,99%	4,77%	12,43%	13,41%	8,61%	3,97%	21,26%
Investimentos estruturados	20,00%	0,70%	7,34%	11,41%	0,26%	0,17%	3,85%	0,46%	5,93%	1,75%	0,00%
Investimentos no exterior	10,00%	0,05%	0,00%	0,00%	0,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,64%	0,00%	0,00%
Imóveis	8,00%	5,78%	6,37%	0,82%	3,18%	3,63%	7,39%	6,26%	6,64%	0,25%	0,00%
Operações com Participantes	15,00%	3,80%	3,29%	11,64%	1,47%	0,27%	6,29%	0,98%	5,32%	1,72%	0,00%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

A seguir, os resultados da análise do cumprimento dos limites para o exercício de 2015 estão apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 Análise da composição dos investimentos em 2015, conforme Resolução nº 3.792

		PREVI/BB	PETROS	FUNCEF	FUNCESP	ITAU UNIBANCO	VALIA	SISTEL	FORLUZ	BANESPREV	REAL GRANDEZA
Segmento do investimento	Limite Legal	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Renda Fixa	100,00%	41,59%	50,98%	66,27%	82,87%	90,73%	80,90%	84,63%	75,09%	96,73%	84,62%
Renda Variável	70,00%	46,91%	30,64%	18,15%	10,36%	3,94%	4,05%	8,26%	6,26%	0,03%	15,28%
Investimentos estruturados	20,00%	0,52%	6,88%	4,16%	0,14%	0,20%	2,77%	8,52%	5,19%	1,24%	0,00%
Investimentos no exterior	10,00%	0,09%	0,00%	0,00%	1,84%	0,00%	0,58%	0,00%	1,37%	0,00%	0,00%
Imóveis	8,00%	6,61%	7,53%	0,75%	3,30%	4,64%	6,44%	5,74%	6,31%	0,22%	0,00%
Operações com Participantes	15,00%	4,28%	3,97%	10,69%	1,50%	0,49%	5,26%	8,85%	5,78%	1,78%	0,00%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Conforme se evidencia em ambos os exercícios sociais, 2014 e 2015, os limites legais foram respeitados, contudo não existe uma assimetria na composição dos investimentos, sendo é possível afirmar que a maior concentração está focada na Renda Fixa e na Renda Variável.

4.2 – Análise do o limite legal e o investimento realizado pelas Entidades de Previdência Complementar no período

Neste tópico foram confrontadas rentabilidades fixas e variáveis apresentadas pelo mercado com as limitações legais estipuladas com os as informações de mercado apresentados por Almeida (2014) e Yazbek (2015), o motivo destes dois investimento foi por representar as maiores faixas de investimento.

Alguns investimentos não foram avaliados, sendo avaliados os presentes na tabela 8.

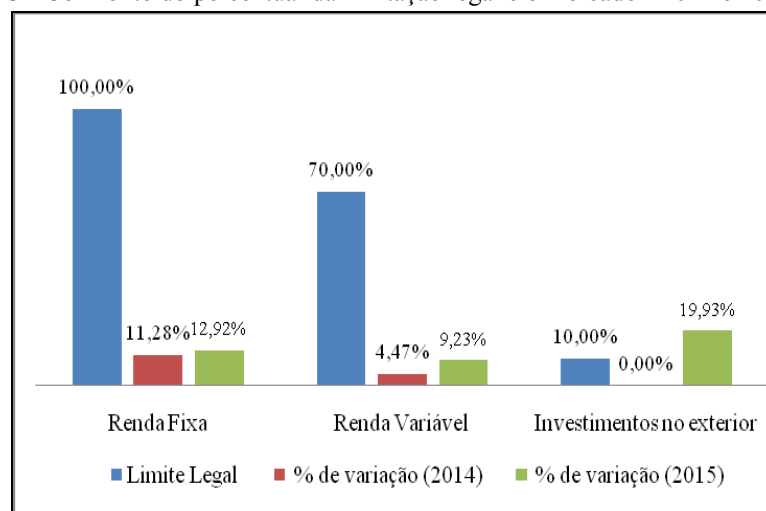
Tabela 8 Confronto do percentual da limitação legal e o mercado - 2014 e 2015

Segmento do investimento	Limite Legal	% de variação (2014)	% de variação (2015)
Renda Fixa	100,00%	11,28%	12,92%
Renda Variável	70,00%	4,47%	9,23%

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Portanto, avaliado pela rentabilidade do mercado com a limitação legal, se torna mais conveniente direcionar para o investimento de renda fixa que apresentou nos dois períodos analisados maiores rendimentos, conforme apresentado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Confronto do percentual da limitação legal e o mercado - 2014 e 2015



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa, 2017.

Mesmo o investimento de renda fixa ser considerado conservador, no período conforme explicitado foi o mais rentável para as operadoras de plano de previdência no período.

5 Considerações finais

A diversificação dos investimentos proporciona aos investidores a possibilidade de redução dos riscos, pois as EFPC atuam com o projeto de vida de inúmeros trabalhadores brasileiros que veem na vinculação ao plano de previdência privada a possibilidade de ter conforto e estabilidade econômica no momento da aposentadoria. Esse é um mercado que tem apresentado um forte aquecimento, até mesmo impulsionado pela insegurança quanto às mudanças no regime de aposentadoria da previdência oficial.

Dessa forma, os recursos confiados às EFPC têm de ser monitorados e investidos com a maior responsabilidade por parte da operadora, visando garantir a rentabilidade necessária e a segurança para garantir os serviços contratados pelo segurado.

Nesse contexto, a proposta do presente estudo foi responder à seguinte inquietação: qual a composição dos investimentos aplicados pelas principais entidades fechadas de previdência complementar brasileiras, com base nas determinações legais, em termos de diversificação? Por meio de análise das demonstrações financeiras dessas entidades relativas aos exercícios de 2014 e 2015, foi possível concluir que a composição respeita o limite legal, contudo não existe uma assimetria nas distribuições dos recursos pelas EFPC.

Outro ponto que foi possível constatar, com base na análise dos dados, é que empresas que possuem um maior ativo geralmente apresentam um perfil mais ousado, investindo os recursos em mercados de renda variável, como ações, por exemplo, nos quais não se conhece o valor do ganho com o investimento no momento de aquisição desse tipo de ativo. No entanto, mesmo sendo ousado, esse risco pode ser reduzido nessas entidades por meio da diversificação de seu portfólio, adotando-se o modelo de Markowitz.

As entidades com ativos menores apresentam um papel relativamente inverso, ou seja, possuem uma postura mais conservadora, aplicando seus ativos em investimentos de Renda Fixa, em que já é conhecido o valor da rentabilidade dos investimentos, apresentando também um risco mínimo. Esse fato pode justificar a limitação legal, que permite o investimento de até 100% do valor disponível nessa modalidade.

O estudo proposto teve sua relevância por evidenciar a importância da diversificação dos investimentos para a redução dos riscos e para verificar o cumprimento de normas legais que estabelecem os limites para investimentos realizados por entidades fechadas de previdência complementar.

Espera-se que este estudo sirva de referência para aplicação a outras áreas, ou aprofundamento da composição e identificação dos critérios nas próprias EFPC, buscando identificar quais os critérios adotados por meio da análise de uma entidade específica, contribuindo assim com futuros estudos.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, Michel. **Lidando com o risco sistêmico. Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 1-32, 2016.

AGLIETTA, M.; MOUTOT, P. Banque de France. **Cahiers Economiques et Monétaires**, n. 41, 1993.

ALMEIDA, Marília – “Os melhores e piores investimentos de 2014.”, Revista Exame , disponível em : < <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/os-melhores-e-piores-investimentos-de-2014/>>, acessado em 05 de Agosto de 2017.

Banco Central do Brasil. Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. *Diário Oficial da União*, Brasília.

BOYD JR, Harper W.; WESTFALL, Ralph. **Pesquisa mercadológica: textos e casos**. 1987.

Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN 3.922, de 25 novembro de 2010. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. *Diário Oficial da União*, Brasília.

CAVALCANTE, Daniel Menezes et al. COMPOSIÇÃO DE CARTEIRAS POR MÍNIMA VARIÂNCIA: COMPARAÇÃO COM BENCHMARKS DE MERCADO. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 6, n. 2, p. 132, 2016.

CAZASSA, V. **Os fundos de pensão na atualidade**. 2002. 118 f. 2002. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

COELHO, Namilton Nei Alves; DE CAMARGOS, Marcos Antônio. Fundos de Pensão no Brasil: uma análise dos fatores determinantes para sua expansão na perspectiva dos seus gestores. **Organizações & Sociedade**, v. 19, n. 61, 2012.

COLLINS, J. HUSSEY. R. **Pesquisa em administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: Saraiva.

COSTA, Jorge Andrade. **O valor preditivo do resultado líquido contábil, dos accruals e do fluxo de caixa operacional das empresas do mercado segurador brasileiro**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

DEVECHI, Catia Piccolo Viero; TREVISAN, Amarildo Luiz. Sobre a proximidade do senso comum das pesquisas qualitativas em educação: positividade ou simples decadência?. 2010.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. **São Paulo**, v. 5, p. 61, 2009.

HERMANN, Jennifer. Risco Sistêmico nos Sistemas Financeiros Modernos: Interpretação Teórica e análise dos Mecanismos de Controle. **Revista Brasileira de Economia**, v. 52, n. 3, p. 463-494, 1998.

KLUMPES, Paul JM. The changing political economy of pension fund accounting regulation: A comparative study of four Anglo-American countries. **Pensions: An International Journal**, v. 16, n. 3, p. 140-150, 2011.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Bookman Editora, 2006.

MARKOWITZ, Harry M. Mean—variance analysis. In: **Finance**. Palgrave Macmillan UK, 1989. p. 194-198.

MARUYAMA, Ursula; FREITAS, Elizabeth. ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS PARA GERENCIAMENTO DE RISCOS EM CONTROLES INTERNOS: ESTUDO DE CASO SOBRE O PROCESSAMENTO ELETRÔNICO DE CHEQUES. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 21, n. 1, p. 2-11, 2016.

MATIAS-PEREIRA, José. **Manual de metodologia da pesquisa científica**. Atlas, 2010.

MISHKIN, Frederic; BERNANKE, Ben. Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries. **NBER Macroeconomics Annual**, v. 7, p. 183-228, 1996.

NOGUEIRA, Julia de Menezes et al. TRIBUTAÇÃO DO SEGURO, DO RESSEGURO E DOS PLANOS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA, DAS SEGURADORAS,

RESSEGURADORAS E ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR, SOB A ÓPTICA DO CONSTRUCTIVISMO LÓGICO-SEMÂNTICO. 2014.

DE PAULA, Roswelton Anjos; DE LIMA, Diana Vaz. Aderência das Demonstrações Contábeis dos Fundos de Pensão do Brasil aos Padrões Contábeis Internacionais: uma análise comparativa à luz da IAS 26. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 2, n. 2, p. 69-81, 2014.

PEREIRA, Carlos Augusto Pacheco. Contabilidade de fundos de pensão: uma avaliação da percepção dos contadores, consultores e auditores sobre as normas contábeis brasileiras e internacionais aplicáveis às EFPC. 2014.

Previc [Superintendência Nacional de Previdência Complementar] *Estatística trimestral* – 3º trimestre. Brasília.

ROTELA, Paulo Junio; DE OLIVEIRA PAMPLONA, Edson; SALOMON, Fernando Luiz Riêra. OTIMIZAÇÃO DE PORTFÓLIOS: ANÁLISE DE EFICIÊNCIA/Portfolio optimization: efficiency analysis/Optimización de portafolios: análisis de eficiencia. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 4, p. 405, 2014.

SANTOS, Sandra Isaelle Figueiredo dos. Perspectivas de adoção de modelos de Asset And Liability Management (ALM) em regimes próprios de previdência social. 2017.

STEWART, Fiona. Pension funds' risk-management framework: regulation and supervisory oversight. 2010.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. O positivismo; a fenomenologia; o marxismo. In: **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. O positivismo; a fenomenologia; o marxismo**. Atlas, 1987.

VALENÇA, Maria Cibele de Oliveira Ramos et al. Migração entre planos de benefícios: alteração da proteção previdenciária privada. 2013.

VERGARA, Sylvia Constant. Tipos de pesquisa em administração. 2015.

YAZBEK , Priscila - “Os melhores e os piores investimentos de 2015.”, Revista Exame , disponível em : < <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/os-melhores-e-os-piores-investimentos-de-2015/>>, acessado em 05 de Agosto de 2017.

YIN, ROBERT K. Estudo de caso: planejamento e métodos/Robert K. Yin. Trad. Daniel, 2001.