



**FACULDADES IBMEC**  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM  
**ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA**

**DISSERTAÇÃO DE  
MESTRADO PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA**

**RISCO DE CRÉDITO PARA FUNDOS DE PENSÃO:  
Uma Abordagem do Ambiente Regulamentar**

***PEDRO AMERICO HERBST***

**Orientador: *Prof. Dr. Antônio Marcos Duarte Jr.***

***Rio de Janeiro, 08 de fevereiro de 2006***

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**PEDRO AMERICO HERBST**

**RISCO DE CRÉDITO PARA FUNDOS DE PENSÃO:  
Uma Abordagem do Ambiente Regulamentar**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Economia das Faculdades IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais), como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Ciências Econômicas.

**Orientador: *Prof. Dr. Antônio Marcos Duarte Jr.***

Rio de Janeiro (RJ)

Fevereiro/ 2006

*“Não se pode chamar de "valor" assassinar seus cidadãos, trair seus amigos, faltar a palavra dada, ser desapiedado, não ter religião. Essas atitudes podem levar à conquista de um império, mas não à glória.”*

*Nicolau Maquiavel*

*“A dificuldade real em mudar uma empresa repousa não no desenvolvimento de novas idéias, mas em conseguir escapar das antigas”.*

*John Maynard Keynes*

## AGRADECIMENTOS

Ao Professor Antonio Marcos Duarte Jr., meu orientador, pelos conselhos, críticas e sugestões que permitiram alargar os meus horizontes de conhecimento, os quais foram de suma importância para meu crescimento profissional e a elaboração desta dissertação.

Aos professores das Faculdades IBMEC pela confiança, apoio, reflexões e críticas.

À minha esposa, Célia e a meu filho Felipe, agradeço pela paciência e compreensão da falta de tempo para dedicá-los.

A meus pais que sempre me deram total apoio para vencer mais esta etapa da minha vida profissional.

Aos meus amigos e colegas das Fundações Previndus e Petros que me ajudaram direta e indiretamente para a elaboração deste trabalho.

Aos meus amigos Luis Otávio, Marcos Leandro, Wu Lee, Felipe Frota e Luiza Curado pela amizade e companheirismo que foram construídos no decorrer do mestrado.

## SUMÁRIO

<b>CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....</b>	<b>1</b>
1.1.1 <i>A Previdência Privada Complementar .....</i>	<i>4</i>
1.1.2 <i>Tipos de Planos de Benefício.....</i>	<i>5</i>
<b>1.2 OBJETIVOS.....</b>	<b>6</b>
<b>1.3 JUSTIFICATIVA .....</b>	<b>7</b>
<b>1.4 VISÃO GERAL DO TRABALHO.....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO 2 AMBIENTE REGULATÓRIO PARA OS FUNDOS DE PENSÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2.1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....</b>	<b>9</b>
2.1.1 <i>Atribuições de alguns dos Principais órgãos do Sistema Financeiro Nacional.....</i>	<i>10</i>
<b>2.2 A REGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO ....</b>	<b>14</b>
2.2.1 <i>Estrutura das Normas de Aplicação de Recursos dos Fundos de Pensão .....</i>	<i>15</i>
2.2.1.1 <i>Segmento de Renda Fixa.....</i>	<i>17</i>
2.2.1.1.1 <i>Segmento de Renda Fixa de Baixo Risco de Crédito.....</i>	<i>17</i>
2.2.1.1.2 <i>Segmento de Renda Fixa com Médio e Alto Risco de Crédito .....</i>	<i>19</i>
2.2.1.1.3 <i>Limites Complementares para o segmento de Renda Fixa.....</i>	<i>20</i>
2.2.2 <i>Segmento de Renda Variável.....</i>	<i>22</i>
2.2.2.1 <i>Incluem-se na carteira de ações em mercado.....</i>	<i>22</i>
2.2.2.2 <i>Incluem-se na carteira de participações .....</i>	<i>22</i>
2.2.2.3 <i>Incluem-se na carteira outros ativos.....</i>	<i>23</i>
2.2.3 <i>Segmento de Imóveis.....</i>	<i>24</i>
2.2.3.1 <i>Carteira de Desenvolvimento .....</i>	<i>24</i>
2.2.3.2 <i>Carteira de aluguéis e renda .....</i>	<i>24</i>
2.2.3.3 <i>Carteira de Fundos Imobiliários.....</i>	<i>24</i>
2.2.3.4 <i>Carteira de Outros Investimentos .....</i>	<i>24</i>
2.2.4 <i>Segmento de Empréstimos e Financiamentos.....</i>	<i>25</i>
2.2.4.1 <i>Carteira de Empréstimos a participantes e assistidos.....</i>	<i>25</i>
2.2.4.2 <i>Carteira de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos .....</i>	<i>25</i>
<b>2.3 RESTRIÇÕES FINANCEIRAS PARA OS FUNDOS DE PENSÃO DA EUROPA .....</b>	<b>25</b>
<b>CAPÍTULO 3 A LEGISLAÇÃO PARA RISCO DE CRÉDITO NOS FUNDOS DE PENSÃO .....</b>	<b>28</b>
<b>3.1 PERDAS NOS INVESTIMENTOS EM DECORRÊNCIA DAS RESTRIÇÕES .....</b>	<b>28</b>
<b>3.2 RISCOS IGUAIS COM LIMITES DIFERENTES-RF.....</b>	<b>31</b>
3.2.1 <i>Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.....</i>	<i>31</i>
3.2.2 <i>Debêntures não conversíveis em ações.....</i>	<i>32</i>
3.2.3 <i>Cédula de Crédito Bancário.....</i>	<i>33</i>
<b>3.3 RISCOS IGUAL COM LIMITES DIFERENTES - RV.....</b>	<b>35</b>
<b>3.4 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS x FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS.....</b>	<b>35</b>
<b>3.5 RISCO EM RELAÇÃO AO PRAZO DA OPERAÇÃO .....</b>	<b>35</b>
<b>3.6 A UTILIZAÇÃO DE UM FIDC.....</b>	<b>37</b>
<b>3.7 CERTIFICADO DE POTENCIAL ADICIONAL DE CONSTRUÇÃO .....</b>	<b>38</b>
<b>3.8 TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO .....</b>	<b>39</b>
<b>3.9 LIMITES DE UMA MESMA PESSOA JURÍDICA .....</b>	<b>42</b>
<b>3.10 A UTILIZAÇÃO DAS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO .....</b>	<b>43</b>
<b>3.11 CARTEIRA DE EMPRÉSTIMO .....</b>	<b>49</b>
<b>CAPÍTULO 4 A REGULAMENTAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO PARA BANCOS .....</b>	<b>51</b>
<b>4.1 O ACORDO DE BASILÉIA.....</b>	<b>51</b>
<b>4.2 O NOVO ACORDO DE CAPITAL DE BASILÉIA (NACB) .....</b>	<b>53</b>
4.2.1 <i>O Primeiro Pilar.....</i>	<i>54</i>
4.2.2.1 <i>Modelo Padronizado.....</i>	<i>54</i>
4.2.2.2 <i>Modelos Internos.....</i>	<i>56</i>
4.2.2 <i>O Segundo Pilar.....</i>	<i>57</i>

4.2.3 <i>O Terceiro Pilar</i> .....	57
4.3 CRÍTICAS AO NACB .....	57
4.4 A REGULAMENTAÇÃO PARA BANCOS NO BRASIL.....	60
4.4.1 <i>A Resolução 2.682</i> .....	61
4.4.2 <i>A Central de Risco de Crédito</i> .....	65
4.5 RISCOS INERENTES AO SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR .....	66
4.6 FUNDOS DE PENSÃO E OS TRÊS PILARES DO NOVO ACORDO DE CAPITAL DE BASILÉIA ...	69
4.6.1 <i>Fundos de Pensão e o Primeiro Pilar</i> .....	69
4.6.2 <i>Fundos de Pensão e o Segundo Pilar</i> .....	71
4.6.3 <i>Fundos de Pensão e o Terceiro Pilar</i> .....	72
<b>CAPÍTULO 5 O RISCO DE CRÉDITO NOS FUNDOS DE PENSÃO UMA PROPOSTA ALTERNATIVA.....</b>	<b>74</b>
5.1 AS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO E A NOVA PROPOSTA .....	75
5.1.1 <i>O Código de Conduta de IOSCO</i> .....	77
5.1.1.1 <i>Qualidade e integridade no processo de rating</i> .....	78
5.1.1.2 <i>A agência de rating independente e evitando conflitos de interesse</i> .....	78
5.1.1.3 <i>A responsabilidade da agência de rating perante o público investidor e os emissores</i> .....	80
5.2 A NOVA PROPOSTA .....	81
5.2.1 <i>Ponderação para os Títulos Públicos Federais</i> .....	82
5.2.2 <i>Ponderação para os Bancos</i> .....	82
5.2.3 <i>Ponderação para Corporações</i> .....	83
5.2.4 <i>Ponderações feitas para o segmento de empréstimos</i> .....	83
5.2.4.1 <i>Ponderações para Empréstimos à Participantes</i> .....	84
5.2.4.2 <i>Ponderações para Financiamento Imobiliário a Participantes</i> .....	85
5.2.4.3 <i>Diminuição de risco de crédito</i> .....	85
5.2.5 <i>Ponderação para a Categoria de risco mais alto</i> .....	85
5.2.6 <i>Investimentos com várias avaliações</i> .....	85
5.2.7 <i>Limites para a Patrocinadora</i> .....	86
<b>CAPÍTULO 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>87</b>
6.1. VISÃO DA PESQUISA REALIZADA .....	87
6.2 NOSSA PROPOSTA E CONCLUSÕES TIRADAS .....	89
<b>ANEXO I - RANKING DE INVESTIMENTOS DAS EFPC.....</b>	<b>90</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>101</b>

## TABELAS

TABELA 1 - EXPECTATIVA DE VIDA AO NASCER – 1970 A 2020, POR REGIÃO (EM ANOS).....	2
TABELA 2 - TAXA DE FERTILIDADE – 1970 A 2020, POR REGIÃO (EM ANOS).....	2
TABELA 3– RESTRIÇÕES PARA OS FUNDOS DE PENSÃO DA EUROPA E EUA .....	26
TABELA 4 - TABELA DA MÉDIA ANUAL DO RETORNO REAL EM MOEDA CORRENTE LOCAL (84-98) .	30
TABELA 5- RESUMO DE LIMITES .....	34
TABELA 6- OUTROS LIMITES .....	35
TABELA 7 – EVOLUÇÃO DE <i>DEFAULT</i> AO LONGO DO TEMPO .....	36
TABELA 8- <i>RATING</i> DE GRAU DE INVESTIMENTO .....	43
TABELA 9- <i>RATINGS</i> DE GRAU ESPECULATIVO.....	44
TABELA 10- TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS X <i>RATINGS</i> – RENDA FIXA.....	46
TABELA 11 - TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS X <i>RATINGS</i> – RENDA VARIÁVEL.....	47
TABELA 12- CLASSIFICAÇÃO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS .....	49

## QUADROS

QUADRO 1- A ESTRUTURA DO SISTEMA DE PREVIDÊNCIA.....	4
QUADRO 2- SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	9
QUADRO 3- A ESTRUTURA DA SPC .....	12
QUADRO 4- PROCESSO DE MUDANÇAS NA LEGISLAÇÃO .....	13
QUADRO 5- CLASSIFICAÇÃO DOS INVESTIMENTOS POR SEGMENTO.....	17
QUADRO 6- LIMITES ESTABELECIDOS PARA RENDA FIXA COM BAIXO RISCO DE CRÉDITO.....	18
QUADRO 7- LIMITES ESTABELECIDOS PARA RENDA FIXA COM MÉDIO E ALTO RISCO DE CRÉDITO	19
QUADRO 8- LIMITES ESTABELECIDOS PARA O SEGMENTO DE RENDA VARIÁVEL .....	22
QUADRO 9- LIMITES ESTABELECIDOS PARA O SEGMENTO DE IMÓVEIS .....	24
QUADRO 10- LIMITES ESTABELECIDOS PARA O SEGMENTO DE IMÓVEIS .....	25
QUADRO 12 - PONDERAÇÃO DE RISCO POR CATEGORIA DE ATIVOS.....	52
QUADRO 13 - PONDERAÇÃO DE RISCO A PARTIR DO MODELO PADRÃO .....	55
QUADRO 14 - PONDERAÇÃO DE RISCO – OUTROS INSTRUMENTOS .....	55
QUADRO 15 - INFORMAÇÕES PARA A IMPLEMENTAÇÃO DOS MODELOS INTERNOS .....	56
QUADRO 16- RESUMO DAS PONDERAÇÕES DE RISCO POR CATEGORIA.....	82
QUADRO 17- PONDERAÇÃO DE RISCO – OUTROS INSTRUMENTOS .....	82

## GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - FRONTEIRA EFICIENTE .....	29
GRÁFICO 2 - ESTRUTURA DE UM FIDC .....	32
GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DE <i>DEFAULT</i> AO LONGO DO TEMPO.....	36
GRÁFICO 4-CPR COM SEGURO GARANTIA .....	40
GRÁFICO 5 - CPR COM AVAL DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA.....	40
GRÁFICO 6- LCA COM LASTRO EM CPR.....	41
GRÁFICO 7 - DISTRIBUIÇÃO DE PERDAS, PERDA ESPERADA E PERDA INESPERADA .....	58

## RESUMO

Diante da importância que as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPPs) têm, como formadores de poupança interna de longo prazo, que representa R\$ 251,822 bilhões, a legislação no que tange aos riscos a serem incorridos deve ser rigorosa, a ponto de dar segurança aos participantes, mas ao mesmo tempo não pode ser restritiva a ponto de inviabilizar investimentos que podem trazer retornos expressivos na complementação de aposentadoria dos participantes assistidos e um ganho social significativo.

Ao longo desta dissertação procuramos analisar a legislação vigente ao segmento de Previdência Complementar Fechada dando um enfoque no tocante a restrições e diretrizes estabelecidas para as aplicações de recursos dos planos de benefícios. Esta abordagem que tem como objetivo principal o foco em riscos de crédito.

Este trabalho propõe que a legislação caminhe para uma abordagem mais moderna no sentido de acompanhar as grandes evoluções que o mercado financeiro brasileiro vem sofrendo nos últimos anos. Neste conjunto, merece destaque o surgimento de instrumentos de securitização de recebíveis tais como: certificado de recebíveis imobiliários, cédulas de crédito bancário, fundo de investimentos em direitos creditórios, dentre outros.

Para tanto, utilizamos a experiência prática do autor e um embasamento teórico que contempla uma revisão dos principais aspectos que estão sendo ou já foram implementados no segmento bancário.

A proposta de mudanças na legislação consiste em fazer uma analogia do Novo Acordo de Capital de Basiléia no que tange às regulamentações quanto a risco de crédito. Para que isto se torne algo plausível foram feitas algumas críticas e sugestões sobre os procedimentos que são utilizados pelas agências classificadoras de risco, as quais são de grande importância dentro desta situação.

Palavras-chave: Novo Acordo de Capital de Basiléia, Risco de Crédito e Fundo de Pensão.

## ABSTRACT

Given the importance of Pension funds as generators of long term internal savings, which represent R\$251,822b, the legislation concerning the risks involved should be at the same time strict enough to provide security to participants, but at the same time not restrictive to the point of making impossible to promote investments that may bring expressive return in complementing the pension benefits of the assisted participants as well as significant social gain.

In the course of this dissertation, we attempted to analyze the current legislation on the sector of Pension funds, placing emphasis on the restrictions and directives that regulate the investment of resources of Benefit Plans with an approach that has as its main goal the focus on credit risks.

This work suggests that legislation should adopt a more modern approach (line of action) aiming to follow the great evolution that the Brazilian financial market has been experiencing in the last few years, with the advent of instruments of asset backed securisation such as: Real Estate Trusts (REITs), Corporate Bonds, Asset Backed Securities, among others.

The instruments that were used in order to do so were the author's practical experience and theory that contemplates a revision of the main aspects that are being or have already been implemented in the banking sector.

The proposal of change in legislation is based on an analogy of the New Basel Capital Accord concerning regulations on credit risk. For this to become something feasible, some criticism and suggestions were made on the topic of the procedures used by credit *rating* agencies, which are of great importance in this context.

Keywords: New Basel Capital Accord, Credit Risk and Pension Fund

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
BACEN	Banco Central do Brasil
BD	Plano de Benefício Definido
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CD	Plano de Contribuição Definida
CETIP	Câmara de Custódia e Liquidação
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CPR	Cédula de Produto Rural
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAIEA	Demonstrativo Analítico de Investimentos e Enquadramento das Aplicações
DEPEC	Departamento Econômico do Banco Central do Brasil
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
FIDC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBMEC	Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
IGP-M	Índice Geral de Preços de Mercado
INSS	Instituto Nacional de Seguridade Social
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NACB	Novo Acordo de Capital de Basiléia
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PEA	População Economicamente Ativa

PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
VAR	Value at Risk

# CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Nos últimos anos, com o envelhecimento da população e a baixa capacidade do sistema de previdência social público de conceder benefícios de maneira satisfatória, a previdência privada brasileira vem ganhando grande importância.

A dívida previdenciária do país chega a 3,15 PIBs, deste valor, 1,41 PIB se refere aos trabalhadores do setor público e 1,74 PIB aos trabalhadores do Setor Privado. Estes valores incluem o valor da dívida assumida pelo País com trabalhadores que já estão aposentados e também com os que irão se aposentar. O horizonte dessa dívida está distribuído ao longo dos próximos sessenta anos<sup>1</sup>.

Segundo a Constituição Federal de 1988, em seu art. 194, o sistema de seguridade social brasileiro compreende “... um conjunto integrado de ações de iniciativa dos poderes públicos e da sociedade, destinados a assegurar os direitos relativos à saúde, à previdência social e assistência social”.

A previdência social pública é de adesão obrigatória e universal, atendendo a todos os trabalhadores formalmente registrados. O sistema é gerido pelo Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) para os trabalhadores do setor privado. Os benefícios são baseados nas contribuições efetuadas nos 10 últimos anos e limitados pelo teto de R\$ 2.668,15<sup>2</sup> (dois mil e seiscentos e sessenta e oito reais e quinze centavos).

A incorporação dos trabalhadores do campo no contingente de assistidos na Previdência Social Pública e a redução da taxa de crescimento da população economicamente ativa (PEA)<sup>3</sup>, que contribui para o INSS, vêm reduzindo substancialmente a proporção de trabalhadores ativos, que contribuem para a Previdência Pública, em relação ao número de inativos.

---

<sup>1</sup> Revista da Abrapp nº 301, entrevista com Hélio Zylberstajn

<sup>2</sup> Ministério da Previdência Social, competência junho de 2005 para fins de recolhimento ao INSS

<sup>3</sup> Segundo o IBGE: **População Economicamente Ativa** compreende o potencial de mão-de-obra com que pode contar o setor produtivo, isto é, a **população ocupada** e a **população desocupada**, assim definidas: **população ocupada** - aquelas pessoas que, num determinado período de referência, trabalharam ou tinham trabalho mas não trabalharam (por exemplo, pessoas em férias) **população desocupada** - aquelas pessoas que não tinham trabalho, num determinado período de referência, mas estavam dispostas a trabalhar e que, para isso, tomaram alguma providência efetiva (consultando pessoas, jornais, etc.).

Nas últimas décadas, as melhorias obtidas nas áreas de saúde e habitação reduziram o percentual de mortalidade infantil e aumentaram a expectativa de vida dos brasileiros. Com isto, de 1930 a 1998, a expectativa de vida do homem aumentou de 39 para 64 anos, e de 43 para 72 anos, no caso da mulher. A tendência é que esta sobrevida aumente ainda mais nos próximos anos.

Podemos verificar, através da tabela abaixo, que o aumento da expectativa de vida está ocorrendo não só no Brasil, mas em todas as regiões do globo e tende a crescer ainda mais ao longo das próximas décadas.

**Tabela 1 - Expectativa de vida ao nascer – 1970 a 2020, por região (em anos)**

Região	1970	1980	1990	1995	2000	2010	2020
OCDE	70,9	73,8	76,0	77,5	78,4	79,8	80,7
América Latina e Caribe	60,6	64,8	68,1	70,9	72,0	74,2	75,6
Europa Oriental e ex-União Soviética	65,0	67,8	69,3	69,4	70,3	72,3	74,4
Oriente Médio e Norte da África	52,8	58,5	64,5	67,6	68,8	70,4	72,7
Ásia	48,8	53,8	59,2	59,5	60,7	63,8	66,9
África Sub-Saariana	44,2	47,6	50,7	51,8	50,6	55,2	59,3

Fonte: Banco Mundial

Com a inserção cada vez maior da mulher no mercado de trabalho e disseminação de métodos anticoncepcionais, observa-se uma expressiva redução na taxa de fertilidade, o que gera, no longo prazo, uma redução significativa na relação entre a População Economicamente Ativa (PEA) e Aposentados.

**Tabela 2 - Taxa de Fertilidade – 1970 a 2020, por região**

Região	1970	1980	1990	1995	2000	2010	2020
OCDE	2,5	1,8	1,8	1,6	1,6	1,7	1,9
América Latina e Caribe	5,2	4,1	3,2	2,9	2,3	2,2	2,1
Europa Oriental e ex-União Soviética	2,6	2,5	2,3	1,6	1,6	1,7	2,0
Oriente Médio e Norte da África	6,8	6,1	4,9	4,0	3,2	2,6	2,3
Ásia	6,0	5,3	4,0	3,2	2,9	2,7	2,5
África Sub-Saariana	6,6	6,6	6,0	5,5	5,1	4,1	3,2

Fonte: Banco Mundial

Segundo Bandini (2001), a expectativa é de que, com a redução da taxa de fertilidade e o aumento da esperança de vida, alguns países como Alemanha, Japão e Suécia cheguem em 2020 com aproximadamente 30% da população com idade superior a 60 anos.

Num sistema do tipo repartição, que é o caso brasileiro, em que os trabalhadores ativos pagam os benefícios dos trabalhadores assistidos, a diminuição da relação entre os trabalhadores ativos e assistidos está resultando em um desequilíbrio substancial no sistema Previdenciário Social Público.

A previdência social pública brasileira, assim como em diversos países (expostos acima), passou a enfrentar uma crise que necessita de medidas pouco amigáveis para os trabalhadores. Dentre elas destacamos algumas medidas a se tomar: aumento da idade mínima para aposentadoria, aumento de contribuição, redução de benefícios e fundos de previdência complementar para os servidores públicos. As alterações que foram feitas pelo Governo Federal até o presente momento tiveram o mérito de reduzir 18% da dívida previdenciária implícita do setor público, o que pode ser considerado um feito significativo embora possa ser anulado ao longo dos próximos anos, caso os planos de previdência complementar do funcionalismo público não sejam regulamentados.

Os modelos de previdência social, baseados em um sistema de capitalização são considerados por muitos um paradigma de eficiência capazes de solucionar não só o problema da previdência, mas também os problemas da economia brasileira, pois aumentam consideravelmente o nível de poupança gerando impactos diretos nos fundamentos econômicos e indiretos estimulando o crescimento econômico.

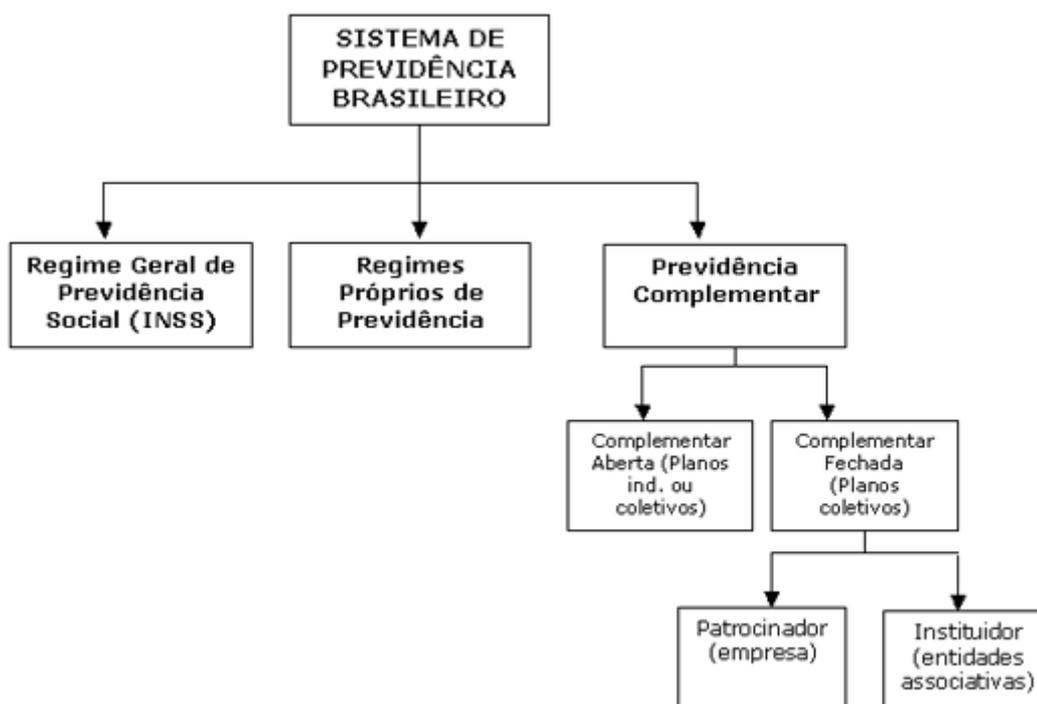
Contudo, devemos ressaltar que este efeito começa a se dissipar no momento em que os participantes se aposentam. Neste momento, a expansão e a manutenção da poupança oriunda do sistema previdenciário decorrerá, principalmente, do crescimento da População Economicamente Ativa que contribui para o sistema previdenciário. Sendo assim, devemos estar cientes da importância do Sistema de Capitalização, que é o caso Previdência Complementar, como formador de poupança interna e sua relação com o crescimento econômico, mas não devemos encará-lo como a chave-mestra para a solução dos todos os problemas econômicos do país.

Diante da tendência supracitada, a probabilidade de que os brasileiros, que hoje contribuem pelo teto do INSS, que atualmente é de R\$ 2.668,15 (dois mil e seiscentos e

sessenta e oito reais e quinze centavos), recebam, em termos reais, um benefício próximo a este é bem pequena. Resta, então, a saída de contribuir para uma previdência complementar.

### 1.1.1 A Previdência Privada Complementar

Quadro 1- A Estrutura do Sistema de Previdência



Há duas modalidades de previdência complementar. Uma delas é a complementação de aposentadoria através de fundos abertos de previdência privada. Esses fundos são geralmente oferecidos por seguradoras, bancos e entidades abertas de previdência privada. São fundos de investimentos que permitem ao poupador acumular um patrimônio que pode ser resgatado total ou parcialmente a qualquer momento ou então ser trocado por uma renda futura.

Nos planos abertos, prevalece o sistema de contribuição definida e as instituições que oferecem podem auferir lucro. Atualmente, o tipo de plano mais comum é o chamado Plano Geral de Benefícios Livres (PGBL). Nesta modalidade, o participante pode decidir sobre o perfil das aplicações do fundo constituído para financiar seus

benefícios individuais, bem como optar por contribuições mensais, bimestrais chegando até a contribuições anuais.

A regulamentação e fiscalização das entidades abertas de previdência complementar no Brasil são de responsabilidade da Superintendência de Seguros Privados (Susep). Os fundos de investimento constituídos em seus planos, bem como as instituições financeiras que os administram, são fiscalizados pelo Banco Central do Brasil.

Outra modalidade de previdência complementar é constituída pelas Entidades Fechadas de Previdência Privadas (EFPC) ou fundos de pensão, que são instituições sem fins lucrativos ligadas, normalmente, a empresas patrocinadoras públicas ou privadas. Recentemente, através da Resolução CGPC Nº 12, de 17 de setembro de 2002, foi regulamentada a constituição e funcionamento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar para a administração de planos de benefícios constituídos por instituidores. Podem ser instituidores as pessoas jurídicas de caráter profissional classista ou setorial. Em suma, os conselhos profissionais, sindicatos, entidades sindicais entre outras.

Nos planos administrados pelos fundos de pensão ainda prevalece o sistema de benefício definido ou um plano de contribuição definida com alguns benefícios de um plano de benefício definido. Dentre estes benefícios, os participantes<sup>4</sup> têm direito à suplementação de aposentadoria que pode ser vitalícia ou não, suplementação de auxílio-doença, pecúlio por invalidez, auxílio-natalidade e seus dependentes têm direito à suplementação de pensão e pecúlio por morte.

### 1.1.2 Tipos de Planos de Benefício<sup>5</sup>

**Benefício Definido (BD)** é um plano que proporciona um benefício de aposentadoria a partir de uma determinada idade, expresso como uma renda vitalícia, igual a um determinado percentual do salário na data de aposentadoria. Este percentual depende, geralmente, dos anos de participação no plano e o cálculo do benefício da Previdência Social (INSS). Em um plano de BD, o patrimônio pertence ao conjunto dos participantes, não sendo alocado em contas individuais.

---

<sup>4</sup> São considerados participantes os empregados das Patrocinadoras inscritos em um plano de benefícios e que contribuem mensalmente com uma parcela dos seus salários de participação para o plano

<sup>5</sup> As definições de Benefício Definido e Contribuição Definida foram retiradas do sitio da Mercer Human Resource Consulting

**Contribuição Definida (CD)** é um plano para o qual os empregados e a empresa contribuem mensalmente com uma determinada quantia, que é contabilizada em uma conta individualizada de cada participante, juntamente com os rendimentos das aplicações financeiras. Alguns planos prevêem contribuições regulares extraordinárias da empresa, sem exigir contribuição dos empregados. As contas são investidas a critério dos empregados ou da empresa, dependendo da flexibilidade prevista pelo plano. Esse tipo de plano nada mais é que um fundo de investimentos (poupança programada), onde o saldo acumulado na data de aposentadoria é transformado em benefícios de renda mensal, podendo ou não ser vitalício, com ou sem garantia de reajustes anuais.

**Misto ou Híbrido** é um plano que podem ser feitas várias composições entre os planos BD e CD, como por exemplo, o Plano *Target Benefit* que, na sua essência, trata-se de um plano CD onde as taxas de contribuições anuais podem ser definidas periodicamente, de forma que o saldo de conta acumulado venha a ser capaz de produzir um benefício determinado, de acordo com uma fórmula de Benefício Definido. A empresa pode, anualmente, decidir se vai contribuir mais, ou menos, para prover um determinado nível de benefício (*target*).

## 1.2 OBJETIVOS

Diante da importância que as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPPs) têm, como formadores de poupança interna de longo prazo, que representa R\$ **251.822 bilhões**<sup>6</sup> (Vide anexo 1, o patrimônio dos maiores fundos de pensão brasileiros), a legislação no que tange aos riscos a serem incorridos deve ser rigorosa, a ponto de dar segurança aos participantes, mas não deve ser restritiva a ponto de inviabilizar investimentos que podem trazer retornos expressivos na complementação de aposentadoria dos participantes assistidos e um ganho social expressivo.

Dada a importância supracitada do segmento, não só para os participantes, mas um retorno econômico e social que ele pode trazer para o país, a dissertação tem como objetivo fazer uma análise da legislação dando um enfoque para o risco de crédito.

---

<sup>6</sup> Secretaria de Previdência Complementar – Ministério da Previdência Social – base dezembro de 2004

### **1.3 JUSTIFICATIVA**

No Brasil, o crédito é escasso e caro devido a políticas mal concebidas, processo inflacionário e a necessidade de financiamento de déficit público o qual legou o governo a fazer um ambiente regulamentar altamente restritivo, induzindo o mercado financeiro a financiá-lo. Em decorrência destes fatores, a cultura de crédito estava sendo mantida em seu estado embrionário no Brasil até a poucos anos atrás.

Atualmente, em consequência de uma maior estabilidade da economia brasileira, expectativa da queda da taxa básica de juros no médio prazo e o governo estar mantendo uma política fiscal a qual está gerando expressivos superávits primários, o mercado financeiro já começa a se mobilizar para investimentos alternativos através de instrumentos tais como Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, Certificado de Recebíveis Imobiliários, Cédula de Crédito Bancário dentre outros.

Neste contexto, a previdência complementar tem uma grande relevância devido ao de seu propósito principal, que é a complementação de aposentadoria, e como agente gerador de poupança interna de longo prazo capaz de originar investimentos que podem gerar crescimento econômico para o país. Porém, devemos salientar que tais investimentos, em muitos casos, não são feitos devido à característica da legislação em vigor que tem como objetivo direto proteger os participantes e indireto induzir os fundos de pensão a financiar o déficit público.

### **1.4 VISÃO GERAL DO TRABALHO**

O patrimônio das EFPPs é formado através das contribuições das Patrocinadoras e dos Participantes. Qualquer investimento que não tenha como objeto de análise a estrutura do passivo atuarial, liquidez, risco e retorno, estará submetendo a fundação a incorrer em riscos muitas vezes desnecessários.

Em decorrência dos objetivos das Fundações, que são os de pagar benefícios no seu devido tempo, um bom gerenciamento dos riscos está diretamente relacionado com o alcance de seus objetivos.

Desse modo, o trabalho será composto por seis capítulos. Este capítulo introdutório faz uma análise da evolução dos Fundos de Pensão no Brasil e sua importância para o crescimento econômico brasileiro.

O Capítulo 2 apresenta o sistema financeiro nacional contextualizando o ambiente regulamentar para os Fundos de Pensão, o qual vem sofrendo inúmeras mudanças nos últimos anos, dando destaque a Resolução CMN 3.121, Instruções Normativas e Resoluções Complementares a esta.

O Capítulo 3 descreve as conseqüências das restrições para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar e dá exemplos de como os objetivos da legislação não são atingidos. Nesta situação damos destaque para a importância das agências de classificação de risco para os fundos de pensão.

O Capítulo 4 discorre sobre o gerenciamento de risco, seus conceitos, o controle de risco com os Acordos de Basileia e Basileia II e os riscos inerentes ao sistema de previdência fechada complementar. No final do capítulo há uma analogia, de maneira abrangente, das propostas que foram feitas no Novo Acordo de Capital de Basileia e a regulamentação em vigor para os fundos de pensão.

No Capítulo 5 elaboramos uma proposta que direciona a legislação para um caminho similar ao Novo Acordo de Capital de Basileia no que tange a risco de crédito, esta proposta tem como objetivo dar o primeiro passo em direção legislação mais atual e consistente, conforme verificamos no segmento bancário.

O Capítulo 6 é a conclusão do trabalho, no qual descrevemos os objetivos da nossa dissertação e até que ponto eles foram alcançados e a possibilidade dos mesmos serem colocados em prática.

## CAPÍTULO 2 AMBIENTE REGULATÓRIO PARA OS FUNDOS DE PENSÃO

### 2.1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O mercado financeiro tem como objetivo servir de mola propulsora do desenvolvimento nacional. De um lado, atender às necessidades de captação de recursos para as empresas, e por outro servir de instrumento atraente para que os poupadores tenham retorno, prazo, transparência e liquidez para atender às suas necessidades.

**Quadro 2- Sistema Financeiro Nacional<sup>7</sup>**

Órgãos normativos	Conselho Monetário Nacional – CMN		Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP		Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC
	Banco Central do Brasil – Bacen	Comissão de Valores Mobiliários – CVM	Superintendência de Seguros Privados - Susep	IRB-Brasil Resseguros	Secretaria de Previdência Complementar - SPC
	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Bolsas de mercadorias e futuros	Sociedades seguradoras		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)
Operadores	Demais instituições financeiras	Bolsas de valores	Sociedades de capitalização		
	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros		Entidades abertas de previdência complementar		

<sup>7</sup> Os dados sobre a estrutura do Sistema Financeiro Nacional foram retirados do Site do Banco Central do Brasil no dia 23 de fevereiro de 2005.

### **2.1.1 Atribuições de alguns dos Principais órgãos do Sistema Financeiro Nacional**

**Conselho Monetário Nacional (CMN)**- Órgão normativo do sistema financeiro nacional, criado na reformulação do sistema em 64, pela lei 4595. É presidido pelo Ministro da Fazenda, sendo o Ministro do Planejamento o vice. As funções do conselho são:

- a) Controle Monetário: controla e estabelece limites para a emissão de moeda;
- b) Política Cambial: por delegação o BACEN cuida desta questão no dia a dia;
- c) Orientar as operações financeiras; e,
- d) Cuidar para o aperfeiçoamento das instituições financeiras, zelar pela liquidez do sistema, coordenar políticas monetárias, creditícia e da dívida pública e externa e operações especiais, tais como subsídios a setores da economia.

O normativo mais importante para os Fundo de Pensão, por ele legislado, é a Resolução CMN 3.121 de 25 de setembro de 2003, que regulamenta os limites de aplicações das EFPC nos segmentos de renda fixa, renda variável, empréstimos e imóveis.

**O Banco Central do Brasil (Bacen)** é o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia, manter as reservas internacionais em nível adequado, estimular a formação de poupança, zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro. Dentre suas atribuições estão: emitir papel-moeda e moeda metálica, executar os serviços do meio circulante, receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias, realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras, regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis, efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais, exercer o controle de crédito, exercer a fiscalização das instituições financeiras, autorizar o funcionamento das instituições financeiras, estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras, vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país.

Além das suas principais atribuições descritas acima, o Bacen torna públicas as deliberações do Conselho Monetário Nacional por meio de resoluções e circulares que regem a atuação dos agentes no plano dos investimentos.

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM)** também é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. É responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país. Para este fim, exerce as funções de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger os titulares de valores mobiliários, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado, assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido, assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários, estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Algumas normas que têm impacto direto para os Fundos de Pensão são valores mobiliários tratados pela CVM tais como: ações, debêntures, notas promissórias, bônus de subscrição, opções e fundos de investimentos. Porém, o fato que mais evidencia a importância da CVM nos investimentos dos fundos de pensão é a Resolução CMN 3.121 que em seu artigo 25 limita os investimentos no segmento de renda variável dependendo de que as ações de empresas estejam classificadas no nível 1, 2 e novo mercado segundo a definição e critério da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

**Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)** - órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados, é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de Valores Mobiliários. Dentre as funções do CNSP estão: regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao CNSP, bem como a aplicação das penalidades previstas, fixar as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro, estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro, prescrever os critérios de constituição das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, com fixação dos limites legais e técnicos das respectivas operações e disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor.

**O Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC)** é um órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência Social e cuja competência é regular, normatizar e coordenar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão). Também cabe ao CGPC julgar, em última instância, recursos interpostos por fundos de pensão contra as decisões da Secretaria de Previdência Complementar.

**A Secretaria de Previdência Complementar (SPC)** é um órgão do Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão). A SPC se relaciona com os órgãos normativos do sistema financeiro na observação das exigências legais de aplicações, fundos especiais e provisões que as entidades sob sua jurisdição são obrigadas a constituir e que tem diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

**Quadro 3- A Estrutura da SPC**



Compete ao Departamento de Análise Técnica analisar e aprovar os pedidos de autorização para constituição, funcionamento, fusão, incorporação, grupamento, transferência de controle das entidades fechadas de previdência complementar, bem como examinar e aprovar os estatutos das referidas entidades, os regulamentos dos planos de benefícios e suas alterações, examinar e aprovar os convênios de adesão celebrados por patrocinadores e por instituidores.

Cabe ao Departamento de Assuntos Econômicos elaborar estudos na área econômica, realizar a interlocução com os representantes dos órgãos e entidades responsáveis pela elaboração de normas que sejam de interesse do regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar no que se refere às aplicações dos recursos garantidores das reservas técnicas, fundos e provisões dos

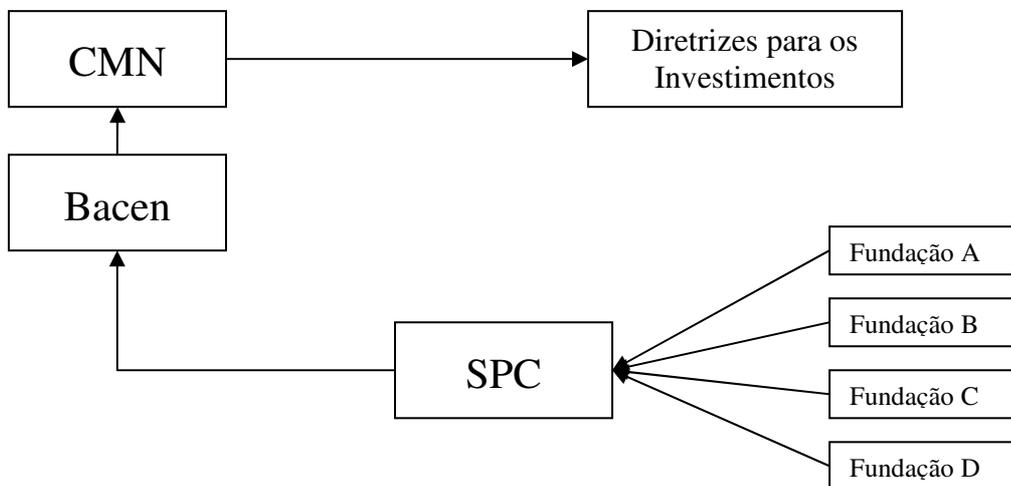
planos de benefícios de tais entidades e proceder à análise de consultas, quando for o caso, sobre as matérias relativas à aplicação dos recursos garantidores das reservas técnicas, fundos e provisões dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, observada a competência do Departamento de Análise Técnica.

Ao Departamento de Orientação Jurídica compete prestar assessoramento e consultoria jurídica aos outros Departamentos e ao Gabinete da Secretaria de Previdência Complementar.

Ao Departamento de Assuntos Atuariais compete elaborar estudos nas áreas atuarial e contábil referentes aos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, realizar a interlocução com os representantes dos órgãos e entidades responsáveis pela elaboração de normas que sejam de interesse do regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar no que se refere às matérias atuariais e contábeis dos planos de benefícios de tais entidades.

Ao Departamento de Fiscalização compete proceder à fiscalização das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e suas operações, monitorar e fiscalizar, em seus diversos segmentos de investimentos, as operações e aplicações dos recursos garantidores das reservas técnicas, fundos e provisões dos planos operados pelas entidades fechadas de previdência complementar, analisar a constituição das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, examinar, monitorar e fiscalizar as demonstrações contábeis dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar.

**Quadro 4- Processo de Mudanças na Legislação**



Processo de alterações para aplicação de recursos e enquadramento dos fundos de pensão:

1. Os fundos de pensão fazem solicitações para que as restrições sejam alteradas em decorrência das possibilidades de investimentos que estão sendo oferecidas pelo mercado, dentre outros questionamentos;
2. A SPC discute e analisa a solicitação e, no caso de achar pertinente, manda uma proposta para o Bacen com alterações que achar conveniente;
3. O Bacen secretaria o CMN analisando a pertinência da proposta e se de acordo, faz alterações que julgue pertinente, e passa a proposta para ser decidida através do CMN;
4. Caso o CMN concorde com a proposta, ele altera a regulamentação em vigor.

Conforme verificamos anteriormente, o Bacen tem como objetivos principais zelar pela liquidez do mercado, realizar operações de títulos públicos, fiscalizar o mercado financeiro, dentre outros. Com isto, o Bacen, muitas vezes, mesmo que bem intencionado, acaba atrapalhando o desenvolvimento do processo e dificultando a implementação de alterações na regulamentação para os fundos de pensão.

## **2.2 A REGULAMENTAÇÃO DO SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO**

A Emenda Constitucional n.º 20 de 1998, relativa à reforma da Previdência deu início à revisão do quadro regulatório do regime de Previdência Complementar.

Dando prosseguimento ao processo de reforma da Legislação, foram elaboradas as Leis Complementares n.º 108 e a n.º 109 ambas de maio de 2001.

A Lei Complementar n.º 108 dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar.

A Lei Complementar n.º 109 priorizou a gestão das EFPC com foco nos planos de benefício. Dentre os pontos principais, destacam-se os seguintes:

- ✓ Portabilidade - possibilidade do participante de um fundo de pensão transfira o seu direito acumulado para um plano de benefícios de outra entidade, quando da cessão do vínculo com o patrocinador ou o instituidor;
- ✓ Inserção dos participantes nos Órgãos Estatutários;
- ✓ Obrigatoriedade de prestação de informações aos participantes;
- ✓ Profissionalização da Gestão;
- ✓ Foram regulamentadas as entidades multipatrocinadas e multiplanos;
- ✓ Possibilidade da criação de novos planos de benefícios que reflitam a evolução técnica do sistema; ou seja, não há a necessidade do plano ter que ser um CD ou BD puro; e,
- ✓ Obrigatoriedade de avaliações atuariais ao final de cada exercício, com o objetivo de dar mais transparência à gestão.

### **2.2.1 Estrutura das Normas de Aplicação de Recursos dos Fundos de Pensão**

Do final de 1996 até abril de 2000, a norma que regulamentava os investimentos nos fundos de pensão era a Resolução CMN 2.324, de 30 de outubro de 1996. Esta resolução trazia diretrizes gerais para a aplicação de reservas, fundo e provisões que integram o patrimônio, requisitos, diversificação e percentuais máximos permitidos nas aplicações dos fundos de pensão. Esta resolução foi substituída pela Resolução 2.720 em abril de 2000, que antes mesmo de terminar o prazo para que os Fundos de Pensão se enquadrassem foi revogada através da Resolução CMN 2.829/01.

A Resolução CMN 2.829/01 teve como objetivos incentivar a adoção das melhores práticas de governança corporativa, dar maior flexibilidade a aplicações de recursos e estimular a gestão profissional dos ativos. A Resolução CMN 2.829/01 tem como principais características:

- ✓ Separação clara entre o fundo de pensão e a sua patrocinadora, limitando a utilização do fundo de pensão para investimentos de interesse da patrocinadora;
- ✓ Contratação de agente custodiante e auditor de gestão;

- ✓ Adoção de uma política de investimentos e sua divulgação para os participantes e órgãos supervisores;
- ✓ Obrigatoriedade de emissão de relatórios periódicos de desempenho e de prestação de contas dos resultados;
- ✓ Segregação dos investimentos por plano;
- ✓ Obrigatoriedade da implantação de modelos de gestão de risco e incentivos ao casamento entre ativos e passivos atuariais.

A Resolução CMN 3.121, de 25 de setembro de 2003, veio para alterar e consolidar as normas de aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, revogando a Resolução CMN n.º 2.829 e as resoluções complementares a esta.

A Resolução CMN 3.121/03, de um modo geral, mantém as principais diretrizes estabelecidas pela Resolução CMN 2.829/01. Dentre as principais modificações destacamos os seguintes pontos:

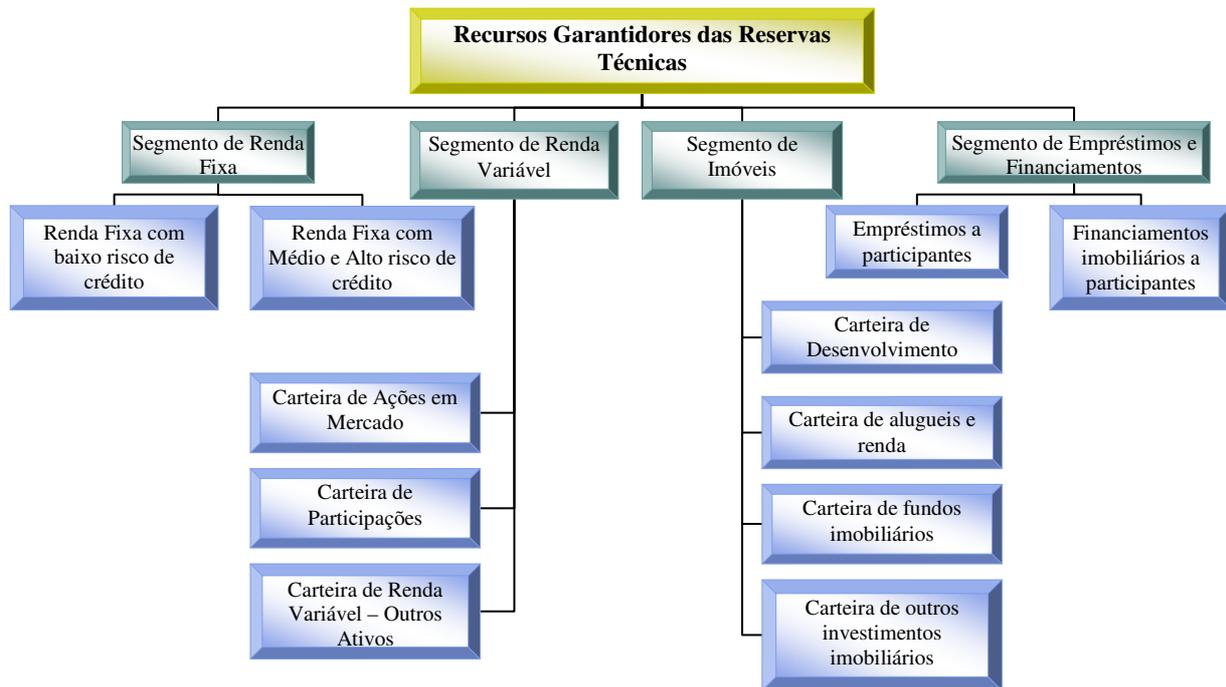
- ✓ Maiores prazos para enquadramento;
- ✓ Uniformidade dos limites de alocação dos recursos entre diferentes tipos de planos de benefício;
- ✓ Novas atribuições ao Conselho Fiscal, que passou a acompanhar a gestão dos recursos e seus custos, monitoramento dos resultados dos investimentos e do cumprimento da política de investimentos; e,
- ✓ A metodologia anteriormente proposta para o cálculo do risco foi alterada. As entidades não são mais obrigadas a calcular o Var e devem passar a utilizar o “controle da divergência não planejada”.

O regulamento anexo à Resolução nº 3.121<sup>8</sup>, de 25 de Setembro de 2003 estabelece os limites de alocação dos Recursos Garantidores das Reservas Técnicas das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Seguem abaixo os limites e restrições regulamentares desta resolução para a aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão.

---

<sup>8</sup> A Resolução CMN 3.121/03 sofreu algumas alterações que foram consolidadas através da Resolução CMN 3.035 de 29 de julho de 2005.

**Quadro 5- Classificação dos Investimentos por Segmento**



A alocação dos recursos deve estar compreendida em quatro grandes segmentos:

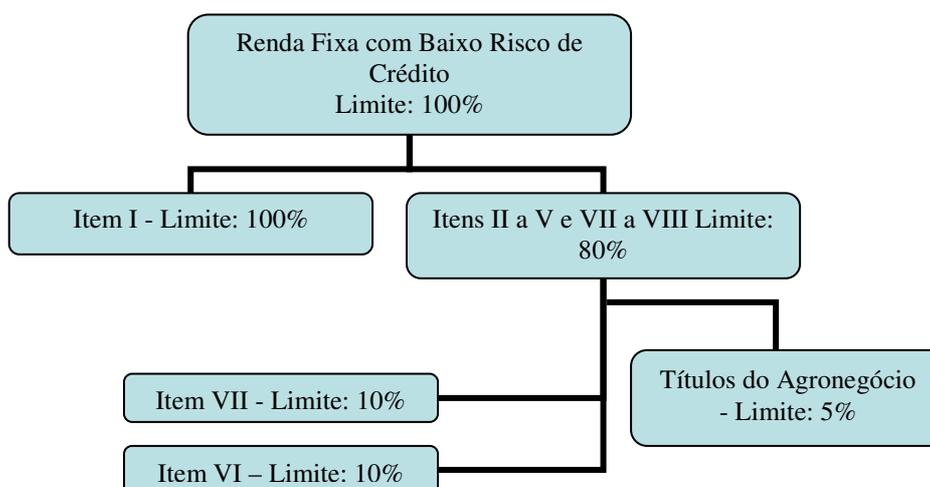
- ✓ Renda Fixa – Até 100%
- ✓ Renda Variável – Até 50%
- ✓ Imóveis – até 14% passando para 11% em 2006 e para 8% a partir de 2009
- ✓ Empréstimos – até 15%

No decorrer deste capítulo estaremos descrevendo as restrições de cada grande segmento.

### **2.2.1.1 Segmento de Renda Fixa**

#### **2.2.1.1.1 Segmento de Renda Fixa de Baixo Risco de Crédito**

## Quadro 6- Limites estabelecidos para Renda Fixa com Baixo Risco de Crédito



### **Inclui-se na carteira de renda fixa com baixo risco de crédito:**

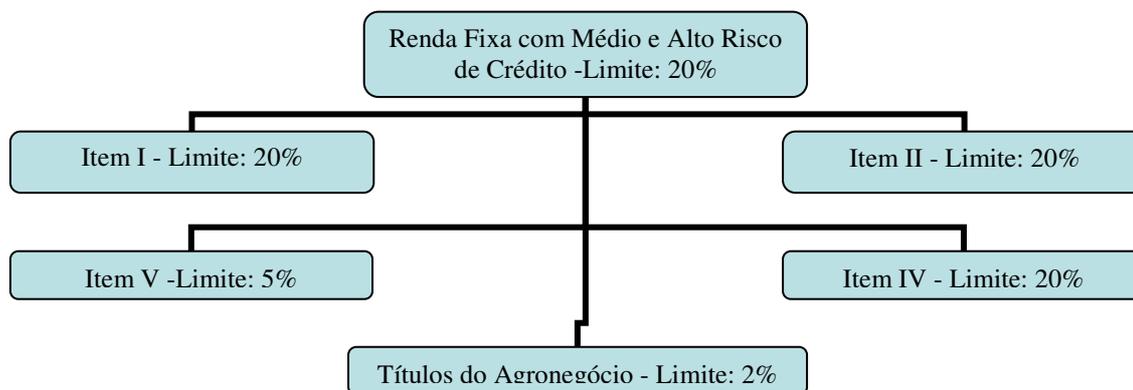
- I. Os títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central do Brasil, os créditos securitizados pelo Tesouro Nacional e os títulos de emissão de estados e municípios que tenham sido objeto de refinanciamento pelo Tesouro Nacional;
- II. Os títulos de emissão de estados e municípios considerados com baixo risco de crédito;
- III. Os certificados e os recibos de depósito bancário, letras de crédito do agronegócio e os demais títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira e cédulas de produto rural com liquidação financeira que contem com aval de instituição financeira considerada como de baixo risco de crédito;
- IV. Os depósitos de poupança em instituição financeira enquadrável na condição referida no item anterior;
- V. As debêntures, as cédulas de crédito bancário, as cédulas de crédito imobiliário, os certificados de recebíveis imobiliários, os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços que atendam às condições estabelecidas na Resolução 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e os demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de sociedades anônimas, inclusive as de objeto exclusivo, cuja distribuição tenha

sido registrada na Comissão de Valores Mobiliário considerados como de baixo risco de crédito;

- VI. As quotas de fundos de investimento no exterior;
- VII. As quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as quotas de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios; e,
- VIII. As cédulas de produto rural com liquidação financeira que contem com cobertura de total seguro, certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA) e os certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) considerados como baixo risco de crédito.

#### 2.2.1.1.2 Segmento de Renda Fixa com Médio e Alto Risco de Crédito

**Quadro 7- Limites estabelecidos para Renda Fixa com Médio e Alto Risco de Crédito**



#### **Incluem-se na carteira de renda fixa com médio e alto risco de crédito:**

- I. Os títulos de emissão de estados e municípios considerados como médio alto risco de crédito;
- II. Os certificados e os recibos de depósito bancário, letra de crédito do agronegócio, cédula de produto rural com liquidação financeira que contam com aval de instituição financeira e os demais títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira não considerada como de baixo risco de crédito;

- III. Os depósitos de poupança efetuados em instituição financeira não considerada como de baixo risco de crédito;
- IV. As debêntures, as cédulas de crédito bancário, as cédulas de crédito imobiliário, os certificados de recebíveis imobiliários, os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços, e os demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de sociedades anônimas, inclusive as de objeto exclusivo, cuja distribuição tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários, não consideradas como de baixo risco de crédito; e,
- V. As quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as quotas de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios não considerados como de baixo risco de crédito;
- VI. As cédulas de produto rural com liquidação financeira que contem com cobertura de total seguro, certificados de direitos creditórios do agronegócio e os certificados de recebíveis do agronegócio não considerados como baixo risco de crédito.

#### 2.2.1.1.3 Limites Complementares para o segmento de Renda Fixa

Os recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar aplicados no segmento de renda fixa subordinam-se aos seguintes requisitos de diversificação, exceto no caso dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, dos títulos de emissão do Banco Central do Brasil e dos créditos securitizados pelo Tesouro Nacional:

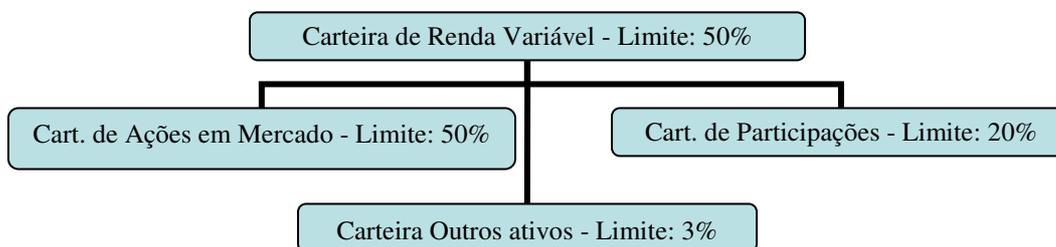
- i. O total de títulos e valores mobiliários de emissão e/ou coobrigação de um mesmo estado ou município, de uma mesma pessoa jurídica não-financeira, de seu controlador, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum não pode exceder 20% (vinte por cento) do plano; e,
- ii. No caso dos investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação de instituição financeira ou de outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e dos depósitos de poupança, o total de

emissão, coobrigação ou responsabilidade de uma mesma instituição não pode exceder a:

- a) 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido da emissora, no caso de instituição considerada como de baixo risco de crédito; e,
  - b) 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido da emissora, nos demais casos.
- iii. No caso dos investimentos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em quotas de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, o total das aplicações em um mesmo fundo de investimento não pode exceder 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo;
- iv. No caso da conversão de debêntures em ações, o produto da conversão deve ser transferido do segmento de renda fixa para o segmento de renda variável;
- v. O total das aplicações em valores mobiliários de uma mesma série, exceto ações, bônus de subscrição de ações, recibos de subscrição de ações de uma empresa, certificados de recebíveis imobiliários e debêntures de emissão de sociedades de propósito específico incluídas na carteira de participações, não pode exceder:
- a) 25% (vinte e cinco por cento) da série, em se tratando das inversões da própria entidade fechada de previdência complementar; e,
  - b) 40% (quarenta por cento) da série, em se tratando das inversões da entidade em conjunto com as inversões da(s) própria(s) patrocinadora(s), de sua(s) controladora(s), de sociedades por ela(s) direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum.

## 2.2.2 Segmento de Renda Variável

**Quadro 8- Limites estabelecidos para o Segmento de Renda Variável**



### 2.2.2.1 Incluem-se na carteira de ações em mercado

- i. As ações, os bônus de subscrição de ações, os recibos de subscrição de ações e os certificados de depósito de ações de companhia aberta adquirida em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado por entidade credenciada na Comissão de Valores Mobiliários;
- ii. As ações subscritas em lançamentos públicos ou em decorrência do exercício do direito de preferência.

Relativamente aos investimentos incluídos na carteira de ações em mercado têm-se os seguintes limites:

- ✓ Até 50%, no caso de ações de emissão de companhias que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos nos moldes do Novo Mercado e do Nível 2 da Bovespa;
- ✓ Até 45% no caso de ações de emissão de companhia que, em função de adesão aos padrões de governança societária definidos sejam classificadas nos moldes do Nível 1 do Bovespa;
- ✓ Até 35% no caso de ações de emissão de companhias que não referidas nos itens anteriores.

### 2.2.2.2 Incluem-se na carteira de participações

- i. As ações e as debêntures de emissão de sociedades de propósito específico constituída com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos, as quotas

de fundos de investimento em empresas emergentes e as quotas de fundos de investimento em participações, nos termos da regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários.

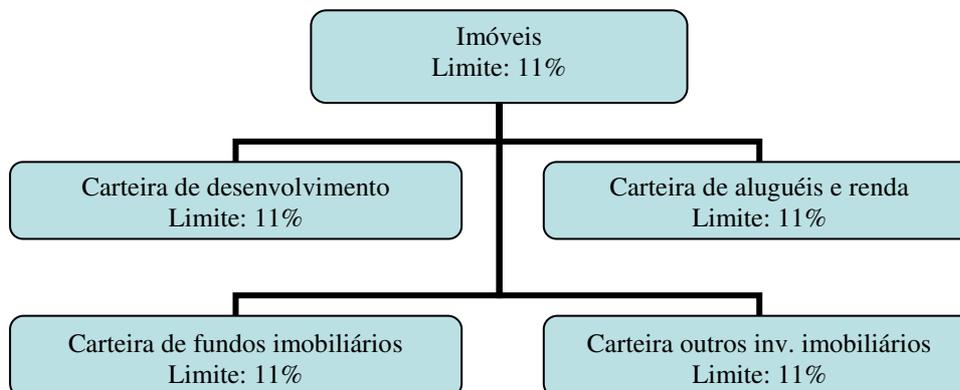
No caso dos Fundos de Investimentos em Participações e Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes há o limite de 25% do Patrimônio Líquido do Fundos.

### **2.2.2.3 Incluem-se na carteira outros ativos**

- i. Os certificados dos depósitos de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta, ou de companhia que tenha características semelhantes às companhias abertas brasileiras, com sede no exterior (*Brazilian Depositary Receipts – BDRs*), classificadas nos Níveis II e III definidos na regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, cujos programas tenham sido registrados naquela Autarquia;
- ii. As ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do Mercosul ou certificados de depósito dessas ações admitidos à negociação na bolsa de valores no País;
- iii. As debêntures com participações nos lucros que não sejam preponderantemente oriundos de aplicações financeiras, cuja emissão tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários;
- iv. Os certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em bolsa de mercadoria e de futuros; e,
- v. Os certificados de potencial adicional de construção negociados em bolsa de valores ou balcão organizado por entidade credenciada pela CVM.

## 2.2.3 -Segmento de Imóveis

**Quadro 9- Limites estabelecidos para o Segmento de Imóveis**



Os limites relacionados acima estão em vigor até o final de 2005 eram de 14%, após esta data o limite passou para 11% e a partir de 2009 será de 8%.

### 2.2.3.1 Carteira de Desenvolvimento

Investimentos em regime de co-participação, na realização de empreendimento imobiliários, com vistas a sua ulterior alienação.

### 2.2.3.2 Carteira de aluguéis e renda

Investimentos em imóveis e na realização de empreendimento imobiliários, com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações.

### 2.2.3.3 Carteira de Fundos Imobiliários

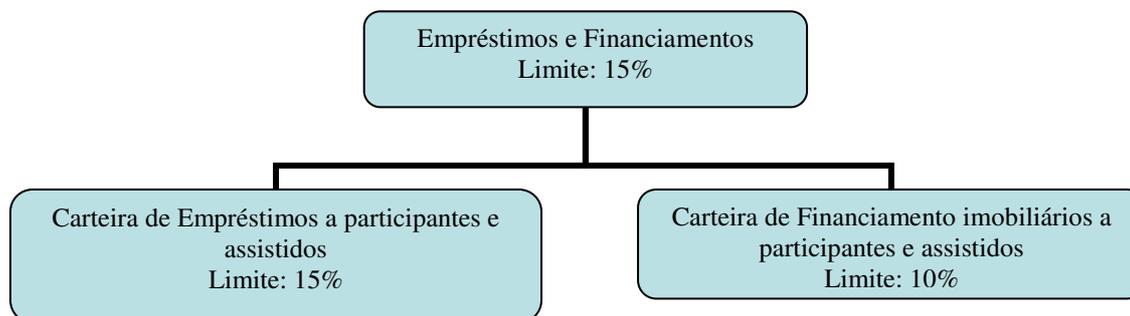
Investimentos em quotas de fundo de investimento imobiliário.

### 2.2.3.4 Carteira de Outros Investimentos

Inversões em imóveis de uso próprio, imóveis recebidos em dação em pagamento ou como produto da execução de dívidas ou garantias, terrenos e outros imóveis não classificados nas carteiras referidas anteriormente.

## 2.2.4 Segmento de Empréstimos e Financiamentos

**Quadro 10- Limites estabelecidos para o Segmento de Imóveis**



### 2.2.4.1 Carteira de Empréstimos a participantes e assistidos

Operações de empréstimos realizadas entre as entidades fechadas de previdência complementar e seus participantes e assistidos

### 2.2.4.2 Carteira de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos

Operações de financiamento imobiliário realizadas entre as entidades fechadas de previdência complementar e seus participantes e assistidos.

## 2.3 RESTRIÇÕES FINANCEIRAS PARA OS FUNDOS DE PENSÃO DA EUROPA<sup>9</sup>

Os Fundos de Pensão são uma potência financeira de aproximadamente 10 trilhões de dólares. Os gestores dos maiores fundos parecem poder, ao seu desejo, mudar dirigentes de grandes empresas e gerar impactos significativos em alguns países emergentes. Devemos salientar que qualquer alteração nas restrições descritas abaixo tem o poder de levar o câmbio de um país a sofrer uma variação abrupta.

<sup>9</sup> Fonte: Boulier & Dupré (2003)

**Tabela 3– Restrições para os Fundos de Pensão da Europa e EUA**

<b>País</b>	<b>Legislação Vigente</b>
Dinamarca	40% no máximo em aplicações ditas “de risco” (ações dinamarquesas e estrangeiras).
Alemanha	Máximo: 30% em ações européias, 6% em ações não européias, 5% em títulos de renda fixa não europeus e 25% em imóveis
Bélgica	Máximo: 5% de títulos de renda fixa ou ações da mesma empresa (15% para a empresa patrocinadora do fundo), 40% em imóveis e empréstimos para financiamento de imóveis, 10% em ativos com liquidez de menos de um mês.
Portugal	Máximo: 40% em ações e bônus estrangeiros, 50% em imóveis e empréstimos para financiamento de imóveis.
Espanha	Nenhuma
Holanda	5% na empresa patrocinadora
Inglaterra	Nenhuma
EUA	Nenhuma
Irlanda	Nenhuma

A legislação de alguns países europeus impõem limitações no que os fundos de pensão podem investir. Alguns reguladores têm uma variedade de pontos quantitativos rígidos que regulam os investimentos dos fundos de pensão. Conforme descrito abaixo:

- ✓ As regras impõem um investimento mínimo em títulos do governo ou em projetos importantes para o governo, por exemplo, até a pouco tempo atrás havia uma obrigatoriedade na França de que no mínimo 50% dos investimentos do fundo de pensão deveriam estar ligados ao governo;
- ✓ Regras que limitam recursos com retornos relativamente temporários tais como investimentos estrangeiros, economias emergentes e ações. Na Alemanha há um limite de 30% em ações de companhias européias; e,
- ✓ Algumas outras regras procuram reduzir a um mínimo insignificante a extensão do risco que os fundos de pensão são expostos no evento de insolvência da patrocinadora. Pois, no caso da patrocinadora ‘quebrar’ o empregado além de perder o emprego perde também sua pensão, casos como o da Enron tornaram esta lição mais evidente.

Conforme podemos concluir, através de uma comparação das restrições das legislações para os Fundos de Pensão brasileiros e os Fundos de Pensão da Europa, as legislações são completamente discrepantes. Enquanto os Fundos de Pensão brasileiros têm muitas restrições, os Fundos de Pensão Europeus não têm quase restrições quanto a limites de investimentos por segmento, e em países considerados pouco liberais na Europa vemos que as restrições são infinitamente menores que as nossas.

As principais restrições que os Fundos de Pensão Europeus e norte-americanos são advindas de suas Políticas de Investimentos, as quais os participantes têm voz ativa.

## **CAPÍTULO 3 A LEGISLAÇÃO PARA RISCO DE CRÉDITO NOS FUNDOS DE PENSÃO**

Em 1999, a Comissão Europeia publicou um estudo chamado *Rebuilding Pensions* que teve como objetivo definir as melhores práticas para os fundo de pensão. O estudo privilegia a chamada regra do homem prudente em detrimento á regra quantitativa, que não significa a não existência de regras mas a garantia de que a qualquer momento a carteira de investimentos é segura, rentável, diversifica e líquida.

Neste contexto, o órgão supervisor deve ter uma abordagem qualitativa que permita a cada fundo de pensão alcançar o equilíbrio mais apropriado entre segurança e atratividade, em lugar de aplicar um conjunto rígido de regras.

Diante do supracitado, abordaremos abaixo alguns pontos relativos a regra quantitativa imposta pela legislação brasileira que gera perda de rentabilidade e sérias distorções.

### **3.1 PERDAS NOS INVESTIMENTOS EM DECORRÊNCIA DAS RESTRIÇÕES**

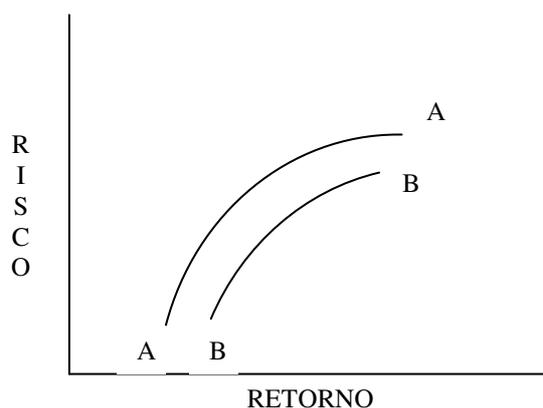
Markowitz estudou a seleção de carteiras em um plano retorno *versus* risco. Suas grandes contribuições foram ter percebido que o risco de uma carteira não é a soma dos riscos dos ativos que a compõe e especificado um bom critério para a escolha de carteiras. Usando conceitos estatísticos, Markowitz elaborou um procedimento analítico que envolve a combinação de ativos correlacionados no sentido de formar *portfolios* eficientes.

Para um dado nível de retorno esperado é associado uma carteira com o menor risco possível ou para um dado nível de risco, ele escolherá a carteira com maior retorno esperado. O conjunto de pontos que para cada nível de risco é associado um retorno máximo forma a fronteira eficiente.

Partindo da premissa de racionalidade econômica do investidor e em condições de plena liberdade de aplicações, a participação de alguns ativos pode na composição de uma carteira ser significativa e de outros ativos nem existir. Em um segmento da economia onde a regulamentação é altamente restritiva as oportunidades de investimentos diminuem, o que leva a fronteira eficiente a se deslocar para direita e para baixo. Nestas condições, por definição, as carteiras situadas abaixo da fronteira eficiente não regulada são

ineficientes, no sentido que, para um dado nível de retorno, existe uma carteira com um risco menor ou que, para um dado nível de risco existe uma carteira com um retorno maior. Verificamos isto, através do gráfico abaixo, onde AA representa a fronteira eficiente sem restrições e BB representa a fronteira eficiente com restrições.

**Gráfico 1 - Fronteira Eficiente**



As regras quantitativas impostas pela legislação brasileira movem drasticamente a fronteira eficiente dos fundos de pensão para a direita e para baixo no espaço risco-retorno. A carteira desses investidores está localizada abaixo da fronteira eficiente não sujeita à regulamentação. Entretanto, além de existir um custo de ineficiência em decorrência da regulamentação, existe também uma ineficiência em decorrência da administração pouco eficiente. Contador & Costa elaboraram um estudo onde verificaram que no período analisado a perda em decorrência da administração dos fundos de pensão é de 0,88% a.a contra 1,11% a.a. em decorrência de regulamentação<sup>10</sup>. Porém, devemos salientar que esta análise de ineficiência da administração é severa na medida em que os fundos de pensão tomam suas decisões *ex-ante* e a análise da carteira é feita em um momento *ex-post*. Neste sentido concluímos que o custo da regulamentação é muito superior ao custo de ineficiência da administração.

Diante deste cenário, há um descontentamento com a atual estrutura de investimentos por não haver nenhuma contribuição real à segurança dos investimentos. A contribuição que a regulamentação quantitativa altamente restritiva de investimentos trás para segurança dos benefícios é, no mínimo, duvidosa.

<sup>10</sup> Contador & Costa - Neste estudo as restrições para os investimentos dos fundos de pensão teve como base a Resolução CMN 2.324/96 a qual nos permitimos dizer que era menos restritiva que a atual legislação.

Estudos realizados verificaram que as regras de investimento que são muito restritivas são incompatíveis com técnicas modernas de gerenciamento de *portfolio* levando a limitar desnecessariamente o desempenho dos fundos de pensão.

Os efeitos causados por regras quantitativas de alguns países da Europa, muito mais amenas que as verificadas na legislação brasileira, também têm conseqüências significativas na rentabilidade dos fundos de pensão desses países.

Verificamos que em países onde os fundos de pensão podem decidir a alocação de recursos obtiveram retornos até duas vezes maiores que em países onde há restrições. Entre 1984 e 1998, os fundos de pensão que não têm limitações obtiveram, na média, um retorno real de 11%. Os fundos de pensão dinamarqueses, que têm restrições, tiveram um retorno real de somente 6,15%.

**Tabela 4 - Tabela da média anual do retorno real em moeda corrente local (1984-1998)**

Legislação do Homem Prudente		Legislação Quantitativa	
Irlanda	13%	Alemanha	7%
Estados Unidos da América	11%	Dinamarca	6%
Inglaterra	10%		
Bélgica	10%		
<b>Média</b>	<b>11%</b>	<b>Média</b>	<b>6,5%</b>

Como conseqüência, as patrocinadoras e os participantes em um país muito regulado recebem uma taxa de retorno muito mais baixa do que aqueles que têm a sua regulamentação bem mais liberal. Tipicamente, estas limitações resultam em maiores contribuições e menores benefícios e podem ter um efeito prejudicial na atratividade dos empregadores em estarem financiando fundos de pensão. A diversificação inadequada em decorrência das restrições do investimento pode também aumentar o risco desnecessariamente.

### **3.2 RISCOS IGUAIS COM LIMITES DIFERENTES-RF**

Supondo que uma Empresa XYZ deseja emitir dívida para financiar um projeto com o qual irá aumentar a sua participação no segmento no qual ela atua. Dado que a empresa deseja dar algumas garantias para a operação, ela pode estruturar diversos produtos: Cédula de Crédito Bancário (CCB), Debênture simples não conversíveis em ações ou Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC).

Principais Pontos da operação:

- A Empresa irá disponibilizar direitos creditórios performados à estrutura;
- Coobrigação da Empresa XYZ, de forma irrevogável e irreatável, pelo pagamento dos Direitos Creditórios cedidos à operação (no caso de um FIDC);
- Todos os sacados da estrutura têm uma elevada qualidade de crédito; e,
- No caso do montante recebido ser menor que o valor mensal devido, a empresa XYZ se compromete a quitar a diferença entre o montante recebido e o montante devido.

Dada a estrutura descrita sucintamente acima, a restrição quanto ao volume máximo que um fundo de pensão pode adquirir da operação está relacionado com as restrições da Resolução 3.121, conforme descrito abaixo:

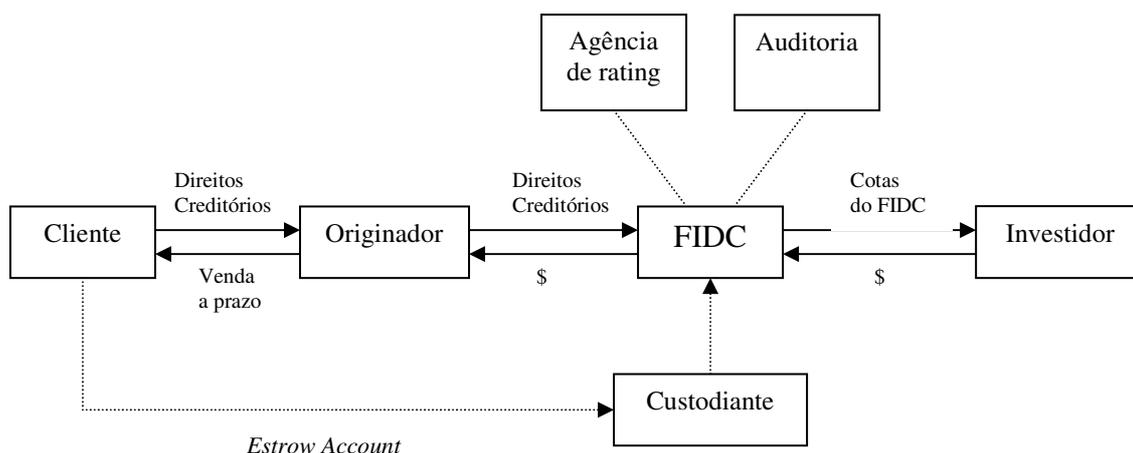
#### **3.2.1 Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios**

Os Fundos de Investimento em Diretos Creditórios (FIDCs) são regulamentados pela Instrução CVM 356/01, com nova redação dada pela Instrução CVM 393/03. A regulamentação define direitos creditórios como sendo títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas no segmento financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Para ser enquadrado como um FIDC o fundo deve ter aplicações em direitos creditórios superiores a 50% do Patrimônio Líquido do Fundo.

Os FIDCs podem ser abertos ou fechados. Em um fundo aberto, os cotistas podem efetuar resgates a qualquer momento, desde que respeitadas as condições estabelecidas no regulamento do fundo. Em um fundo fechado, as cotas somente são

resgatáveis por ocasião de encerramento do fundo, conforme prazos e condições previamente estabelecidos, ou ainda por ocasião de sua liquidação antecipada. A estrutura básica de um FIDC pode ser descrita através do gráfico abaixo.

**Gráfico 2 - Estrutura de um FIDC**



De acordo com a Resolução 3121 no seu Art. 10, incluem-se na carteira de renda fixa de baixo risco de crédito: “... As quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as quotas de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios considerados, pela entidade, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, como de baixo risco de crédito”.

Para fins de limites que trata a Resolução 3121, o seu Art. 17, inciso III estabelece que: “... No caso dos investimentos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em quotas de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, o total das aplicações em um mesmo fundo de investimento não pode exceder 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo”.

### 3.2.2 Debêntures não conversíveis em ações

As debêntures são valores mobiliários representativos de uma fração de um empréstimo contraído pela companhia emissora. Elas rendem juros, prêmios e outros rendimentos fixos ou variáveis, sendo todas as características definidas na escritura de

emissão. As taxas de juros e demais remunerações podem ser fixas ou oscilar conforme o mercado financeiro, guardando correlação com as taxas de captação de bancos.

De acordo com a Resolução 3121 no seu Art. 10, incluem-se na carteira de renda fixa de baixo risco de crédito: “... as debêntures, as cédulas de crédito bancário, as cédulas de crédito imobiliário, os certificados de recebíveis imobiliários, os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços que atendam as condições estabelecidas na Resolução 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e os demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de sociedades anônimas, inclusive as de objeto exclusivo, cuja distribuição tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários, considerados pela entidade, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, como de baixo risco de crédito”.

O Art. 48 da Resolução 3.121 estabelece que o total das aplicações em valores mobiliários de uma mesma série, exceto ações, bônus de subscrição de ações, recibo de subscrição de ações de uma empresa, certificado de recebíveis imobiliários e debêntures de emissão de uma SPE, não pode exceder 25% da série.

### **3.2.3 Cédula de Crédito Bancário**

A criação da Cédula de Crédito Bancário, regulamentada através da Lei nº 10.931, é iniciativa que teve o propósito de desonerar as operações de crédito, através de um instrumento forte, cercado de credibilidade e que fixe de forma clara e objetiva as obrigações e os direitos das partes: do tomador e do credor.

A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.

A CCB poderá ser emitida, com ou sem garantia, real ou fidejussória, cedularmente constituída. Ela é um título executivo extrajudicial e representa dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível, seja pela soma nela indicada, seja pelo saldo devedor demonstrado em planilha de cálculo, ou nos extratos da conta corrente.

No caso da CCB conter garantia real, a garantia pode ser constituída por bem patrimonial de qualquer espécie disponível e alienável, móvel ou imóvel, material ou

imaterial, presente ou futuro, fungível ou infungível, consumível ou não, cuja titularidade pertença ao próprio emitente ou a terceiro garantidor da obrigação principal.

As instituições financeiras, nas condições estabelecidas pelo CMN, podem emitir Certificados representativos das Cédulas de Crédito Bancário por elas mantidas em depósito. A instituição financeira responde pela origem e autenticidade das Cédulas de Crédito Bancário depositadas.

Emitido o certificado, as Cédulas de Crédito Bancário e as importâncias recebidas pela instituição financeira a título de pagamento do principal e de encargos não poderão ser objeto de penhora, arresto, seqüestro, busca e apreensão, ou qualquer outro embaraço que impeça a entrega ao titular do certificado, mas este poderá ser objeto de penhor, ou de qualquer medida cautelar por obrigação do seu titular.

De acordo com a Resolução CMN 3.121 no seu Art. 10, incluem-se na carteira de renda fixa de baixo risco de crédito: “... as debêntures, as cédulas de crédito bancário, as cédulas de crédito imobiliário, os certificados de recebíveis imobiliários, os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços que atendam às condições estabelecidas na Resolução 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e os demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de sociedades anônimas, inclusive as de objeto exclusivo, cuja distribuição tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários, considerados pela entidade, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, como de baixo risco de crédito”.

A Resolução CMN 3.121 não tem outras restrições para a compra de CCBs ou CCCBs. Entendemos, assim, que um fundo de pensão pode comprar o montante total (100%) de uma emissão de CCBs ou CCCBs, dados os limites supracitados.

**Tabela 5- Resumo de Limites**

	Segmento	Carteira	Limite da Emissão / Série
FIDC	Renda Fixa	Baixo Risco	25%
Debênture	Renda Fixa	Baixo Risco	25%
CCB	Renda Fixa	Baixo Risco	100%

### **3.3 RISCOS IGUAL COM LIMITES DIFERENTES - RV**

Dando continuidade ao exemplo anterior, supomos que a empresa XYZ resolva emitir uma debênture via uma Sociedade de Propósito Específico (SPE).

A emissão é feita através de uma operação estruturada, na qual foi criada uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), a SPC XYZ. A SPE XYZ tem como propósito único adquirir direitos creditórios da Empresa XYZ. O Fluxo dos direitos creditórios terá coobrigação da empresa XYZ e servirá de lastro da emissão de debêntures.

**Tabela 6- Outros Limites**

	Segmento	Carteira	Limite da Emissão
Debênture	Renda Variável	Participações	100%

Podemos verificar através das tabelas 5 e 6, onde que o risco de crédito é o mesmo, que a diferença das operações é basicamente o veículo pelo qual ela está sendo colocada no mercado. Dar pesos diferenciados para operações que têm o mesmo risco de crédito pode gerar distorções em termos de taxa e valores a serem praticados pelo mercado financeiro, principalmente quando estamos analisando Fundos de Pensão que têm em conjunto uma poupança que representa aproximadamente 16% do PIB Brasileiro.

### **3.4 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS x FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS**

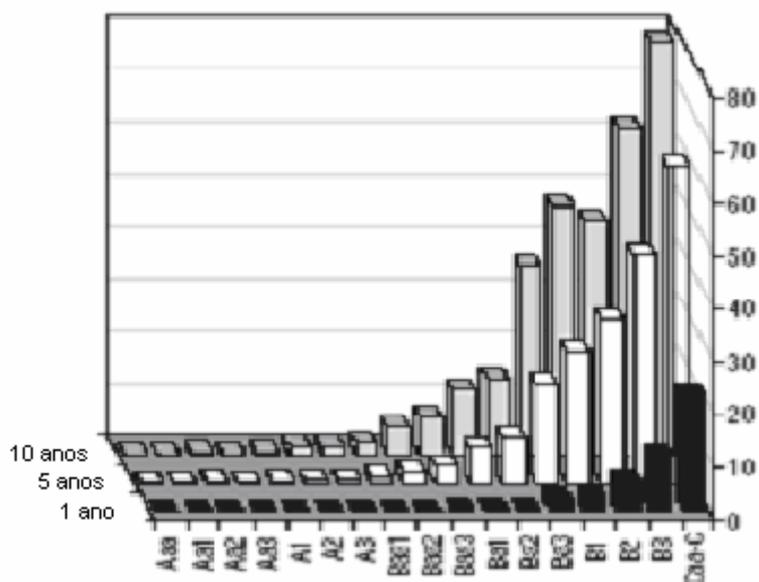
Supondo que há um Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) que está sendo oferecido pelo mercado e é de interesse do Fundo de Pensão ABC. De acordo com a legislação, se o Fundo de Pensão decidir comprar o CRI diretamente poderá adquirir 100% do montante. Entretanto, se ele desejar entrar na operação via um FIDC o limite será de 25% pois, como já vimos anteriormente, o limite para a aquisição de um FIDC é de 25% do patrimônio líquido do fundo.

### **3.5 RISCO EM RELAÇÃO AO PRAZO DA OPERAÇÃO**

Um problema verificado é o risco de inadimplência ao longo do tempo. O risco de um emissor ou emissão varia ao longo do tempo. Portanto, o risco associado a um título com uma classificação de AAA e um vencimento de 2 anos não é o mesmo que um título

com uma classificação de AAA com um vencimento de 10 anos. Isto pode ser verificado através da matriz de transição e o gráfico de evolução de *default* ao longo do tempo elaboradas pela Moody's.

**Gráfico 3 – Evolução de *default* ao longo do tempo<sup>11</sup>**



**Tabela 7 – Evolução de *default* ao longo do tempo<sup>12</sup>**

(Base história – 1982-2004)

<b>Rating \ Anos</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Aaa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Aa	0,00	0,00	0,03	0,07	0,12
A	0,01	0,05	0,14	0,23	0,32
Baa	0,13	0,37	0,59	0,99	1,35
Ba	0,77	2,10	3,76	5,28	6,91
B	3,58	8,14	12,17	15,61	19,51
Caa-C	14,18	23,79	32,30	31,58	53,06

Com o exposto acima, podemos verificar que a legislação é falha por não levar em conta o risco associado a prazo do ativo. Deste modo, uma carteira pode ser formada por títulos de altíssima qualidade creditória e, devido ao seu prazo de duração, ser mais arriscada do que uma carteira com uma qualidade creditória não tão boa.

<sup>11</sup> MOODY'S Investidor Service (2005)

<sup>12</sup> MOODY'S Investidor Service (2005)

A legislação leva somente em consideração o *rating* da operação e não a probabilidade de *default* ao longo do tempo.

### 3.6 A UTILIZAÇÃO DE UM FIDC

Conforme descrevemos anteriormente, a definição de direitos creditórios dada pela Instrução CVM 356/01, é a mais ampla possível, abrangendo todos os créditos (e títulos representativos desses créditos) originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM.

Um fundo de recebíveis, portanto, é um fundo de investimento (uma comunhão de recursos) que emprega a maior parte, ou seja, a parcela preponderante dos seus recursos (o patrimônio líquido) na aquisição de direitos creditórios. Conforme podemos verificar, através de dados disponíveis no sitio da CVM, a grande maioria dos FIDCs distribuídos no mercado são de créditos consignados em folha de pagamento e securitização de contas de luz, telefone e outros.

Neste sentido, a Resolução CMN 3.121/03 designou que os FIDCs sejam enquadrados nas carteiras de renda fixa de baixo risco ou médio e alto risco.

Para investimentos em *private equity*, o Fundo de Investimentos em Participações (FIP) é um instrumento clássico, apesar de relativamente novo, destina-se à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis por ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, além de debêntures com participação no lucro, desde que o fundo passe a influenciar, direta ou indiretamente, no processo decisório da companhia investida. A participação do fundo no processo decisório da companhia investida deve se dar via integração de seu bloco de controle ou como signatário de acordo de acionista que assegure ao fundo influência na definição da política estratégica da empresa e na gestão da companhia, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Com base na descrição do parágrafo anterior, a Resolução CMN 3.121/03 estabeleceu que os FIPs fossem enquadrados na carteira de participações no segmento de renda variável.

Entretanto, apesar do melhor instrumento para investimentos em *Private Equity* e *Mezzanine Finance* ser o FIP, alguns estruturadores têm uma outra percepção ao utilizar o FIDC como instrumento para este tipo de operação, conforme exemplificado abaixo.

No caso de um *Mezzanine Finance*, o gestor irá comprar debêntures de companhias de altíssima qualidade de crédito pré-fixada com o objetivo de garantir, no mínimo, a devolução do capital investido, onde o prazo de vencimento será o prazo do fundo. O restante do dinheiro será investido em debêntures de S.A. de capital fechado que podem ser conversíveis ou não em ações e com participação nos lucros, onde estas debêntures podem dar direitos ao administrador do fundo a participar do conselho na empresa, poder de veto a investimentos da empresa dentre outros.

De maneira análoga, podemos pensar na estruturação de um FIDC em que o investimento seja totalmente direcionado para investimentos em debêntures de SAs de capital fechado conforme descrito no parágrafo anterior, ou seja um fundo de *Private Equity*.

Entretanto, os exemplos supracitados devem ser enquadrados na instrução CVM 356/01 (que regulamenta os FIDCs) que estipula que o fundo deve investir no mínimo 50% do seu patrimônio em direitos creditórios. Com isso, é necessário fazer uma engenharia financeira de modo que o fundo não compre diretamente as debêntures e sim direitos creditórios objeto de suas securitizações.

Em suma, um investimento enquadrável no segmento de renda variável pode se alocado no segmento de renda fixa baixo risco ou médio / alto risco.

### **3.7 CERTIFICADO DE POTENCIAL ADICIONAL DE CONSTRUÇÃO**

Inclui-se na carteira de renda variável outros ativos os Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACs) negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, cuja distribuição tenha sido registrada na CVM.

Os CEPACs podem ser utilizados, por seus detentores, no pagamento da área de construção que supere os padrões estabelecidos pela legislação de uso e ocupação do solo, até o limite fixado pela lei específica que aprovar a Operação Urbana Consorciada.

Normalmente, o governo custeia seus gastos com recursos oriundos da arrecadação de impostos de toda a coletividade e na prática acabam sendo privilegiados apenas alguns segmentos privados. Um bom exemplo são obras para melhorias urbanas onde quem acaba tendo seu imóvel valorizado são os proprietários localizados na área que receberam os investimentos.

Na prática, o CEPAC resolve este problema pois é um forma de financiamento de infra-estrutura e também de pagamento de obras públicas e de áreas desapropriadas. Adquiridos os CEPACs, os mesmos ficam vinculados a um futuro projeto a ser edificado na área delimitada da operação urbana, podendo ser negociados livremente, até que se convertam em adicional de construir ou alteração de uso. Em suma, quem adquirir os CEPACs terá direito à utilização de uma determinada área para uma edificação futura.

O governo pode utilizar o CEPAC para investimentos em operações de reurbanização e em regiões cujo zoneamento tenha sido alterado. Um exemplo muito interessante é a utilização do CEPAC para um programa em áreas invadidas por favelas.

Claramente, o CEPAC é um valor mobiliário que se destina a investidores que tenham como objetivo empreendimentos imobiliários, ou seja, construtoras e incorporadoras imobiliárias (um público restrito).

Recentemente a legislação passou a permitir a compra de CEPACs entretanto veda os fundos de pensão a atuarem na qualidade de incorporadora, de forma direta ou por meio de fundos de investimento.

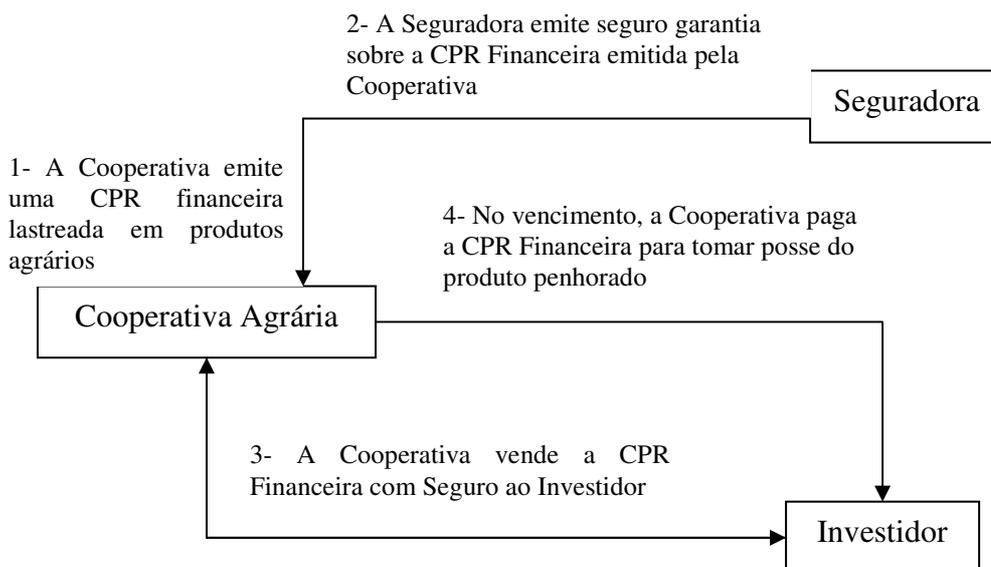
Sendo assim, o investimento em CEPACs só pode ter como objetivo a sua posterior venda em um mercado secundário que inexistente.

### **3.8 TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO**

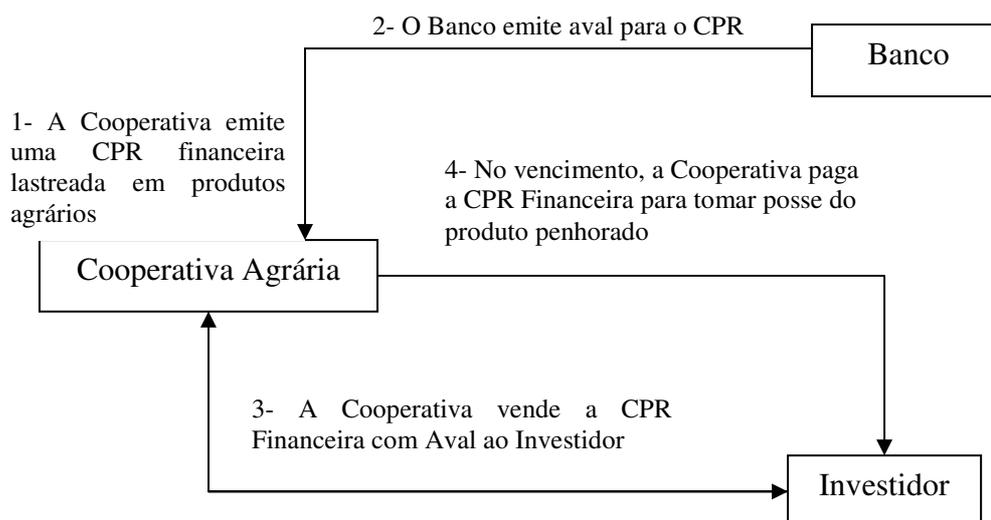
Recentemente, através de algumas alterações sofridas pela Resolução CMN 3.121/03 através da Resolução CMN 3.305 de 29 de julho de 2005, os fundos de pensão passaram a poder investir em uma variedade de títulos do agronegócio através dos seguintes títulos: Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), Cédula do Produto Rural Financeira (CPR-F) com aval de instituição financeira ou com seguro (não pode conter cláusula excludente de cobertura de quaisquer eventos), certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA) e certificados de recebíveis do agronegócio (CRA).

Segundo a Lei 11.076, as LCAs e CPR-F são títulos vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais ou suas cooperativas e terceiros, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou insumos agropecuários de maneira geral. Podemos exemplificar a estrutura das operações através dos gráficos abaixo.

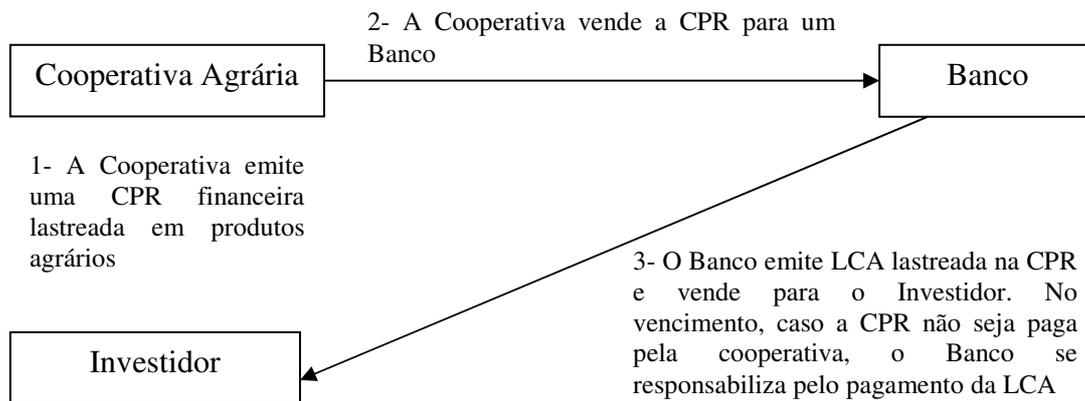
**Gráfico 4-CPR com Seguro Garantia**



**Gráfico 5 - CPR com Aval de Instituição Financeira**



**Gráfico 6- LCA com lastro em CPR**



De acordo com a legislação, as LCAs emitidas e as CPRs que tenham aval de instituição financeira considerada como baixo risco de crédito podem ser enquadradas na carteira de renda fixa de baixo risco de crédito.

Conforme podemos perceber, o órgão legislador não se preocupou com o risco propriamente dito da operação, somente com o risco da instituição financeira que está garantindo a operação.

Pode haver casos onde o risco da CPR, de maneira isolada, é muito bom enquanto o risco da instituição financeira que está emitindo a operação (no caso de uma LCA) ou dando aval (no caso de uma CPR) pode ser muito ruim. Neste caso, a operação será classificada como médio e alto risco de crédito mesmo tendo um risco de crédito bom.

Isto ocorre porque a probabilidade de *default* depende tanto do desempenho do devedor primário (cooperativa agrária) quanto de devedor secundário (instituição financeira).

A nota dada para uma operação tenderá a ser melhor que uma nota dada para a CPR isoladamente ou para a instituição financeira isoladamente, ou seja, utilizar o *rating* da instituição financeira que está dando garantia para a operação pode superestimar o risco da operação<sup>13</sup>.

Podemos descrever o problema supracitado através do teorema de Bayes onde a probabilidade de *default* que é a base para se estipular o *rating* da operação é dada da seguinte maneira:

<sup>13</sup> Moody's (2004)

$$P(A \text{ e } B) = P(A | B) \times P(B)$$

Na prática, o risco de *default* condicional variará entre dois extremos, máxima correlação (isto é  $P(A | B) = 1$ ) e independência (isto é onde  $P(A | B) = P(B)$ ).

Onde,  $P(A)$  é a probabilidade de *default* da CPR isoladamente,  $P(B)$  é a probabilidade de *default* da instituição financeira (que dá a garantia para a operação) e  $P(A|B)$  é a probabilidade de *default* de  $P(B)$  dado que o *default* de A ocorreu.

No caso de uma CPR que conte com seguro (o qual a apólice não pode ter qualquer exclusão) a regulamentação obriga a utilização do *rating* da operação, o qual leva em conta o risco da CPR e o risco da seguradora. Com isto, a mensuração do risco envolvido na operação é muito mais preciso. Ou seja, mesmo a seguradora tendo um bom *rating*, haverá a necessidade de *rating* para a operação.

### **3.9 LIMITES DE UMA MESMA PESSOA JURÍDICA**

No caso dos investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão ou coobrigação de instituição financeira ou de outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e dos depósitos de poupança, o total de emissão, coobrigação ou responsabilidade de uma mesma instituição não pode exceder a 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido da emissora, no caso de instituição considerada como de baixo risco de crédito e 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido da emissora, nos demais casos. Com isto, a legislação tentou restringir o fundo de pensão a uma exposição demasiada no risco de uma mesma instituição.

Entretanto, no caso de um banco emitir um Certificado de uma Cédula de Crédito Bancário (CCCB), por exemplo, o risco de crédito é do(s) emissor(es) da(s) Cédula(s) de Crédito Bancário que lastrei(am) a CCCB e não do banco que emitiu o CCCB. Mesmo que o banco dê *default*, a operação pode seguir sem problema algum. No caso inverso, mesmo que o banco não tenha qualquer problema, a operação pode dar *default* se a qualidade creditícia da(s) CCB(s) piorar(em) a ponto de inviabilizar o pagamento da operação.

Com isto, a legislação, mais uma vez, ao tentar mitigar a exposição dos fundos de pensão ao um determinado risco de crédito gerou uma distorção no mercado.

### 3.10 A UTILIZAÇÃO DAS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO

Em alguns países, como os Estados Unidos, o mercado de capitais tomou o lugar dos bancos como fonte primária de capital sob a forma de crédito. Neste contexto, as agências classificadoras de risco passaram a assumir uma importância significativa ao servir como base para muitos investidores. O aumento da importância das agências de *rating* foi refletido no aumento significativo de avaliações que elas emitem anualmente.

Para fazer o *rating* de crédito, cada agência usa um sistema de letras que situa o emitente ou a emissão em um sistema de letras que vai de AAA (a mais alta qualidade de crédito) até D (a mais baixa qualidade de crédito). Onde AAA significa uma capacidade de pagar juros e principal extremamente forte. Já o D significa que são obrigações que encontram-se em processo de inadimplência.

De maneira geral, quanto mais baixa é a nota maior é o risco de não pagamento de juros e principal. Em via de regra, todos os créditos analisados como BBB para cima são considerados como qualidade de investimento, enquanto créditos com nota de BB ou menos são considerados como grau de investimento especulativo. Com isto, os fundos de pensão utilizam percepções similares (em escala nacional) para a classificação de baixo risco ou médio / alto risco de crédito dos ativos da carteira de renda fixa.

#### Símbolos de *Rating* de Créditos Seniores de Longo Prazo

Tabela 8- *Rating* de grau de investimento

S&P e outras	Moody's	Interpretação
AAA	Aaa	Mais Alta qualidade
AA	Aa	Alta qualidade
A	A	Forte capacidade de pagamento
BBB	Baa	Capacidade de Pagamento adequada

**Tabela 9- Ratings de grau especulativo**

<b>S&amp;P e outras</b>	<b>Moody's</b>	<b>Interpretação</b>
BB	Ba	Provável cumprimento de obrigações
B	B	Obrigações de alto risco
CCC e CC	Caa	Vulnerabilidade presente à inadimplência
C e D	Ca	Em falência ou inadimplência

A Moody's adota modificadores numéricos 1, 2 e 3 em cada designação de classificação genérica. O modificador 1 indica que a obrigação está classificada no topo de sua categoria de classificação, o 2 na posição média e o 3 uma posição baixa na categoria.

De maneira análoga, a S&P e outras agências de *rating* utilizam os símbolos + e -, sendo que o primeiro significa o topo da categoria, sem símbolo no centro da categoria e - significa na posição mais baixa da categoria.

No Brasil, agências como a Moody's e a S&P elaboram *ratings* em escala nacional. Os *ratings* nacionais são opiniões sobre a capacidade de emissores e emissões, num país específico, para honrar seus compromissos financeiros. Os *ratings* nacionais não tratam de expectativas de perdas associadas com eventos sistêmicos que possam afetar todos os emitentes e/ou emissões.

O que os *ratings* nacionais se propõem, no entanto, é a classificação de emitentes e emissões por ordem de capacidade de crédito relativa: aqueles com as maiores classificações, espera-se que tenham menores probabilidades de inadimplência, mesmo sob cenários de stress. Desse modo, o *rating* em escala nacional em um país não é compatível com o *rating* em escala nacional em outro país e nem, tão pouco, com uma nota em escala global<sup>14</sup>.

Segundo Castro (2004), uma escala BR (escala nacional brasileira) não captura variações do ambiente macroeconômico que afetem de igual modo todos os emissores analisados, isto é, pouca gente sabe que um *rating* BR pode não variar, mesmo que o cenário macroeconômico piore (ou melhore) desde que a posição relativa desse risco não se altere em cotejo com os demais papéis.

Este método relativo de análise da probabilidade de *default* dá a agência classificadora de risco uma proteção na medida em que não leva em conta o risco

---

<sup>14</sup> O *rating* em escala nacional de um país não é comparável com o *rating* de escala nacional de outro país. Porém, os *ratings* de um mesmo país são comparáveis.

sistêmico. As agências de *rating* deixam claro que o *rating* de escala nacional não tem qualquer relação com o *rating* global.

A Moody's usa atualmente três escalas de *rating* principais para a dívida brasileira: a Escala Global para Moeda Estrangeira, a Escala Global para Moeda Local e a Escala Nacional. Cada escala serve a um propósito específico e a um tipo de investidor específico.

Para os investidores brasileiros, os *ratings* em moeda estrangeira não são relevantes, uma vez que estão comprando títulos em Real. Entretanto, a Escala Global para Moeda Local tem valor para os investidores brasileiros, como também a escala nacional em moeda local.

Um *rating* em moeda local na escala global da Moody's é a avaliação da habilidade de uma entidade em pagar uma obrigação em Real. Focaliza os fluxos de caixa futuros da entidade, mas também inclui qualquer outro risco que possa afetar sua habilidade de pagamento. Isto inclui todos os riscos sistêmicos, mesmo aqueles que podem estar além do controle do emissor (por exemplo, um congelamento de depósitos). A escala global também compara os emissores brasileiros a todos os outros emissores em todo o mundo, incluindo muitos daqueles que fazem negócios em ambientes operacionais muito mais estáveis. Como resultado desses dois fatores (riscos sistêmicos e um grupo de pares globais), há poucos emissores brasileiros no topo da escala e eles tendem a se concentrar nas categorias BBB, BB e B.

Algumas agências de *rating* não divulgam suas metodologias, diferenciação de inadimplemento e histórico de *default*, com isto os fundos de pensão acabam utilizando um instrumento que conhecem, no máximo, parcialmente.

No momento de ofertar investimento, o Banco ou o Estruturador da operação divulga e torna pública a análise de *rating*. Após o investimento, não se cria nenhuma obrigatoriedade de divulgação da análise de *rating* para o investidor. Com isto, o investidor pode perder o acesso à análise feita de agência de *rating*.

Os problemas descritos nos parágrafos anteriores surgem em decorrência da postura dos órgãos reguladores que tentam estimular uma atividade competitiva entre agência de classificação em seus mercados locais através da obrigatoriedade de um *rating*. Com isso, as empresas emitentes procuram classificações mais altas a um menor preço.

A qualidade de crédito de uma emissão, título de uma empresa, governo e etc, podem mudar ao longo do tempo. Com isso, as avaliações são submetidas a revisões que, dependendo do caso pode ser trimestral, semestral ou anual e sempre quando ocorrer algum evento que pode modificar sensivelmente a avaliação.

Conforme verificamos no capítulo anterior, os títulos privados e de Estados e Municípios devem ser classificados pelos fundos de pensão como baixo ou médio / alto risco de crédito com base em classificação feita por agência classificadora de risco autorizada a funcionar no país. Dependendo da classificação que o investimento tenha (baixo risco ou médio / alto risco de crédito) o limite de investimentos dos fundos de pensão irá variar. No caso de FIDCs o limite é de 10% dos investimentos para fundos considerados como baixo risco e de 5% para fundos considerados como alto risco de crédito.

Ou seja, o papel das agências classificadoras de risco é de enorme importância para os Fundos de Pensão, pois suas notas servem de base para se estabelecer os limites para investimentos.

**Tabela 10- Títulos e Valores Mobiliários x Ratings – Renda Fixa**

Título e Valores Mobiliários	Número de ratings	Observações / Outras restrições
CDB / RDB	1	Rating do Emissor
Títulos de Emissão de Estados e Municípios não securitizados	1	Rating do Emissor
Debêntures emitidas por uma companhia aberta ou fechadas (não estão incluídas as SPEs)	1	Rating da Emissão, Limite de 25% da série.
Cédulas de Crédito Bancário	1	Rating da Emissão
Certificado de Recebíveis Imobiliários	2	Rating da Emissão. Deve obrigatoriamente ser considerada de baixo risco
Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	1	Rating da Emissão. Limite de 25% do Patrimônio Líquido do Fundo

No segmento de Renda Variável o sub-segmento carteira de participações contempla risco de crédito. Incluem-se na carteira de participações as debêntures de emissão de Sociedades de Propósito Específico (SPE) constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos.

**Tabela 11 - Títulos e Valores Mobiliários x Ratings – Renda Variável**

Título	Número de ratings	Observações / Outras restrições
Debêntures Emitidas por uma SPE	2	Rating da Emissão. Limite de 25% do Projeto

A CVM através das Instruções nº 356/01 e nº 404/04, tornou obrigatória a emissão de classificação de risco para a emissão de FIDC e Debêntures, respectivamente.

Apesar das Instruções e Resoluções supracitadas, a CVM, o CMN, Banco Central e SPC não interferem na atuação das agências classificadoras de risco. A CVM não credencia a atuar como agências classificadoras de risco, enquanto outros serviços oferecidos são credenciados.

Como não há regulamentação nos serviços de análise de *rating*, como a CVM pode avaliar se a exigência da emissão de uma avaliação de risco de uma debênture, por exemplo, foi bem cumprida ou não? Qualquer um pode criar uma agência de *rating* e sair emitindo relatórios que serão aceitos sem qualquer restrição pela CVM.

As exigências feitas pelos órgãos reguladores para a utilização de classificações de risco, de certa maneira, tentam substituir certas exigências de divulgação e transparência. A justificativa dessas regras é que as agências de classificação têm acesso a algumas informações que não são disponíveis ao público investidor e podem ser compactadas em um símbolo de classificação que seria um bom substituto de uma abertura mais completa.

Segundo a Moody's (1997), usar a classificação para substituir a divulgação ao público é, na melhor das hipóteses, questionável e, na pior das hipóteses, pode iludir os mercados significativamente. Esses sistemas são baseados em duas premissas que são questionáveis. A primeira é que os símbolos de classificação têm sempre o mesmo significado. A segunda premissa é que as informações recebidas pelas agências classificadoras de uma empresa são sempre melhores do que as informações sob domínio público.

Durante a recessão de 1970, houve uma perda de confiança dos investidores devido ao não pagamento de alguns títulos. Depois deste evento, os emitentes precisavam mostrar aos investidores que eles tinham crédito sólido, e as avaliações eram um meio eficaz para fazer isso. Neste cenário, as agências passaram a instituir taxas sobre suas avaliações, porque já tinham grande audiência institucional.

Neste momento, gerou-se uma relação direta entre quem paga pela avaliação é o mesmo que recebe a nota. Uma instituição financeira não vai querer pagar para receber uma nota ruim e por conta disso, ter que pagar um prêmio maior na emissão dos seus títulos. Neste contexto, podemos pensar em uma possível relação entre preço e nota.

Esta questão pode ser mais perversa para as agências de *rating* nacionais que, por serem mais dependentes das análises feitas no país, estão mais sujeitas a pressões por parte do contratante.

Um outro problema verificado é a crença comum que, se uma agência classificadora emite uma classificação de “A”, tem o mesmo significado que uma classificação “A” de uma outra agência classificadora de risco qualquer. Esta é uma premissa falsa. Algumas agências fazem a sua classificação baseada na avaliação da qualidade de investimento, com ênfase tanto na probabilidade de inadimplência quanto na magnitude da possível perda associada à inadimplência. Com isto, o título pode ter uma probabilidade alta de inadimplência, mas pode obter uma classificação muito boa se algum fator singular resultar num fluxo de caixa constante e capaz de suportar a inadimplência. Algumas agências preferem utilizar apenas a probabilidade de inadimplência. Assim, um título ou valor mobiliário que tem um baixo potencial de inadimplência pode ter uma classificação baixa, mesmo que seja improvável que seus investidores percam muito dinheiro devido a um fluxo de caixa virtualmente contínuo.

Um outro ponto que dificulta substancialmente a análise relativa do risco de crédito é o fato de que as agências classificadoras de risco não fazem análises de todas as instituições financeiras, ou seja, como podemos comparar o risco de crédito do Itaú com o Prosper?

Apesar de pouco conclusiva, podemos verificar, através do quadro abaixo, que as instituições financeiras de maior porte têm, no mínimo, uma classificação feita por uma agência estrangeira. Em via de regra, as notas dadas pelas agências nacionais são melhores que as notas dadas pelas agências estrangeiras (em escala nacional). Isto pode ser facilmente verificado quando comparamos as notas dadas pela Fitch *Rating* e a Austin *Rating*, por exemplo.

**Tabela 12- Classificação de Instituições Financeiras<sup>15</sup>**

Instituições Financeiras	Austin Rating	Standard & Poor's	Fitch Rating	SR Rating	Moody's	LF Rating
Banco Bradesco	AAA		AA		Aaa	
Bradesco Seguros		AA	AA	AA+		
Banco do Brasil			AA		Aaa	
Banco Itaú		AA	AA		Aaa	
Itaú Seguros		AA				
UNIBANCO	AAA		AA-		Aaa	
Banco Santander Brasil		AA	AA			
Cruzeiro do Sul	BBB+		BB+			BBB
Banco Votorantim		AA	AA		Aa1	
Banco BMG	A+		BBB+			A+
Banco BMC	A-		BBB-			BBB
Banco Fibra	A		BBB+		Baa2	A
Cacique	A-		BBB+			A
Banco Pine	A		BBB			A-
Banco Santos	Cancelado				Caa1	
Banco Prosper	BBB					BBB
BIC						A-
BMC	A-		BBB-			BBB
Banco Alfa (Conglomerado Financeiro)	AA		A+			AA
Banco Rural			BBB		A3	
Schahin	BBB+	BB+		BBB+		BBB+

### 3.11 CARTEIRA DE EMPRÉSTIMO

As operações com empréstimos a participantes vêm crescendo significativamente nos últimos anos. Este aumento deve-se ao fato de que as operações são vantajosas tanto para o participante quanto para o fundo de pensão.

É interessante para os participantes, pois o custo do dinheiro nos empréstimos bancários é bem superior ao praticado pelos fundos de pensão. É atrativo para os fundos de pensão, pois pode ter uma boa estrutura de mitigação do risco de crédito que chega a quase zero e uma rentabilidade muito superior a qualquer outro produto de renda fixa.

Na carteira de empréstimos a legislação limita a 15% dos investimentos. A legislação não dá limites de empréstimos por participante nem margem de consignação, ou seja, cada fundação estabelece seus limites. Com isto, a carteira pode conter risco de crédito.

Entretanto, devemos ressaltar que os empréstimos são descontados diretamente da folha salarial, exceto no caso de autopatrocinados<sup>16</sup> ou autofinanciados<sup>17</sup>, diminuindo significativamente o risco de inadimplência.

<sup>15</sup> Os dados foram obtidos nos sítios das agências classificadoras de risco. As classificações das agências estrangeiras e nacionais são em escala nacional. Algumas destas agências emitem notas globais e nacionais em conjunto, porém, devido a pouca quantidade de dados, a análise comparativa torna-se extremamente precária. Os dados foram obtidos no mês de março de 2005.

<sup>16</sup> Quando o participante perde o vínculo empregatício com a patrocinadora do plano ele pode continuar a manter a condição de participante do plano através do autopatrocínio. Neste caso, o participante arcará,

Segundo Duarte & Mello (2004), no caso de empréstimos para participantes de plano de benefício de previdência complementar aberta, a entidade é obrigada a resgatar automaticamente, da reserva do participante, os valores das contraprestações não pagas e quitar o saldo devedor quando o mesmo atingir 70% do valor da reserva do participante. Ou seja, os empréstimos têm um limitador de 70% da reserva do participante.

O mesmo não ocorre neste segmento nos planos de previdência fechados. Nesta situação, pode existir claramente o risco de crédito, pois a reserva de poupança ou o saldo de conta<sup>18</sup> podem ser menores que o saldo devedor do empréstimo. Entretanto, vários fundos de pensão estipulam parâmetros que diminuem significativamente o risco de inadimplência.

Por fim, as restrições feitas pela Resolução CMN 3.121/03 não levam em consideração as mitigações que podem ser feitas, tornando-se um empecilho para este tipo de aplicação que pode ser altamente rentável e trazer benefícios para os participantes.

Os problemas acima relacionados configuram-se apenas alguns exemplos de como a legislação para o Sistema de Previdência Complementar Fechado não consegue atingir os seus objetivos.

Podemos resumir os exemplos supracitados em um problema principal que é o de tentar mitigar o risco restringindo instrumentos enquanto, de acordo com a nossa opinião, esta opção é pouco eficaz e em muito caso, traz custos elevados em termos de perda de rentabilidade e a incursão de maiores riscos para os fundos de pensão.

---

também, com as contribuições que eram feitas anteriormente pela patrocinadora. As contribuições deixarão de ser feitas através do desconto em folha para boleto bancário, assim como no caso do pagamento de empréstimos

<sup>17</sup> Idem ao item anterior. A diferença entre o autopatrocinado e o autofinanciado é de o primeiro é participante de um plano de benefícios definido e o segundo é participante de um plano de contribuição definida

<sup>18</sup> A reserva de poupança e o saldo de conta são os valores que o participante pode resgatar se desejar sair do plano de benefícios. A diferença entre os dois é que o primeiro se refere a uma participante de um plano de benefício definido e o segundo a um participante de um plano de contribuição definida.

## CAPÍTULO 4 A REGULAMENTAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO PARA BANCOS

### 4.1 O ACORDO DE BASILÉIA

Na década de 70, em um ambiente caracterizado pela presença de taxas de juros e câmbio mais voláteis, vários bancos adotaram estratégias erradas com excessiva alavancagem financeira sem uma análise de risco adequada. Diante deste cenário, foi criado o Comitê da Basiléia que era composto por presidentes dos bancos centrais dos países com compõe o G-10 com o objetivo de elaborar uma regulamentação bancária e práticas de supervisão<sup>19</sup>.

A partir deste momento, o Comitê passou então a estancar a erosão dos padrões de capital no sistema bancário e trabalhar para uma maior convergência na medição da adequação de capital das instituições financeira. Na década de oitenta, em decorrência da grande erosão de vários bancos internacionalmente ativos devido a um elevado grau de exposição à dívida de países sub-desenvolvidos que se encontravam em *default* e do crescimento de operações *off-balance*, houve uma demanda para que o Comitê de Basiléia desenvolvesse uma metodologia de padrões mínimos de adequação de capital.

Em 1988, o Comitê aprovou o documento Internacional *Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* conhecido como Acordo de Capital de Basiléia com um conjunto mínimo de diretrizes para o cálculo de adequação de capital em bancos. A exigência de requerimento mínimo de capital, calculada a partir da ponderação de risco dos ativos a serem aplicados pelas autoridades monetárias, apesar de não possuir força legal, vem sendo implementada em muitos países com banco internacionalmente ativos.

O foco do Acordo de Basiléia foi o risco de crédito, considerado como o mais relevante para o sistema bancário. O Acordo associou fatores de risco (ponderações) a exposição dentro e fora do balanço segundo uma ampla gama de categorias de risco relativo. A estrutura de pesos foi formada por apenas cinco pesos conforme quadro abaixo.

---

<sup>19</sup> Duarte & Lélis (2004)

Quadro 11 - Ponderação de risco por categoria de ativos

0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Títulos do governo central ou do banco central do país em moeda local</li> <li>✓ Títulos do governo ou bancos centrais dos países da OCDE</li> </ul>
0% a 50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Títulos de instituições do setor público</li> </ul>
20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Títulos de bancos multilaterais de desenvolvimento</li> <li>✓ Direitos de bancos incorporados na OCDE</li> <li>✓ Direitos de bancos de fora da OCDE de prazos menores que 1 ano</li> </ul>
50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Empréstimos imobiliários hipotecários</li> </ul>
100%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Títulos do setor privado</li> <li>✓ Títulos de governos fora da OCDE</li> </ul>

O Acordo estabeleceu requisitos de índice mínimo de capital, para bancos internacionalmente ativos, de 4% para o capital de primeira linha e de 8% para o capital total (primeira linha mais segunda linha), com relação aos ativos ponderados segundo seus riscos<sup>20</sup>.

Conceitua-se capital de primeira linha o capital dos acionistas somado às reservas abertas (ganhos retidos) e capital de segunda linha é formado pelas reservas, provisões para créditos duvidosos, instrumentos híbridos de capital e dívidas subordinadas.

Entre as principais reclamações sobre o acordo estava o não tratamento do risco de mercado. Em resposta, o Comitê elaborou um aditivo do acordo em 1996 que estipulou que os bancos passariam a manter capital em decorrência da suas exposições no segmento de renda variável, moeda estrangeira e títulos. Estes riscos foram divididos em dois grupos: risco de taxa de juros e ações e risco de câmbio e commodities e poderiam ser mensurados através de um esquema padronizado e modelos internos de mensuração de risco - *Var (value-at-risk)*.

Em decorrência de crescente importância das operações *off-balance* para os bancos, estas foram incluídas no Acordo de Basileia para a mensuração de capital mínimo. Devemos salientar que estas operações, apesar de não aparecerem nos balanços dos bancos, envolvem um risco associado a uma possibilidade de pagamentos futuros e, desta maneira, implicam em riscos para os bancos. Constituem-se operações desta natureza cartas de crédito, garantias a empréstimos e derivativos.

Deve ficar claro que estes índices representam padrões mínimos e que os órgãos reguladores podem definir índices mais rígidos ou aplicarem definições mais

<sup>20</sup> Comitê de Basileia

restritivas de capital, ou ponderações de risco mais rigorosas que as estabelecidas no Acordo<sup>21</sup>.

Basiléia I estabeleceu o requisito mínimo de 8% do APR, conforme descrito abaixo:

$$\frac{\text{Capital Total}}{\text{Risco de Crédito} + \text{Risco de Mercado}} = \text{Índice de Capital do Banco (mínimo de 8\%)}$$

Onde: Risco de Crédito = ponderação de risco por classe de ativo \* probabilidade de *default* e o Risco de Mercado = Var ou um modelo padronizado estabelecido pelo Banco Central.

#### **4.2 O NOVO ACORDO DE CAPITAL DE BASILÉIA (NACB)**

Diante das novas pressões de mercado e dos escândalos financeiros ocorridos nos últimos anos, tornou-se eminente à necessidade de induzir os bancos a possuírem um sistema de informação na área de risco que lhes permitisse gerir o risco eficazmente. Assim, o Banco de Compensações Internacionais, (*Bank of International Settlement*), formulou uma proposta para definir um acordo de capitais apoiado em bases que permitem que bancos e supervisores avaliem corretamente os vários riscos que o banco enfrenta.

A mensuração de capital regulamentar foi mantida em no mínimo 8%, assim como as definições de capital. As inovações dizem respeito aos riscos que não eram levados em conta no antigo acordo para o cálculo do capital mínimo. Neste contexto, além do risco de crédito e o risco de mercado, passou-se a levar em consideração o risco operacional. Quanto à mensuração do risco de crédito foram introduzidas 3 formas distintas para o seu cálculo: o método padronizado e os modelos internos básico e avançado. No tocante ao risco de mercado, a metodologia continuou a mesma, pois já incluía a possibilidade do uso de modelos internos de avaliação de risco.

A proposta da nova estrutura regulamentar mantém tanto a definição atual de Basiléia I quanto o requisito mínimo de 8% do APR. O Novo Acordo, no entanto, introduz melhorias na mensuração de risco de crédito e no risco global (cálculo do denominador) que passa a ser definido de acordo com o descrito abaixo:

---

<sup>21</sup> Idem

$$\frac{\text{Capital Total}}{\text{Risco de Crédito} + \text{Risco de Mercado} + \text{Risco Operacional}} = \text{Índice de Capital do Banco (mínimo de 8\%)}$$

O NACB, devido a sua complexidade (que supera em muito o Acordo de Basileia), está previsto para ser aplicado a partir de 2006. As principais questões estabelecidas no NACB são baseadas em três pilares, os quais foram constituídos da seguinte maneira: requerimento de capital (1º Pilar), processo de supervisão (2º Pilar) e disciplina de mercado (3º Pilar).

#### 4.2.1 O Primeiro Pilar

O primeiro pilar de Basileia II visa aumentar a sensibilidade dos requisitos mínimos de fundos próprios aos riscos de crédito e cobrir, pela primeira vez, o risco operacional. Essa nova proposta visa estabelecer uma maior diferenciação dos riscos presentes nas instituições financeiras. Os riscos operacionais passaram a requerer capital regulamentar<sup>22</sup>. Para risco de mercado permanecerão as regras estabelecidas no “Market risk amendment”. Quanto à mensuração do risco de crédito foram introduzidas 3 formas distintas para o seu cálculo: o método padronizado e os modelos internos básico e avançado.

##### 4.2.2.1 Modelo Padronizado

O modelo padronizado é bem similar ao já vigente no primeiro acordo de Basileia na medida em que os bancos devem designar suas exposições ao risco de crédito em decorrência das características dos emissores que compõem a suas posições ativas. Neste caso as ponderações são baseadas no uso de avaliações externas de risco (agências classificadoras de risco).

Pode-se verificar que a ponderação de risco, através de agências de *rating*, pode possibilitar a aproximação dos requerimentos de capital ao perfil de risco adotado pelo banco.

---

<sup>22</sup> Duarte & Lélis (2004)

Quadro 12 - Ponderação de risco a partir do modelo padrão

	0%	20%	50%	100%	150%	Sem avaliação
<b>Soberano</b>	AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BBB-		Abaixo de B	100%
<b>Bancos 1</b>		AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BBB-	Abaixo de B	100%
<b>Bancos 2</b>						
<b>&lt; 3 meses</b>		AAA / BBB-	BB+ / B-		Abaixo de B-	20%
<b>&gt; 3 meses</b>		AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BB-	Abaixo de B-	50%
<b>Corporações</b>		AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BB	Abaixo de BB-	100%
<b>Securitizações</b>		AAA / AA	A	BBB	BB	150%

Além da classificação por tipo de tomador, conforme quadro acima, o Novo Acordo de Capital de Basiléia propõe também manutenção de requerimentos de capital a partir do risco assumido com alguns instrumentos conforme descrito no quadro abaixo.

Quadro 13 - Ponderação de Risco – Outros Instrumentos

<b>Instrumentos da Carteira de Varejo<sup>23</sup></b>	75%
<b>Hipotecas de Residências</b>	35%
<b>Hipotecas de Imóveis Comerciais</b>	100%
<b>Empréstimos em atraso (&gt;90 dias)</b>	100% a 150%

No cálculo dos requerimentos mínimos de capital a serem mantidos pelos bancos em função da exposição de sua carteira ao risco de crédito, o modelo padronizado também reconhece uma gama mais ampla de instrumentos que atuam no sentido de minimizar tais riscos, entre os quais destacam-se os colaterais, garantias e derivativos de crédito.

<sup>23</sup> Incluem-se empréstimos através de cartões de crédito, empréstimos pessoais e para pequenas empresas

#### 4.2.2.2 Modelos Internos

A utilização dos modelos internos é dividida em duas versões: básica e avançada. A metodologia utilizada pelas instituições que optarem por uma destas versões deve ser aprovada pelo supervisor nacional. Ela possibilita que o banco utilize suas estimativas próprias de avaliação de risco como instrumento para o cálculo do requerimento de capital.

As ponderações de risco e as metas de capital são determinadas através da combinação de informações quantitativas providas pelos bancos e metodologias de cálculos fornecidas pelo Comitê.

O objetivo é que as funções de ponderação de risco traduzam as informações do banco em requerimentos específicos de capital. As variáveis que alimentam estas funções de ponderação são os componentes de risco, estimativas dos parâmetros de risco providas pelos bancos, ou seja, grupos de informações quantitativas que são geradas pelos bancos através de seus modelos internos ou providos pelas autoridades supervisoras. Segue abaixo os componentes de risco necessários para a implementação do modelo básico e o modelo avançado.

Quadro 14 - Informações para a implementação dos Modelos Internos

Grupos de Informações	Modelo Básico	Modelo Avançado
Probabilidade de <i>Default</i>	Provido pelo banco através de estimativas próprias	Provido pelo banco através de estimativas próprias
Perdas dado o <i>Default</i>	Valores de Supervisão estabelecidos pelo Comitê	Provido pelo banco através de estimativas próprias
Exposição ao <i>Default</i>	Valores de Supervisão estabelecidos pelo Comitê	Provido pelo banco através de estimativas próprias
Maturidade Efetiva	Valores de Supervisão estabelecidos pelo Comitê ou baseados em estimativas dos bancos	Provido pelo banco através de estimativas próprias

Probabilidade de *Default* – mede a possibilidade que o tomador de recursos entre em default em um dado período de tempo.

Perdas em função do *Default* – é a proporção da exposição ao risco que será perdida se o default ocorrer.

Exposição ao *Default* – é o montante de instrumentos que provavelmente serão retirados se o *default* ocorrer.

Maturidade Efetiva – parâmetro que mede a maturidade econômica restante da exposição ao risco de *default*.

#### **4.2.2 O Segundo Pilar**

O segundo pilar vem reforçar o processo de supervisão quanto à suficiência de montante de capital nos bancos. Ela visa uma maior proximidade entre a Diretoria Executiva dos bancos e os Supervisores Bancários.

#### **4.2.3 O Terceiro Pilar**

O terceiro pilar visa implementar uma disciplina de mercado com vista a contribuir para práticas bancárias mais saudáveis e seguras. De acordo com este último pilar, os bancos terão de divulgar mais informação sobre as fórmulas que utilizam para gestão de risco e alocação de capital. Permitindo uma maior transparência para o mercado financeiro e para a Supervisão Bancária.

Fica evidenciado, também, que o objetivo do acordo de Basiléia II não é aumentar os fundos próprios regulamentares, atualmente detidos pela globalidade do sistema financeiro, mas redistribuir os requisitos entre as instituições, premiando as que utilizem as metodologias de medição mais sensíveis ao risco (Pilar 1) e que divulguem, em detalhe, a gestão de risco e os processos de controle adotados (Pilar 3).

Acreditamos que o novo acordo de capitais irá permitir que todas as instituições, notadamente aquelas que ainda não adotam as práticas mais avançadas de cálculo de fundos próprios, passem a utilizar um conjunto de conceitos e procedimentos, que, de outra forma, estariam apenas ao alcance das instituições de maior dimensão e capacidade técnica.

### **4.3 CRÍTICAS AO NACB**

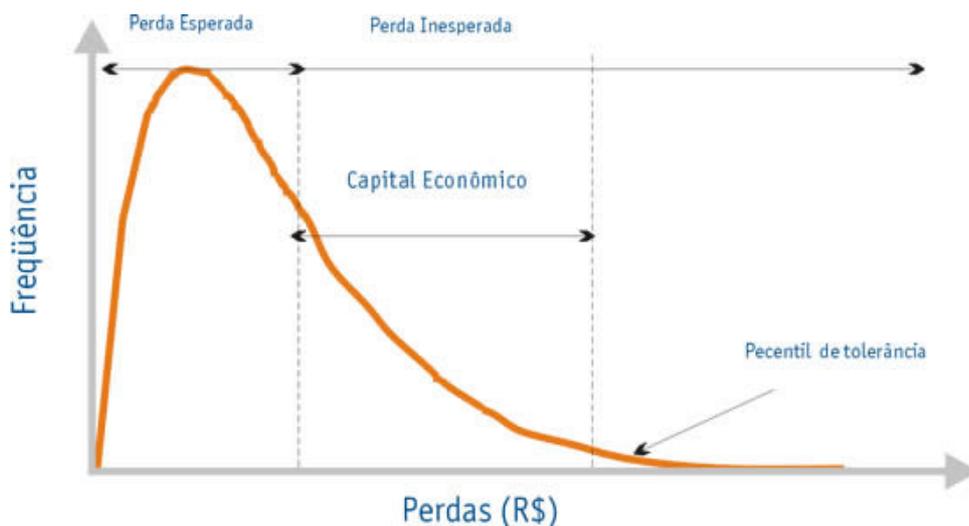
Um problema verificado no método padronizado no NACB é falta de reconhecimento do efeito da diversificação do portfólio. O método padronizado faz a soma simples das exposições individuais ao risco de crédito, ignorando o fato de que a soma dos

riscos individuais pode vir a ser muito maior do que o risco intrínseco do portfólio como um todo.

Há varias outras críticas que podem ser feitas sobre o método padronizado e principal diz respeito à divergência entre capital econômico x capital regulamentar. Duarte & Lélis (2004) citam que na ausência de um modelo regulamentar perfeito, há modelos matemáticos capazes de determinar o capital econômico de uma instituição, dentre eles, os mais populares são *Credit Risk+* e *CreditMetrics*.

O capital econômico é uma complexa função da qualidade dos clientes que compõe o portfólio, dos níveis de concentração e a estrutura de correlação entre os eventos de *default*<sup>24</sup>. O capital econômico deve ser entendido como um fator capaz de absorver perdas inesperadas, permitindo que o Banco continue operando. No gráfico abaixo podemos verificar a função de probabilidades de perdas.

**Gráfico 7 - Distribuição de Perdas, Perda Esperada e Perda Inesperada<sup>25</sup>**



Conceitua-se perda esperada como as projeções de perda que esperamos ter em uma determinada carteira de crédito.

As perdas inesperadas são valores superiores as perdas esperadas, estão diretamente ligadas às incertezas do negócio. A estimativa de perdas é feita através da mensuração de uma taxa de insolvência. Em uma situação em que o nível de significância é de 99%, o ponto de perdas inesperadas será o nível no qual a probabilidade acumulada da

<sup>24</sup> Prado (2003)

<sup>25</sup> Duarte & Lélis (2004)

distribuição atingir 99%. Isto significa que há 1% de probabilidade de perdas ocorrerem em uma magnitude maior que a taxa de solvência adotada<sup>26</sup>.

Neste sentido, a grande inovação do Novo Acordo Basileia está na previsão do método baseado em classificação interna (*Internal Ratings Based – IRB*). O objetivo deste modelo é alinhar de modo mais preciso o requerimento de capital com o valor intrínseco do risco de crédito ao qual uma instituição está exposta. Deste modo, o Comitê aponta que a orientação do método IRB é consistente com a estrutura que já vem sendo utilizada por muitos bancos, que apresentam sistemas de administração de risco de crédito bem desenvolvidos para avaliar internamente tanto o seu perfil de risco quanto a sua adequação.

O Comitê reconhece que, internamente, os bancos mensuram o risco de crédito a que estão expostos com base em avaliações das características de risco do tomador e do tipo específico de transação.

Para bancos considerados habilitados a realizar a avaliação de riscos, será facultada a utilização de modelos internos de estimação das probabilidades de *default* e a classificação das operações, nas chamadas abordagens básica e avançada de classificação interna de risco de crédito. Segundo o comitê, somente poderão fazer classificação interna de risco de crédito bancos que preencherem certos requisitos.

Schechtman, Garcia, Koyama e Parente (2004) elaboraram um estudo comparativo entre o método baseado em classificação interna (*IRB- Internal Rating Based*) do Novo Acordo de Basileia com a Regulamentação em vigor (Resoluções – 2.682 e 2.099) que tem como base Basileia I (o qual é bem semelhante ao método padronizado do novo acordo de Basileia). Eles estimaram através do modelo interno versão básica e a legislação em vigor o requerimento de capital para clientes *corporate* de 28 dos maiores conglomerados financeiros do sistema financeiro brasileiro. A análise foi feita com base nos portfólios existentes em outubro de 2001.

Na sua análise foi verificado que em 15 dos 28 bancos analisados, o método IRB requer menos capital regulamentar que as obrigações regulatórias correntes (Basileia I), ou seja, 13 das instituições analisadas teriam que aumentar o capital mínimo regulamentar para se adequarem ao modelo interno.

---

<sup>26</sup> Idem.

Outro dado importante que se chegou é que, dado o portfólio analisado, na média cada banco necessitaria de -0,52% de capital utilizando o modelo interno que utilizando requerimento atual de capital, ou seja, nada muito significativo.

Segundo Duarte & Lélis (2004), a estimativa de capital econômico encontra-se em um estágio intermediário no Brasil, ela representa um realismo maior do que o capital regulamentar por identificar, diferenciar e captar de forma mais clara e precisa os riscos presentes nas operações financeiras. Eles sugerem então, a combinação de capital econômico e capital regulamentar para determinar o capital a ser alocado em instituições financeiras. São feitas duas propostas:

- ✓ O maior valor entre o valor do somatório do risco de crédito, risco de mercado, risco operacional e risco legal calculado através do capital econômico e o capital regulamentar; e,
- ✓ De forma ainda mais conservadora, o somatório do maior valor calculado através do capital econômico e o capital regulamentar para o risco de crédito, risco de mercado, risco operacional e risco legal, calculados separadamente.

Feito estes posicionamentos, podemos verificar que a utilização do cálculo do requerimento de capital através de modelos internos é bem mais precisa do que o método padronizado. Entretanto, não podemos desqualificar e contextualizar a sua eficácia que já foi amplamente utilizada no segmento bancário com grande eficácia.

#### **4.4 A REGULAMENTAÇÃO PARA BANCOS NO BRASIL**

No Brasil, o crédito é escasso e caro devido a políticas mal concebidas, processo inflacionário e a necessidade de financiamento de déficit público o qual legou o governo a fazer um ambiente regulamentar altamente restritivo, induzindo o mercado financeiro a financiar o governo. Em decorrência destes fatores, a cultura de crédito era mantida em seu estado embrionário até a poucos anos atrás no Brasil, ficando restrita basicamente a bancos.

Neste contexto, os bancos têm aprimorado suas ferramentas para permitir uma análise cada vez mais precisa do risco de crédito envolvido nas suas operações em decorrência da difusão cada vez maior do conceito e modelos de risco de mercado e risco de crédito.

No Brasil o reflexo inicial do Acordo de Basiléia deu-se em 1994, com a publicação da Resolução CMN 2.099, que dispõem sobre as condições de acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central<sup>27</sup>.

Dando continuidade a este processo, o Banco Central estabeleceu as Resoluções CMN 2.682 e CMN 2.390 que são um marco neste processo.

#### **4.4.1 A Resolução 2.682**

A Resolução supracitada trouxe os seguintes benefícios para o SFN: bases mais estáveis para que as instituições estabelecessem parâmetros mínimos por onde balizar a classificação de risco das operações (aumento de segurança e transparência), maior clareza aos riscos de crédito existentes nos portfólios através do aumento das informações e padronização das demonstrações contábeis.

Ela estabeleceu que todas as instituições financeiras concedentes de crédito classifiquem o risco envolvido em cada uma das concessões de financiamento que fazem tanto para pessoa jurídica como para pessoa física, com base em nove classes (AA, A, B, C, D, E, F, G e H). A classificação das operações de crédito deve ser efetuada com base em critérios consistentes e verificáveis contemplado, pelo menos, os seguintes aspectos:

- Em relação ao devedor e seus garantidores, deve-se observar:
  - A situação econômico-financeira;
  - Grau de endividamento;
  - Capacidade de geração de resultados;
  - Fluxo de caixa;
  - Administração e qualidade de controles;
  - Pontualidade e atrasos nos pagamentos;
  - Contingências;

---

<sup>27</sup> Idem.

- Setor de atividade econômica;
- Limite de crédito;
- Em relação à operação:
  - Natureza e finalidade da transação;
  - Características das garantias, particularmente quanto à suficiência e liquidez; e,
  - Valor da operação.

A partir da classificação, as instituições financeiras devem fazer um provisionamento de capital compatível com o risco de crédito envolvido face aos créditos de liquidação duvidosa, não podendo ser inferior ao somatório decorrente da aplicação dos percentuais a seguir mencionados:

1. 0,5% (meio por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível A;
2. 1% (um por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível B;
3. 3% (três por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível C;
4. 10% (dez por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível D;
5. 30% (trinta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível E;
6. 50% (cinquenta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível F;
7. 70% (setenta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível G; e,
8. 100% (cem por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível H.

A classificação das operações de crédito de titularidade de pessoas físicas deve levar em conta as situações de renda e de patrimônio, bem como outras informações cadastrais do devedor.

A classificação da operação nos níveis de risco deve ser revista, no mínimo mensalmente, por ocasião dos balancetes e balanços, em função de atraso verificado no pagamento de parcela de principal ou de encargos, devendo ser observado o que segue:

1. Atraso entre 15 e 30 dias: risco nível B, no mínimo;
2. Atraso entre 31 e 60 dias: risco nível C, no mínimo;
3. Atraso entre 61 e 90 dias: risco nível D, no mínimo;
4. Atraso entre 91 e 120 dias: risco nível E, no mínimo;
5. Atraso entre 121 e 150 dias: risco nível F, no mínimo;
6. Atraso entre 151 e 180 dias: risco nível G, no mínimo;
7. Atraso superior a 180 dias: risco nível H; e,

Conforme podemos verificar a Resolução 2.682 estabeleceu uma relação clara e objetiva entre o risco da operação (através da classificação supracitada) e os percentuais de provisionamento.

Segundo Aguiar e Parente (2004), ela preconizou a obrigatoriedade de manutenção das operações renegociadas no nível de risco de uma nova operação, a renegociação já carrega evidências de que houve dificuldades de pagamento e, por conseguinte, a manutenção da provisão correspondente à situação inadimplente agrega conservadorismo às demonstrações contábeis. A regra estipula que a apropriação de eventual ganho auferido por conta da renegociação somente seja feita no momento do seu efetivo recebimento.

As Resoluções 2.682 e 2.697, esta editada em 24 de fevereiro de 2000, a qual altera a Resolução 2.682, determinaram que as instituições devem manter adequadamente documentos quanto à política e procedimentos para concessão e classificação de operações de crédito, os quais devem ficar à disposição do Banco Central e da auditoria independente.

As documentações devem evidenciar pelo menos, o tipo e os níveis de risco que se dispõe a administrar, os requerimentos mínimos exigidos para a concessão de empréstimos e o processo de autorização.

Devem ser divulgadas em nota explicativa e demonstrações financeiras informações detalhadas sobre a composição da carteira de operações de crédito, observando, no mínimo:

- Distribuição das operações segregadas por tipo de cliente e atividade econômica;
- Distribuição das operações por faixa de vencimento, os montantes de operações renegociadas lançados contra prejuízos e de operações recuperadas no exercício;
- Informações sobre a composição da carteira de operações de crédito, distribuídas nos correspondentes níveis de risco e segregando-a, ao menos, em créditos de curso normal com atraso inferior a até 15 dias e vencidos com atraso igual ou superior a 15 dias; e,
- Adicionalmente, o Banco Central exigiu das instituições financeiras que sejam demonstrados nas informações financeiras trimestrais dados mais precisos sobre a distribuição dos créditos, tais como modalidades, indexadores, faixa de valores, prazos e distribuição geográfica, além da segregação por nível de risco.

Segundo Aguiar e Parente (2004), a publicação desses dados externalizou as características consolidadas do portfólio das instituições financeiras, possibilitando para o investidor, uma maior sensibilidade dos riscos que os bancos estão incorrendo nas suas operações financeiras.

Outro ponto marcante na Resolução 2.682 foi a padronização contábil e comparabilidade. Dispondo claramente de regras claras sobre baixa de crédito como prejuízo e provisionamento, não permite que as instituições usem procedimentos distintos que não necessariamente refletiriam o risco real das carteiras.

O conjunto de inovações, proposto pela resolução, preparou o ambiente para que o investidor apurasse sua capacidade em distinguir os riscos de crédito nos portfólios

das instituições. Contudo, o supervisor precisava de ferramentas adicionais que lhe permitissem o efetivo desempenho de suas responsabilidades legais. Diagnosticou-se a necessidade de construir uma base de dados capaz de distinguir mais precisamente os riscos de crédito, de produzir informações gerenciais em tempo reduzido para ampliar o escopo e a precisão das inspeções diretas, sem dilatar o prazo de inspeção. A solução para essa demanda foi a estrutura de uma base de dados que contivesse informações sobre as operações de crédito de parcela relevante do sistema financeiro nacional.

#### **4.4.2 A Central de Risco de Crédito**

Através da Resolução CMN 2.390, de 22 de maio de 1997, o Banco Central do Brasil determinou que as instituições que prestem informações sobre clientes, objetivando a implementação do sistema Central de Risco de Crédito.

O objetivo principal foi a melhoria da supervisão por meio do aumento da capacidade de avaliação da carteira de crédito das instituições, permitindo a detecção e prevenção peremptória de crises bancárias sistêmicas ou isoladas.

A Central de Risco de Crédito é um banco de dados alimentado por arquivos enviados mensalmente pelas instituições financeiras, retratando suas carteiras de crédito. Devem ser informadas todas as operações de crédito de clientes com exposição consolidada na instituição acima de R\$ 5 mil, detalhadas por créditos ativos, créditos baixados como prejuízo e coobrigações (avais e fincas prestados pelas instituições financeiras) e desagregadas pelas 9 diferentes classificações de risco previstas na Resolução 2.682<sup>28</sup> de dezembro 1999.

Com base nessas informações, a supervisão bancária pode identificar com maior precisão as instituições financeiras com problemas de crédito e que requeiram um monitoramento especial, com isto seus objetivos são atingidos com maior facilidade e agilidade.

Segundo Aguiar e Parente (2004), A Central de Risco em vigor contribui de forma relevante para os trabalhos da supervisão, sendo hoje o principal instrumento para a avaliação do risco de crédito das instituições e do SFN. Entretanto, ao longo do tempo, as

---

<sup>28</sup> Conforme verificamos anteriormente esta resolução estabeleceu regras claras e precisas para a classificação e provisionamento das operações de crédito

necessidades de informação dos supervisores bancários evoluíram. Apesar de permanecer ainda hoje o interesse da supervisão no conhecimento da situação de endividamento de um devedor em particular, principalmente de grandes devedores que representam risco para as instituições financeiras, crescem as demandas pela utilização do sistema como ferramenta para o reconhecimento da situação global de risco das instituições.

Em suma, a Central de Risco de Crédito está atingindo os seus objetivos de servir como uma ferramenta fundamental para ajudar o Banco Central a identificar de maneira rápida e eficaz problemas com instituições bancárias. Além disso, o sistema auxilia as instituições financeiras na gestão de suas carteiras de crédito.

#### **4.5 RISCOS INERENTES AO SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR**

O principal objetivo em um fundo de pensão é fazer frente aos benefícios dos participantes, em especial, na época da aposentadoria. Em suma, otimizar os investimentos, constituídos através das contribuições dos participantes e patrocinadoras, de modo que os recursos possam ser suficientes para cobrir os benefícios.

Com este intuito, o fundo de pensão deve estabelecer uma política de investimentos que almeje expressivas rentabilidades e ao mesmo tempo seja criteriosa quanto aos riscos a serem incorridos. Na implementação de suas estratégias de investimentos, um fundo de pensão está exposto a diversos riscos, dentre os quais o risco de crédito e de mercado que vem tendo um grande destaque nos últimos anos no setor bancário.

De acordo com DUARTE (2003), o conceito de risco pode ser definido como uma medida da incerteza associada aos retornos esperados de investimentos. O risco é um conceito “multidimensional” que cobre quatro grandes grupos: risco de mercado, risco operacional, risco de crédito e risco legal.

Risco de Fraude (Operacional) – Em função do volume e a diversidade dos investimentos, os quais são de longo prazo e muitas vezes não têm muita liquidez no mercado para avaliação de divergência quanto aos valores justos, as operações realizadas pelos fundos de pensão estão sujeitas a atos ilícitos.

Risco Atuarial (Operacional / Mercado) – A fundação, caso não tenha uma boa base de dados cadastrais dos participantes e um bom regulamento de seu plano, está sujeita

a uma subdimensionação ou a uma superdimensionação das suas provisões das reservas técnicas. As reservas matemáticas podem sofrer desvios em decorrência de alterações, quando comparamos com o previsto, no crescimento salarial, na longevidade da massa de participantes, na legislação e na taxa de juros atuarial adotado no plano. O risco atuarial pode ser tratado por meio do ALM, através das projeções dos fluxos de pagamentos (ex. aposentadorias) e o fluxo de recebimentos.

Risco Operacional - É reconhecido mundialmente como o segundo grande risco presente em instituições financeiras (ficando atrás somente do risco de crédito). Ele pode ser definido como a estimativa de perdas diretas ou indiretas, resultante de processos internos, falhas de pessoas, sistemas inadequados e eventos externos (Novo Acordo de Basiléia). De acordo com Lutosa & Silva (2003), o risco operacional pode ser tratado pela formalização de procedimentos e do acompanhamento do processo decisório por meio de dispositivos regulamentares internos à EFPC (como manuais de investimentos, adoção de código de conduta e ética e outros).

Risco Legal / Fiscal (Legal)– A Fundação deve cumprir uma série de normas cuja inobservância pode gerar advertências, multas e até a intervenção pela Secretária de Previdência Complementar. Outros riscos legais são oriundos de reclamações na Justiça feitas pelos participantes.

Risco de Imagem – Hoje, como a possibilidade do multipatriocínio e a criação planos por instituidores, o risco de imagem tem que ser muito bem mitigado pois pode trazer conseqüências séria para a Fundação pois pode gerar desconfiança dos participantes e dificultar a possibilidade de administrar novos planos constituídos por instituidores, por exemplo. Ele pode ser definido como o risco da perda de credibilidade por deficiências passadas ou presentes, ou pela crença, indevida ou não, por parte do mercado, credores ou organismos supervisores, de que a organização não será capaz de cumprir acordos, ou não é confiável nas informações fornecidas.

Risco de Liquidez –As Fundações, devido à característica do seu Passivo Atuarial de seus planos tendem a fazer investimentos de longo prazo e quando os planos chegam a sua Maturidade<sup>29</sup> começam a ter que se desfazer destes ativos e é neste momento que o risco de liquidez, se não for bem analisado e dimensionado, pode gerar grandes perdas para o plano. A noção de risco de liquidez pode ser interpretada como o “prêmio”

---

<sup>29</sup> A Maturidade ocorre no momento em que as Despesas Previdenciais passam a superar as Receitas Previdenciais

que se paga para que se tenha execução imediata das ordens de negócio. Este prêmio é uma função de diversas variáveis, dentre elas podemos destacar a característica do ativo, a sua volatilidade, quantidade a ser negociada e a profundidade do mercado. A Resolução n. ° 2804/00 do Banco Central define risco de liquidez como “a ocorrência de desequilíbrio entre ativos negociáveis e passivos exigíveis – descasamento entre pagamentos e recebimentos – que possam afetar a capacidade de pagamento da instituição, levando-se em consideração as diferentes moedas e prazos de liquidação de seus direitos e obrigações”. A Carteira de Investimentos dos fundos de pensão englobam normalmente ativos de pouca liquidez como fundos de investimentos em participações, ações de empresas que não são negociadas em bolsa de valores, debêntures sem liquidez, dentre outros.

Risco de Mercado - Pode ser definido como a medida de incerteza associada aos retornos esperados de um investimento em decorrência de variações em fatores de mercado como taxa de juros, taxa de câmbio, preços de *commodities* e ações<sup>30</sup>.

Risco de Crédito - A procura por mecanismos mais eficientes de administração das operações de crédito representa um dos principais problemas enfrentados pelas instituições financeiras desde o início de suas atividades na cidade italiana de Florença há mais de 700 anos<sup>31</sup>.

Existe um grande número de definições para o termo crédito ou operação de crédito, contudo é importante conhecer seu sentido etimológico. A palavra crédito vem do latim *creditu*, significando eu acredito ou confio. A confiança não representa uma atividade unilateral, ocorrendo tanto por parte do vendedor, que acredita na capacidade ou desejo do comprador de honrar os compromissos assumidos, como do adquirente em acreditar na qualidade do produto comprado.

Quando acontece uma concessão de recursos, a instituição credora passa a possuir o chamado risco de crédito. Este risco pode ser definido como sendo a possibilidade da contraparte não cumprir as obrigações monetárias contratuais relativas às transações financeiras. Esse não cumprimento das obrigações contratuais é chamado de inadimplência<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Duarte (2003)

<sup>31</sup> CAQUETTE, ALTMAN E NARAYANAN (1998)

<sup>32</sup> Jorion (1997)

Toda operação de crédito apresenta inadimplência esperada. Entretanto, o risco de crédito pode ser mais bem definido como a perda inesperada decorrente de erro no processo de avaliação da probabilidade de inadimplência do agente contratante do negócio. De acordo com DUARTE (2003), risco de crédito tem como definição uma medida das possíveis perdas em uma instituição caso uma contraparte em um contrato, ou um emissor de dívida, tenha alterado sua capacidade de honrar suas obrigações – por *default* ou degradação de sua qualidade creditícia.

#### **4.6 FUNDOS DE PENSÃO E OS TRÊS PILARES DO NOVO ACORDO DE CAPITAL DE BASILÉIA**

Conforme verificamos no decorrer deste capítulo, o Novo Acordo de Capital de Basileia tem como objetivo principal estabelecer diretrizes para disciplinar o sistema bancário e, desse modo, mitigar possíveis crises no setor. Com este intuito estabeleceu-se parâmetros para a limitação da exposição a risco de crédito, mercado e operacional. Riscos estes que estão claramente presentes no segmento de previdência complementar fechado. Com isso, nesta parte do nosso trabalho estamos fazendo uma analogia com os três pilares do Novo Acordo de Capital de Basileia e a legislação para fundos de pensão.

##### **4.6.1 Fundos de Pensão e o Primeiro Pilar**

Conforme verificamos anteriormente, o primeiro pilar estabelece propostas para aumentar a sensibilidade dos requisitos mínimos de fundos próprios aos riscos de crédito e cobrir, pela primeira vez, o risco operacional.

O risco operacional é considerado por muitos o risco mais difícil de se mensurar. As catástrofes ocorridas com várias instituições como o Barings Bank em 1995, fizeram com que os supervisores do sistema financeiro tomassem várias medidas. No sistema de previdência complementar fechado foram tomadas as seguintes medidas que tentam minimizar o risco operacional:

- Um dos marcos do primeiro pilar é a qualificação de pessoal. Os Fundos de Pensão são obrigados a designar administrador estatutário tecnicamente qualificado, responsável, civil e criminalmente, pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos de seus planos de benefícios;

- Deve ser contratada uma ou mais pessoas jurídicas credenciadas na CVM para o exercício da atividade de custódia de valores mobiliários;
- As fundações devem incumbir uma pessoa jurídica credenciada na CVM contratada para a prestação do serviço de auditoria independente, avaliação da pertinência dos procedimentos técnicos, operacionais e controle dos investimentos;
- Inclusão de código de ética e conduta e sua ampla divulgação, inclusive para os participantes e partes relacionadas;
- Competência técnica e gerencial, compatível com a exigência legal e estatutária e com a complexidade das funções exercidas; e,
- A estrutura organizacional deve permitir o fluxo das informações entre os vários níveis de gestão e adequado nível de supervisão.

No tocante ao risco de mercado, destacamos as seguintes obrigações que os fundos de Pensão têm:

- Os órgãos estatutários devem zelar pela adequação e aderência da política de investimento, das premissas e das hipóteses atuariais dos planos de benefícios;
- Deve-se, no âmbito de cada plano de benefícios, manter sistema de controle da divergência não planejada entre o valor de uma carteira e o valor projetado para essa mesma carteira, no qual deverá ser considerada a taxa mínima atuarial; e,
- A legislação tenta mitigar a exposição no mercado acionário através da imposição de limites. Acreditamos que esta não seja a maneira mais eficaz;
- No caso do tocante ao risco de mercado, não existe uma obrigatoriedade para o cálculo do *Var*. A legislação anterior previa o cálculo do *Var*, que foi substituído pelo cálculo da divergência não planejada.

No tocante ao risco de crédito, conforme verificamos neste capítulo e no capítulo anterior, o qual descreve a legislação pertinente às restrições quanto a posições ativas em crédito, a divergência é muito grande e fazer uma analogia nos levaria a cometer um equívoco. A legislação tenta mitigar a exposição a risco de crédito através de inúmeras restrições, entretanto verificamos no capítulo anterior que seus objetivos não são alcançados.

Se fizermos uma análise histórica do desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro, poderemos verificar que as instituições financeiras estão sempre um passo à frente no desenvolvimento de ferramentas de controle dos riscos a que estão expostas quando comparadas com os fundos de pensão.

Dos 334 fundos de pensão existentes atualmente no Brasil somente 32 possuem um patrimônio superior a 1 bilhão de reais, ou seja, menos que 10%. Este número sobe para 64 quando levamos em conta os fundos de pensão com patrimônio superior a 500 milhões de reais<sup>33</sup>. Em decorrência destes números fica muito difícil um fundo de pensão investir na implementação de ferramentas de ponta para a administração e controle dos riscos a que estão expostos.

De maneira análoga a legislação dos fundos de pensão sempre se encontrou a um passo atrás da regulamentação pertinente a instituições financeira. Neste sentido, diminuir o *Gap* existente entre a regulamentação para os dois segmentos pode ser um passo a frente com uma analogia ao método padronizado no NACB. Acreditamos, que em um momento futuro, a legislação para fundos de pensão pode caminhar para o cálculo de alocação de risco de crédito com base em modelos internos.

#### **4.6.2 Fundos de Pensão e o Segundo Pilar**

O Segundo Pilar vem reforçar o processo de supervisão quanto à suficiência de montante de capital nos bancos. Ela visa uma maior proximidade entre a Diretoria Executiva dos bancos e os Supervisores Bancários. O Segundo pilar espera que as autoridades de supervisão analisem como os bancos estão avaliando suas necessidades de capital em relação a seus riscos e intervenham, quando for adequado. Fazendo uma analogia com os fundos de pensão, podemos citar apenas alguns tópicos:

- Envio do Demonstrativo Analítico de Investimentos e Enquadramento de Aplicações;
- Envio de Nota Técnica Atuarial para a Secretaria de Previdência Complementar na ocorrência de alteração ou implementação de plano de benefícios;
- A criação da Auditoria Externa de Gestão;

---

<sup>33</sup> Vide anexo I com a posição patrimonial (Dez/04) de todos os fundos de pensão brasileiros

- Informações padronizadas sobre os benefícios previstos e população abrangida nos planos de benefícios; e,
- Criação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) através da Medida Provisória 233, de dezembro de 2004 (a qual foi revogada por não ter sido votada pelo Congresso Nacional). A Previc deve ser regulamentada em um momento futuro e sendo uma autarquia com autonomia administrativa e financeira, deverá gerar uma maior aproximação com os fundos de pensão.

#### **4.6.3 Fundos de Pensão e o Terceiro Pilar**

O Terceiro Pilar, conforme já expomos anteriormente, aborda uma efetiva disciplina de mercado como alavanca para fortalecer a transparência do sistema bancário.

Ao falarmos em transparência devemos entender que o processo de divulgação de informações relevantes é de crucial importância para que os agentes do mercado financeiro tomem as suas decisões.

Em um Fundo de Pensão, a transparência deve ser dada aos participantes (ativos e assistidos) e patrocinadoras para fazerem seus devidos questionamentos e reivindicações para possíveis mudanças de estratégias.

Em suma, exigências mínimas mais eficazes de divulgação das informações são uma obrigação que os órgãos supervisores devem fazer cumprir. *Disclosure* é, portanto, um complemento à supervisão<sup>34</sup>.

A Secretaria de Previdência Complementar, através da instrução normativa SPC n.º 44, de 23 de dezembro de 2002, estabeleceu procedimentos e parâmetros para o preenchimento, envio e divulgação do Demonstrativo Analítico de Investimentos e Enquadramento das Aplicações.

Juntamente com a instrução normativa supracitada e a CGPC nº 13/04, a Resolução 3.121/03, veio a agregar mais transparência ao sistema. Os pontos positivos que merecem destaque na legislação dos fundos de pensão estão descritos abaixo:

---

<sup>34</sup> Moreira (2004)

- Elaboração e envio para os participantes da Política de Investimentos que deve ser feita em periodicidade anual. Ela deve ser baseada nas premissas e hipóteses atuariais estabelecidas para períodos de tempo determinados, de modo a propiciar uma maior eficácia no desempenho dos objetivos estabelecidos;
- Proibição de realizar operações entre planos de benefícios, exceto no caso de migração de recursos;
- Os recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas devem ser discriminados, controlados e contabilizados de forma individualizada;
- Devem ser informados os ativos que compõem o patrimônio líquido da fundação para a SPC (não há obrigatoriedade deste grau de aberto para os participantes), os participantes devem receber a composição dos investimentos por sub-segmento;
- Deverão ser informadas as despesas incorridas com taxas de administração, performance, corretagem;
- Rentabilidade de cada plano através do método de cotas (a SPC disponibilizou um modelo de cálculo de cotas);
- O Conselho Fiscal da fundação deverá se manifestar, semestralmente, sobre a aderência da gestão dos recursos e a política de investimentos. A Fundação deverá informar aos participantes e a SPC;
- Os fundos de investimentos deverão ter seus ativos abertos para serem observados os limites de enquadramento dos segmentos da Resolução 3.121 (isto não se aplica no caso do fundo representar menos que 5% dos investimentos líquidos do fundo de pensão); e,
- Quanto às estratégias e práticas de gerenciamento de risco é obrigatório o cálculo e o envio da divergência não planejada para os participantes.

## **CAPÍTULO 5 O RISCO DE CRÉDITO NOS FUNDOS DE PENSÃO UMA PROPOSTA ALTERNATIVA**

Como vimos nos capítulos anteriores, o tratamento que a supervisão bancária dá para o risco de crédito nas instituições financeiras está concentrado nas operações ativas dessas instituições, ou seja, no risco propriamente dito. Este processo está em constante aprimoramento e tem como grande marco inicial Basileia I.

No mercado de Previdência Complementar Fechada a situação é bem diferente. Conforme vimos nos capítulos anteriores, a Resolução CMN 3.121, a qual regulamenta as aplicações de recursos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, foca-se em inúmeras restrições por instrumentos e por segmento na tentativa de mitigar o risco. Neste contexto, lembrando o que já foi exposto no Capítulo 3, para um dado risco de crédito pode-se montar diversas estruturas através de diversos instrumentos disponíveis no mercado. Cada um destes instrumentos tem limitações das mais diversas possíveis gerando grandes distorções. Com isso, seu objetivo não é atingido e a legislação acaba gerando perdas consideráveis na rentabilidade dos investimentos.

Desse modo, dentro de um espírito de normas do sistema bancário onde as restrições são advindas do capital regulamentar que está baseado nas posições ativas das instituições financeiras, elaboramos uma proposta a qual se baseia no método padronizado do primeiro pilar do Novo Acordo de Capital de Basileia.

Em relação ao risco de crédito o Novo Acordo de Basileia estabelece requisitos de capital mais sensíveis aos riscos inerentes aos ativos presentes nas carteiras dos bancos. As operações são individualizadas para o cálculo da cobertura de risco de crédito dentro de cada tipo de ativo e exige-se uma parcela de capital proporcional à probabilidade de inadimplência a elas associadas.

A Abordagem padronizada manteve uma grande semelhança com Basileia I. Entretanto, o ponto crucial de diferenciação é que em cada classe de ativos – títulos soberanos, empréstimos interbancários, corporações, há diferenciação de peso de risco, conforme a classificação de risco feita por instituições externas ao banco.

## 5.1 AS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO E A NOVA PROPOSTA

Segundo Hinki (2005), a abordagem padrão pouco agrega em relação ao antigo acordo. A utilização de *ratings* externos é pouco efetiva no Brasil, dado que uma pequena quantidade de empresas que os possuem. Entretanto, para o nosso foco, a argumentação de Hinki é pouco eficaz na medida em que os segmentos e investimentos em que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar investem contam, necessariamente, com classificação de risco feita através de agência classificadora.

Entretanto, para determinar as ponderações de risco atribuídas no método padronizado é necessário que sejam estabelecidos critérios mínimos que as agências avaliadoras de risco devam seguir para servirem de base para os limites a serem seguidos pelos fundos de pensão. Dentre os pontos relacionados e que foram abordados no Novo Acordo Capital de Basiléia destacamos os seguintes:

- **Objetividade:** A metodologia para atribuir avaliação de crédito deve ser rigorosa, sistemática e estar sujeita a alguma forma de validação com base na experiência histórica;
- **Independência:** A agência de *rating* deve ser independente e não deve estar sujeita a pressões políticas ou econômicas que possam influenciar a classificação;
- **Divulgação:** Uma agência de *rating* deve divulgar as seguintes informações: suas metodologias de avaliação, incluindo a definição de inadimplemento, a perspectiva de permanência no investimento, probabilidade de mudança de nota dentre outras;
- **Recursos:** Uma agência classificadora deve ter recursos suficientes para realizar avaliação de crédito de alta qualidade

Dentre os parâmetros apresentados acima, o NACB considera importante a presença das autoridades de supervisão para estipular os critérios que devem ser cumpridos pelas agências classificadoras de risco para que possam ser reconhecidas como tais. Dentro deste processo é de suma importância que haja uma interação entre a CVM, Bacen e SPC na construção e elaboração de normas que devem ser seguidas pelas agências classificadoras de risco. Neste cenário, associações de classe, com a ABRAPP, podem ter um papel importante no processo, na medida em que estabeleça critérios que sejam

seguidos pelas agências de *rating* para que os Fundos de Pensão utilizem suas análises. Estes critérios podem ser elaborados através de uma ampla pesquisa da ABRAPP com seus associados, com isso, os critérios a serem estabelecidos terão um respaldo muito grande.

Dentre as melhorias que devem ser feitas relacionamos as que consideramos mais urgentes e necessárias para a implementação desta nova proposta:

- ✓ Regulamentação do serviço de classificação de risco de crédito. A CVM deve estabelecer padrões mínimos para que as agências possam atuar no mercado financeiro. Dentre desses padrões mínimos destacamos os seguintes:
  - Equipe técnica capacitada a fazer as análises de *rating*. De preferência, todos os analistas devem ser certificados pelo SERASA ou outra instituição a ser definida;
  - A Agência deve ter uma estrutura mínima que seja compatível com o serviço que está sendo oferecido;
  - Os relatórios elaborados pelas agências devem abordar aspectos mínimos definidos pela CVM;
- ✓ Os sistemas de classificação são baseados em uma premissa que é questionável, a de que os símbolos de classificação têm sempre o mesmo significado. Diante disto, é necessário que as agências disponibilizem as suas expectativas de inadimplência para um período de 1 ano, dado aquela nota;
- ✓ As agências de *rating* elaboram três escalas de *rating*: a Escala Global para Moeda Estrangeira, a Escala Global para Moeda Local e a Escala Nacional. Cada escala serve a um propósito específico e a um tipo de investidor específico. Deve-se divulgar de maneira clara e precisa qual a diferenciação destas escalas;
- ✓ As agências de *rating* devem adotar, implementar e ratificar, por escrito, procedimentos e metodologias para assegurar que suas opiniões sejam baseadas em uma análise completa sobre todas as informações relevantes disponíveis para a agência;
- ✓ Deve haver um *disclosure* da natureza geral das compensações financeiras com as entidades analisadas, onde a agência de *rating* relata as compensações não

relacionadas com o serviço de *rating*, tais como compensações de serviço de consultoria. A agência deve mostrar a proporção entre os pagamentos relacionados como o serviço de *rating* com o pagamento relacionado com outros serviços;

- ✓ A agência de *rating* e sua equipe não podem ter nenhum título ou derivativo que apresente conflito de interesses com a atividade de análise de *rating*;
- ✓ As agências de *rating* devem disponibilizar ao público a análise de qualquer emissão que está sendo negociada pelo mercado. A análise de um emissor deve ser disponível, no mínimo, a todos os participantes do mercado que possuem títulos ou valores mobiliários (renda fixa) do emissor;
- ✓ Qualquer rompimento de contrato de prestação de serviço de *rating* deve ser público contendo a data de cancelamento do contrato, data da última análise e o motivo pelo qual o contrato foi rescindido; e,
- ✓ As agências de classificação de risco devem se comprometer a seguir o Código de Conduta de IOSCO.

### **5.1.1 O Código de Conduta de IOSCO**

Em setembro de 2003, a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) elaborou um código de conduta para as agências classificadoras de risco de crédito. Os princípios foram elaborados para serem usados como ferramentas de órgãos reguladores, emissores e outros participantes do mercado para articular os termos e condições que as agências de *rating* devem operar e como as suas opiniões podem ser usadas pelos participantes do mercado.

Estruturalmente, o Código de IOSCO é dividido em três seções e organizados e substanciados em seus princípios:

- ✓ Qualidade e integridade no processo de *rating*;
- ✓ A agência de *rating* independente e evitando conflitos de interesse; e,
- ✓ A responsabilidade da agência de *rating* perante o público investidor e os emissores.

#### 5.1.1.1 Qualidade e integridade no processo de *rating*

- ✓ As agências de *rating* devem adotar, implementar e ratificar, por escrito, procedimentos e metodologias para assegurar que suas opiniões sejam baseadas em uma análise completa sobre todas as informações relevantes disponível para a agência;
- ✓ Suas metodologias devem ser rigorosas, sistemáticas e ter sua validação baseada em experiência histórica;
- ✓ O *rating* de crédito deve ser determinado pela agência de *rating* e não por um analista individualmente;
- ✓ O *rating* deve refletir todas as informações públicas e não públicas sabidas, as quais a agência acredite serem relevantes;
- ✓ As agências de *rating* devem manter arquivos internos que serviram de suporte das suas opiniões de crédito por um razoável período de tempo ou de acordo com a lei aplicável;
- ✓ As agências de *rating* devem verificar se têm tempo o suficiente para colocar em prática uma alta qualidade de avaliação para todos as obrigações e emissões que estão sendo analisadas;
- ✓ Quando as agências de *rating* elaboram *ratings* disponíveis para o público, elas devem publicamente anunciar uma descontinuidade da análise de um emissor ou obrigação. Esta publicação de descontinuidade da análise de *rating* deve indicar a data que o *rating* foi feito pela última vez atualizado e o fato pelo qual o *rating* não está sendo mais atualizado;
- ✓ Mediante o conhecimento que algum empregado ou entidade associada com a agência está ou tenha estado engajado em uma conduta ilegal, não técnica ou contrária ao seu código de conduta, a agência deve reportar tais informações imediatamente para o responsável do *compliance* ou o responsável da agência..

#### 5.1.1.2 A agência de *rating* independente e evitando conflitos de interesse

- ✓ As decisões devem ser independentes e livres de pressões políticas ou econômicas que surgem da sua estrutura;

- ✓ A determinação do *rating* deve ser influenciada somente por fatores relevantes para a análise do risco de crédito;
- ✓ O *rating* de crédito determinado para um emissor ou título não deve ser afetado pela existência ou potencial existência de relação de negócios entre a agência de *rating* (e seus afiliados) e os emissores (e seus afiliados) ou qualquer outra parte;
- ✓ As agências de *rating* devem separar o negócio de *rating* de crédito e análise de outro negócio das agências de *rating*, incluindo consultoria, que pode apresentar conflito de interesses;
- ✓ As agências devem adotar procedimentos e mecanismos para identificar e eliminar qualquer atual ou potencial conflito de interesse que pode influenciar as opiniões e análises;
- ✓ O *disclosure* do atual e potencial conflito de interesses deve ser completo, temporal, claro, consistente, específico e proeminente;
- ✓ Deve haver um *disclosure* da natureza geral das compensações financeiras com as entidades analisadas. A agência deve relatar as compensações não relacionadas com o serviço de *rating*, tais como compensações de serviço de consultoria. A agência deve mostrar a proporção entre os pagamentos relacionados com o serviço de *rating* com o pagamento relacionado com outros serviços;
- ✓ A agência de *rating* e sua equipe não podem ter nenhum título ou derivativo que apresente conflito de interesses com a atividade de análise de *rating*;
- ✓ O empregado da agência de *rating* não deve participar e influenciar a determinação de um *rating* de uma entidade em particular ou obrigação se o empregado:
  - Tiver títulos ou derivativos da entidade analisada ou alguma com ela relacionada;
  - Tenha tido um emprego ou outra significativa relação de negócios com a entidade analisada nos últimos 6 meses;

- Tenha uma relação imediata (como cônjuge, filhos e outros parentes) com quem trabalha correntemente para a entidade analisada; e,
- Tenha, ou teve, alguma outra relação com a entidade analisada ou outro agente da entidade analisada que possa ser notada a presença de conflito de interesses; e,
- ✓ Os empregados da agência de *rating* devem ser proibidos de solicitar dinheiro, presentes ou favores de qualquer pessoa física ou jurídica que tenha negócios com a agência de *rating* e deve ser proibido de aceitar presentes oferecidos em forma de dinheiro ou qualquer presente que exceda um valor monetário mínimo.

#### 5.1.1.3 A responsabilidade da agência de *rating* perante o público investidor e os emissores

- ✓ A agência de *rating* deve distribuir periodicamente as decisões de *rating* relacionando as entidades e títulos analisados;
- ✓ As agências de *rating* devem mostrar para o público, em bases não seletivas e livres de taxas, qualquer *rating* de emissão pública, assim como decisões de descontinuidade de acompanhamento do *rating*;
- ✓ Deve-se publicar informações suficientes sobre os procedimentos, metodologias e princípios para que as partes externas possam entender como a agência chegou a um *rating*. Estas informações deverão incluir (porém não estar limitada) o significado de cada categoria de *rating* e a definição do default e o horizonte de tempo que a agência de *rating* usa quando toma as suas decisões de *rating*;
- ✓ Para promover transparência e para capacitar o mercado a julgar melhor a performance dos *ratings*, a agência, sempre que possível, deve publicar informações suficientes sobre a taxa de *default* histórica das categorias de *rating* da agência e se a taxa de *default* dessas categorias sofreram mudanças ao longo do tempo. Então, as partes interessadas podem entender a performance histórica de cada categoria e como ela tem mudado e ser capaz de desenhar uma comparação sobre os *ratings* que são dados por diferentes agências;

- ✓ A agência de *rating* deve divulgar quando um *rating* não foi requerido e se o emissor participou do processo de análise;
- ✓ A agência de *rating* deve adotar procedimento e mecanismos para proteger a natureza confidencial de uma informação;
- ✓ A agência deve usar informações confidenciais somente com o propósito de fazer o *rating* ou em concordância com o termo de confidencialidade estabelecido com o emissor; e,
- ✓ Os empregados da agência não podem usar informações confidenciais com o propósito de negociar títulos, ou para outro propósito exceto para a condução do negócio da agência.

## 5.2 A NOVA PROPOSTA

Tomando como base o método padronizado do NACB, elaboramos uma proposta para a legislação relativa a risco de crédito para fundos de pensão. Em um momento futuro podemos extrapolar que algumas fundações de grande porte que possuem infra-estrutura e corpo técnico qualificado possam utilizar a metodologia alternativa, com aprovação explícita da autoridade de supervisão. Criamos, então, um índice de exposição ao risco de crédito que consiste em fazer uma relação entre as posições ativas dos fundos de pensão e os RGRT, conforme descrito abaixo:

$$\frac{\text{Risco de Crédito}}{\text{Recursos Garantidores das Reservas Técnicas}} = \text{Índice de exposição ao risco de crédito}$$

Onde, Risco de Crédito = Ponderação de Risco por Categoria \* Probabilidade de *default*.

**Quadro 15- Resumo das Ponderações de Risco por Categoria**

	20%	50%	100%	150%	Sem avaliação
<b>Bancos 1</b>	AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BBB-	Abaixo de B	100%
<b>Bancos 2</b>					
<b>&lt; 3 meses</b>	AAA / BBB-	BB+ / B-		Abaixo de B-	20%
<b>&gt; 3 meses</b>	AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BB-	Abaixo de B-	50%
<b>Corporações</b>	AAA / AA-	A+ / A-	BBB+ / BB	Abaixo de BB-	100%
<b>Securitizações</b>	AAA / AA	A	BBB	BB	150%

As notas descritas acima são em moeda local por se uma ferramenta útil para uma avaliação mais completa do crédito de emitentes baseados em países com baixo teto soberano (que é o caso do Brasil).

**Quadro 16- Ponderação de Risco – Outros Instrumentos**

<b>Financiamento de Projetos</b>	150%
<b>Empréstimos a participantes</b>	75%
<b>Empréstimos a participantes (financiamento imobiliário)</b>	35%

### 5.2.1 Ponderação para os Títulos Públicos Federais

A critério da autoridade nacional, uma ponderação de risco diferente poderá ser aplicada às exposições acima relacionadas. Devemos ressaltar que a proposição feita está estabelecendo ponderações mínimas a serem tomadas.

Nossa proposta para Fundos de Pensão consiste em não dar peso para os títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional e títulos de emissão de estados e municípios que tenham sido objeto de refinanciamento pelo Tesouro Nacional.

### 5.2.2 Ponderação para os Bancos

Conforme verificamos no quadro 16, há duas opções feitas para a ponderação a bancos, o órgão supervisor deve escolher uma das duas opções. Nos termos da primeira

opção, todos os bancos terão uma ponderação de risco conforme descrito na tabela supracitada.

A segunda opção distingue as operações de curto prazo e operações de longo prazo. Para fins de ponderação de risco, as avaliações de curto prazo são consideradas de emissões específicas. Elas não poderão ser utilizadas para dar suporte a uma ponderação de risco para uma solicitação de longo prazo.

### **5.2.3 Ponderação para Corporações**

Além dos valores atribuídos no quadro 16, a autoridade supervisora pode permitir que os fundos de pensão ponderem o risco de todas as solicitações corporativas em 100% sem considerar as classificações externas. Quando este critério for exercido pela autoridade, ela deverá assegurar que os fundos de pensão apliquem um único método consistente, isto é, usem classificações sempre que estiverem disponíveis, ou nenhuma. Para evitar “optar pela melhor” classificação, os fundos de pensão devem obter aprovação antes de utilizar essa opção para ponderação do risco de todas as solicitações corporativas em 100%.

### **5.2.4 Ponderações feitas para o segmento de empréstimos**

Conforme verificamos no Capítulo II, a Resolução CMN 3.121/03 estabelece um limite de 15% dos investimentos do plano para empréstimos a participante e financiamentos imobiliários para participantes, sendo que para o último o limite isoladamente é de 10%. Esta medida teve como base restringir empréstimos a participantes que eram “subsidiados” pelos fundos de pensão que cobravam taxas bem inferiores e aos títulos públicos federais. Na atual conjuntura, estes ‘subsídios’ não são mais praticados pelos fundos de pensão e com as taxas que estão sendo praticadas atualmente, estes investimentos são considerados um dos mais rentáveis. A Resolução 3.121 estabelece que os encargos financeiros correspondentes às operações de empréstimos e de financiamentos imobiliários realizados entre os fundos de pensão e seus participantes e assistidos não podem ser inferiores à taxa mínima atuarial do plano acrescida de uma taxa representativa do custo administrativo e operacional, restringindo em muito o risco de subsídio.

#### **5.2.4.1 Ponderações para Empréstimos à Participantes**

Analogamente ao estipulado pelo NACB, as ponderações feitas para fins de cálculo do índice de exposição ao risco de crédito devem ter uma ponderação de 75%, salvo quando o empréstimo encontrar-se em inadimplência. Neste caso, a parte não-garantida de qualquer empréstimo deverá ser ponderado por 100%.

Um ponto que merece destaque é que vários fundos de pensão estipulam parâmetros os quais diminuem significativamente o risco de inadimplência. Seguem algumas medidas que são comumente adotadas:

- Valor do empréstimo não poderá exceder aos percentuais de sua reserva de poupança, abaixo descritos:
  - Até R\$ 1.164,00 (mil cento e sessenta e quatro reais) – limite de 100% da reserva;
  - De R\$ 1.164,01 (mil cento e sessenta e quatro reais e um centavo) até R\$ 2.326,00 (dois mil trezentos e vinte e seis reais) – Limite de 85% da reserva;
  - Acima de R\$ 2.326,00 (dois mil trezentos e vinte e seis reais)- 72,5% da reserva;
  - O valor máximo da prestação, não poderá exceder a uma percentual do valor do salário de participação;
- Para a concessão do empréstimo é obrigatória a adesão de seguro de vida que vise a quitação do saldo devedor do empréstimo, em caso de óbito do participante;
- Caso o participante solicite o cancelamento de sua inscrição junto ao fundo de pensão e perca o vínculo empregatício com a patrocinadora, o seu empréstimo será automaticamente quitado pela compensação de sua reserva de poupança; e,
- De maneira geral, a cobrança dos empréstimos é feita através de desconto em folha de pagamento.

#### **5.2.4.2 Ponderações para Financiamento Imobiliário a Participantes**

Empréstimos totalmente garantidos através de alienação fiduciária sobre o imóvel terão seu risco ponderado em 35%.

De forma análoga, a mitigação do risco de crédito na carteira de financiamentos imobiliários a participantes e assistidos é similar da carteira de empréstimos a participantes e assistidos. Porém, como os montantes e os prazos são, em geral, bem maiores o risco de crédito é mais elevado.

#### **5.2.4.3 Diminuição de risco de crédito**

Conforme verificamos acima, os fundos de pensão utilizam alguns instrumentos para mitigar o risco de crédito de empréstimos feitos à participantes. Sendo assim, a mitigação de risco de crédito reserva através da poupança do participante deve ser levada em consideração a para o cálculo da exposição ao risco de crédito.

#### **5.2.5 Ponderação para a Categoria de risco mais alto**

As autoridades nacionais de supervisão poderão optar por aplicar uma ponderação de risco de 150% ou superior, refletindo os riscos mais altos relacionados a alguns dos outros ativos, tais como:

- ✓ Títulos emitidos ou lastreados por uma Sociedade de Propósito Específico, que tenham como objetivo o financiamento de projetos tais como: Certificado de Recebíveis Imobiliários, Cédulas de Crédito Bancário e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios; e,
- ✓ Títulos e valores mobiliários (de renda fixa) que tenham como risco de crédito empresas de capital fechado, cooperativas e outras.

#### **5.2.6 Investimentos com várias avaliações**

No caso de um título ou valor mobiliário ou emissor tiver várias avaliações, por conservadorismo a avaliação de risco mais alta deverá ser aplicada.

Se houver três ou mais avaliações com diferentes ponderações de risco, as avaliações que corresponderem às duas ponderações de risco mais baixas devem ser usadas como referência e a mais alta dessas duas ponderações de risco será aplicada.

### **5.2.7 Limites para a Patrocinadora**

O NACB não estabelece qualquer restrição neste sentido, pois não existe a figura da patrocinadora no setor bancário. Dentre as restrições impostas pela atual legislação a relativa a investimentos na patrocinadora deve ser mantida. Como os membros do Conselho e da Diretoria são empregados ou pessoas indicadas pela patrocinadora, um possível conflito de interesses pode surgir na aplicação de recursos em ativos nos quais aparece a figura da patrocinadora. Um ponto que merece destaque é que se não houver limites e caso ocorra a falência da patrocinadora, o participante ficará sem emprego e o patrimônio pertencente a ele no fundo de pensão poderá ter uma perda significativa em decorrência da exposição ao risco da patrocinadora. Vários países como Holanda e Bélgica mantêm limites para estes investimentos. Neste sentido, acreditamos que restrição da atual legislação deve ser mantida.

Então, as aplicações em títulos ou valores mobiliários de emissão ou coobrigação da patrocinadora e de suas controladas não deve ser superior a 10% do patrimônio do plano.

## **CAPÍTULO 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

### **6.1. VISÃO DA PESQUISA REALIZADA**

Nas últimas décadas, em decorrência do aumento da esperança de vida, redução da taxa de crescimento da população economicamente ativa (devido ao decréscimo da taxa de natalidade) e outros fatores, a relação entre o número de trabalhadores ativos e aposentados vem sendo reduzida significativamente.

Como a Previdência Social Pública no Brasil é do tipo partição, a diminuição da relação supracitada está resultando em um desequilíbrio substancial no sistema Previdenciário. Neste contexto, as perspectivas são alarmantes e, conseqüentemente, o sistema de previdência complementar está tendo uma grande relevância.

Face à importância em lide, a legislação para fundos de pensão tem que ser rigorosa, mas não pode ser restritiva a ponto de inviabilizar investimentos que podem trazer retornos expressivos na complementação de aposentadoria dos participantes assistidos e um ganho social expressivo.

A Resolução CMN 3.121/03, que regulamenta as aplicações de recursos dos fundos de pensão, estabelece regras baseadas em restrições quantitativas, sempre preservando o papel dos fundos de pensão de financiador da dívida pública brasileira. Tais restrições têm como objetivo mitigar os riscos de crédito e de mercado dos investimentos dos fundos de pensão. Exclui-se deste conceito o risco de crédito e de mercado dos títulos públicos federais.

Enquanto a taxa de juros se mantiver nos atuais patamares, a qual supera a meta atuarial de qualquer fundo de pensão (normalmente é inflação + 6%a.a.), a necessidade de ativos com maior rentabilidade não será de primordial relevância para um plano de Benefício Definido. Entretanto, para um plano de Contribuição Definida este pode ser um fator que irá trazer significativa variação na complementação de aposentadoria.

Comparando as restrições oriundas das legislações para os fundos de pensão brasileiros e os fundos de pensão da Europa, verificamos que elas são completamente discrepantes. Enquanto os fundos de pensão brasileiros têm muitas restrições, os fundos de pensão europeus não têm quase restrições quanto a limites de investimentos por segmento.

As principais restrições que os fundos de pensão europeus têm são relacionados a investimentos em ativos estrangeiros e das patrocinadoras.

Em linha com o parágrafo anterior, existe uma pressão por uma maior liberdade para os fundos de pensão de alguns países europeus com restrições maiores que os demais. Incluem-se neste contexto a Alemanha, dentre outros.

Constatamos, também, que em um segmento da economia onde a regulamentação é altamente restritiva as oportunidades de investimentos diminuem, o que leva a fronteira eficiente a se deslocar para direita e para baixo. Nestas condições, por definição, as carteiras situadas abaixo da fronteira eficiente não regulada são ineficientes, no sentido que para um dado nível de retorno existe uma carteira com um risco menor, ou que para um dado nível de risco existe uma carteira com um retorno maior.

Neste contexto, as patrocinadoras e os participantes em um país muito regulado recebem uma taxa de retorno muito mais baixa do que aqueles que tem a sua regulamentação bem mais liberal. Na prática, estas limitações resultam em maiores contribuições e menores benefícios e podem ter um efeito prejudicial na atratividade dos empregadores em estarem financiando fundos de pensão.

Outro ponto que merece destaque é que com a diversificação inadequada, em decorrência das restrições do investimento, o risco da carteira dos fundos de pensão pode aumentar desnecessariamente.

Em contra-partida, a legislação bancária para risco de crédito já tem assumido uma grande importância ao longo das últimas duas décadas e tem sua eficácia bem testada e aumentada através de modificações.

A regulamentação da exigência de capital regulamentar em função dos riscos assumidos pelas instituições através da adoção do acordo de Basiléia foi o ponto crucial para uma administração de riscos mais eficaz. Em um momento seguinte, tornou-se eminente a necessidade de induzir os bancos a possuírem um sistema de informação na área de risco que lhes permitisse gerir o risco eficazmente. Assim, o Banco de Compensações Internacionais, formulou-se uma nova proposta para definir um acordo de capitais apoiado em bases que permitem que bancos e supervisores avaliem corretamente os vários riscos que o banco enfrenta. O NACB, devido a sua complexidade (que supera em muito o Acordo de Basiléia), está previsto para ser aplicado a partir de 2006.

## 6.2 NOSSA PROPOSTA E CONCLUSÕES TIRADAS

Dentro de um espírito de normas do sistema bancário onde as restrições são advindas do capital regulamentar que está baseado nas posições ativas das instituições financeiras, elaboramos uma proposta risco de crédito para fundos de pensão, a qual se baseia no método padronizado do primeiro pilar do Novo Acordo de Capital de Basiléia.

Para determinar as ponderações de risco atribuídas no método padronizado foi necessário estabelecer critérios mínimos que as agências avaliadoras de risco devem seguir para servirem de base para os limites regulamentares dos fundos de pensão.

Consideramos importante a presença das autoridades de supervisão para estipular os critérios que devem ser cumpridos pelas agências classificadoras de risco, para que possam ser reconhecidas como tais. Dentro deste processo, é de suma importância que haja uma interação entre a CVM, Bacen e SPC na construção e elaboração de normas que devem ser seguidas pelas agências classificadoras de risco.

Em um momento futuro, podemos extrapolar que algumas fundações de grande porte, que possuem infra-estrutura e corpo técnico qualificado, possam utilizar a metodologia alternativa, com aprovação explícita da autoridade de supervisão.

O ponto chave da nossa proposta se baseia no entendimento que regras prudenciais são preferíveis que as restrições quantitativas para os fundos de pensão. Para que isso se torne factível é preciso que haja uma modernização no processo de supervisão para a implementação das regras propostas.

Feitas essas considerações, é oportuno salientar que, embora o enfoque do presente trabalho tenha apresentado ênfase na atuação dos órgãos reguladores, seus resultados são igualmente relevantes para os gestores dos fundos de pensão, na medida em que a racionalização dos investimentos quanto ao risco de crédito pode contribuir para que seus objetivos, que são de conseguir pagar os benefícios futuros, sejam atingidos através da maximização dos investimentos com a mitigação do risco de crédito.

Ademais, é interessante destacar que, ao aprimorar a legislação através da utilização dos conceitos estabelecidos no método padronizado do Novo Acordo de Capital de Basiléia, o órgão regulador estará contribuindo para que os fundos de pensão aperfeiçoem os seus fundamentos na hora de fazer avaliação de investimentos.

## ANEXO I - Ranking de Investimentos das EFPC

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
PREVI/BB	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	70.332.028.921,91
PETROS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	24.986.337.437,63
FUNCEF	Público Federal	DF	Normal	dez/04	17.997.362.800,90
SISTEL	Privado	DF	Normal	dez/04	12.088.261.743,84
FUNDACAO CESP	Privado	SP	Normal	dez/04	9.529.740.999,33
CENTRUS	Público Federal	DF	Normal	dez/04	6.203.317.313,44
VALIA	Privado	RJ	Normal	dez/04	6.146.423.307,94
ITAUBANCO	Privado	SP	Normal	dez/04	5.973.989.453,85
FORLUZ	Público Estadual	MG	Normal	dez/04	4.205.726.051,52
REAL GRANDEZA	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	3.372.646.057,90
BANESPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	3.310.734.952,72
FAPES	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	3.052.957.216,35
FUNDACAO COPEL	Público Estadual	PR	Normal	dez/04	2.616.001.209,35
TELOS	Privado	RJ	Normal	dez/04	2.595.481.693,71
POSTALIS	Público Federal	DF	Normal	dez/04	2.249.000.119,62
HSBC	Privado	SP	Normal	dez/04	2.243.512.350,87
REFER	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	2.045.325.207,34
ELETROCEEE	Público Estadual	RS	Normal	dez/04	2.035.595.827,43
CXUSIMINAS	Privado	MG	Normal	dez/04	1.857.735.631,31
FUNBEP	Privado	PR	Normal	dez/04	1.846.435.837,57
IBM	Privado	RJ	Normal	dez/04	1.832.287.308,79
ECONOMUS	Público Estadual	SP	Normal	dez/04	1.809.254.388,92
ELETROS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	1.507.259.500,43
CAPEF	Público Federal	CE	Normal	dez/04	1.440.258.128,77
FACHESF	Público Federal	PE	Normal	dez/04	1.402.634.157,42
PREVI-GM	Privado	SP	Normal	dez/04	1.376.686.269,67
CBS	Privado	RJ	Normal	dez/04	1.339.787.589,17
SERPROS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	1.324.134.205,73
CERES	Público Federal	DF	Normal	dez/04	1.321.192.616,39
AERUS	Privado	RJ	Adm. Especial	dez/04	1.314.636.651,94

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
PSS/PHILIPS	Privado	SP	Normal	dez/04	1.295.258.803,50
FUSESC	Público Federal	SC	Normal	dez/04	1.095.020.524,61
ELOS	Privado	SC	Normal	dez/04	920.426.270,92
ATTILIO FONTANA	Privado	SP	Normal	dez/04	919.397.237,27
BANDEPREV	Privado	PE	Normal	dez/04	911.783.275,23
VWPP	Privado	SP	Normal	dez/04	886.838.767,26
CITIPREVI	Privado	SP	Normal	dez/04	885.336.763,64
GEAP	Público Federal	DF	Normal	dez/04	884.787.018,22
FIBRA	Privado	PR	Normal	dez/04	874.791.521,12
CELOS	Público Estadual	SC	Normal	dez/04	851.753.977,97
FEMCO	Privado	SP	Normal	dez/04	843.337.592,78
BANRISUL/FBSS	Público Estadual	RS	Normal	dez/04	839.352.955,19
ITAUSAINDL	Privado	SP	Normal	dez/04	837.009.469,13
UNILEVERPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	829.574.579,82
BRASLIGHT	Privado	RJ	Normal	dez/04	777.082.089,80
INSTITUTO AMBEV	Privado	SP	Normal	dez/04	766.828.463,25
ACOS	Privado	MG	Normal	dez/04	745.249.565,64
PREVIMINAS	Público Estadual	MG	Normal	dez/04	737.000.424,39
PREVIRB	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	732.678.799,48
SABESPREV	Público Estadual	SP	Normal	dez/04	712.178.299,43
FUNSSEST	Privado	ES	Normal	dez/04	710.449.693,45
FAELBA	Privado	BA	Normal	dez/04	694.901.591,13
PRECE	Público Estadual	RJ	Normal	dez/04	650.690.096,49
INFRAPREV	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	646.835.796,86
FBRTPREV	Privado	DF	Normal	dez/04	617.480.035,33
BB PREVIDENCIA	Privado	DF	Normal	dez/04	607.751.139,79
PREVINORTE	Público Federal	DF	Normal	dez/04	587.665.790,12
PREBEG	Privado	GO	Normal	dez/04	583.103.555,59
GERDAU	Privado	RS	Normal	dez/04	563.945.775,73
REGIUS	Público Estadual	DF	Normal	dez/04	521.554.789,70
JOHNSON	Privado	SP	Normal	dez/04	510.585.099,77

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
FUNEPP	Privado	SP	Normal	dez/04	510.397.696,10
PRHOSPER	Privado	SP	Normal	dez/04	509.584.773,93
SAO RAFAEL	Privado	RJ	Normal	dez/04	503.826.705,98
FASC	Privado	RJ	Normal	dez/04	497.832.982,48
BANESES	Público Estadual	ES	Normal	dez/04	494.775.423,08
SANPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	491.304.574,30
ECOS	Privado	BA	Normal	dez/04	490.216.462,63
METRUS	Público Estadual	SP	Normal	dez/04	487.596.371,66
PROMON	Privado	SP	Normal	dez/04	480.928.593,00
MULTIPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	476.572.937,08
PREVIBAYER	Privado	SP	Normal	dez/04	466.931.201,49
BASES	Privado	BA	Normal	dez/04	464.381.070,62
NUCLEOS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	461.445.023,71
FIPECQ	Público Federal	DF	Normal	dez/04	438.224.576,84
HOLANDAPREVI	Privado	SP	Normal	dez/04	436.833.091,56
F.F.M.B.	Privado	RS	Normal	dez/04	435.756.467,58
FORD	Privado	SP	Normal	dez/04	422.883.235,37
PREVI - SIEMENS	Privado	SP	Normal	dez/04	420.873.361,25
FASASS	Privado	SP	Normal	dez/04	407.870.678,35
TREVO	Privado	SP	Normal	dez/04	394.337.303,70
PREVDOW	Privado	SP	Normal	dez/04	393.567.871,39
BRASILETROS	Privado	RJ	Normal	dez/04	389.942.801,00
REDEPREV	Privado	MT	Normal	dez/04	379.399.293,25
DESBAN	Público Estadual	MG	Normal	dez/04	370.363.475,79
FACEB	Público Estadual	DF	Normal	dez/04	365.926.110,23
SAO BERNARDO	Privado	SP	Normal	dez/04	365.890.188,20
FAELCE	Privado	CE	Normal	dez/04	356.939.483,75
PREVI NOVARTIS	Privado	SP	Normal	dez/04	355.495.750,47
FUSAN	Público Estadual	PR	Normal	dez/04	352.265.782,68
PREVINOR	Privado	RJ	Normal	dez/04	342.787.752,61
PREVI-ERICSSON	Privado	SP	Normal	dez/04	335.058.352,15

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
AGROS	Público Federal	MG	Normal	dez/04	329.435.171,66
PREVI-BANERJ	Privado	RJ	Liquidação	nov/04	329.258.159,45
ACEPREV	Privado	MG	Normal	dez/04	328.733.936,26
MULTIPLA	Privado	SP	Normal	dez/04	323.152.393,08
ARUS	Privado	ES	Normal	dez/04	316.184.543,43
PREVUNIAO	Privado	RJ	Normal	dez/04	313.373.338,09
CELPOS	Privado	PE	Normal	dez/04	309.012.268,79
PREVIBOSCH	Privado	SP	Normal	dez/04	306.167.346,81
PORTUS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	301.689.336,83
DURATEX	Privado	SP	Incorporação	mai/04	296.819.476,03
BASF PP	Privado	SP	Normal	dez/04	288.642.687,00
ISBRE	Público Estadual	RS	Normal	dez/04	288.422.702,16
ESCELSOS	Privado	ES	Normal	dez/04	279.600.445,29
PREVID EXXON	Privado	RJ	Normal	dez/04	266.495.303,34
PREVISC	Privado	SC	Normal	dez/04	257.039.915,26
CAPAF	Público Federal	PA	Normal	dez/04	255.237.120,27
PREVIPLAN	Privado	SP	Normal	dez/04	248.224.226,13
COMSHELL	Privado	RJ	Normal	dez/04	244.828.326,26
FUNDAMBRAS	Privado	SP	Normal	dez/04	244.587.660,73
ALCOA PREVI	Privado	SP	Normal	dez/04	238.660.017,71
PREVEME	Privado	SP	Normal	dez/04	238.368.848,48
PREVIG	Privado	SC	Normal	dez/04	237.413.580,86
MULTIPENSIONS	Privado	SP	Normal	dez/04	234.475.640,15
SARHPREV	Privado	DF	Normal	dez/04	225.180.347,80
UNISYS-PREVI	Privado	RJ	Normal	dez/04	222.447.742,57
FUNDACAO CORSAN	Público Estadual	RS	Normal	dez/04	213.652.869,90
CYAMPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	207.430.434,85
HP PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	206.841.012,67
SYNGENTA PREVI	Privado	SP	Normal	dez/04	201.222.313,24
CARGILLPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	191.200.522,99
ABRILPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	187.387.095,16

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
CIBRIUS	Público Federal	DF	Intervenção	dez/04	186.812.082,71
ENERSUL	Privado	MS	Normal	dez/04	168.829.364,83
GOODYEAR	Privado	SP	Normal	dez/04	165.170.557,89
FUNSEJEM	Privado	SP	Normal	dez/04	164.482.192,26
SUPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	164.299.857,01
PREVDATA	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	164.060.339,78
SERGUS	Público Estadual	SE	Normal	dez/04	164.049.273,56
SAO FRANCISCO	Público Federal	DF	Normal	dez/04	163.320.842,59
IAJA	Privado	DF	Normal	dez/04	161.180.816,20
DUPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	156.115.951,29
COMPREV	Público Estadual	PE	Normal	dez/04	155.837.799,53
AGPREV	Privado	MG	Retirada Total	dez/04	155.737.911,09
ODEPREV	Privado	BA	Normal	dez/04	155.692.623,84
CAPOF	Privado	MA	Normal	dez/04	155.641.988,74
BANKBOSTON	Privado	SP	Normal	dez/04	155.320.143,44
PREVICAT	Privado	SP	Normal	dez/04	153.372.538,16
FUNDIAGUA	Público Estadual	DF	Normal	dez/04	152.605.520,63
PREVSAN	Público Estadual	GO	Normal	dez/04	149.882.598,92
MENDESPREV	Privado	MG	Normal	dez/04	149.533.296,94
INDUSPREVI	Privado	RS	Normal	dez/04	142.200.340,00
WEG	Privado	SC	Normal	dez/04	137.518.164,83
DERMINAS	Público Estadual	MG	Normal	dez/04	136.729.669,60
PLANEJAR	Privado	SP	Normal	dez/04	136.101.698,67
GASIU	Privado	RJ	Normal	dez/04	132.239.596,13
FACEAL	Público Federal	AL	Normal	dez/04	131.582.218,64
PREVIKODAK	Privado	SP	Normal	dez/04	131.054.853,19
PREVISCANIA	Privado	SP	Normal	dez/04	127.875.749,94
COFAPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	126.676.810,18
DANAPREV	Privado	RS	Normal	dez/04	125.408.994,94
CABEC	Público Federal	CE	Adm. Especial	dez/04	122.807.066,73
PREVICOKE	Privado	RJ	Normal	dez/04	120.011.381,48

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
ELETRA	Público Estadual	GO	Normal	dez/04	115.756.011,89
KRAFT PREV	Privado	PR	Normal	dez/04	112.673.630,15
CABEA	Privado	AM	Retirada Total	dez/04	112.548.005,42
OESPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	110.689.746,33
SEGURIDADE	Privado	MG	Normal	dez/04	109.522.426,83
GEBSA-PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	107.657.148,29
FAPERS	Privado	RS	Normal	dez/04	105.876.929,68
FASERN	Privado	RN	Normal	dez/04	105.593.337,36
CAPESESP	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	102.772.013,23
SOMUPP	Privado	SP	Normal	dez/04	102.116.780,96
FUNTERRA	Público Estadual	DF	Normal	dez/04	101.951.144,42
FAPA	Público Estadual	PR	Normal	dez/04	101.672.794,83
FIOPREV	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	101.600.829,24
MAGNUS	Privado	MG	Normal	dez/04	99.724.184,48
CARREFOURPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	98.124.971,78
BUNGEPREV	Privado	SC	Normal	dez/04	96.404.030,75
PREV-MOTOROLA	Privado	SP	Normal	dez/04	93.594.767,13
GEIPREV	Público Federal	DF	Normal	dez/04	92.646.827,45
CIFRAO	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	88.414.982,53
PREVCUMMINS	Privado	SP	Normal	dez/04	88.076.459,20
FASCEMAR	Privado	MA	Normal	dez/04	87.659.117,13
AKZOPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	87.411.491,25
PREVILLOYDS	Privado	SP	Normal	dez/04	87.383.607,66
PREVINDUS	Privado	RJ	Normal	dez/04	87.160.916,78
EDS PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	85.390.525,57
FABASA	Público Estadual	BA	Normal	dez/04	83.922.099,70
PREVIM	Privado	RJ	Normal	dez/04	81.978.483,32
VIKINGPREV	Privado	PR	Normal	dez/04	78.244.416,48
FGV-PREVI	Privado	RJ	Normal	dez/04	77.170.991,94
LILLYPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	77.166.783,08
EATONPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	77.101.428,43

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
TEXPREV	Privado	RJ	Normal	dez/04	77.086.452,02
SPASAPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	75.456.736,44
BANORTE	Privado	PE	Intervenção	dez/04	72.603.573,66
CHAMPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	71.809.174,92
PREVI GILLETTE	Privado	SP	Normal	dez/04	70.294.416,14
PREVIMULTIPLIC	Privado	SP	Normal	dez/04	69.147.116,35
ULTRAPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	68.953.293,46
PORTOPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	68.488.879,86
FAECES	Público Estadual	ES	Normal	dez/04	68.404.988,67
BRISTOL-MYERS	Privado	SP	Normal	dez/04	67.909.060,33
PREVMON	Privado	SP	Normal	dez/04	67.707.355,02
CASFAM	Privado	MG	Normal	dez/04	66.068.259,79
DAIMLERCHRYSLER	Privado	SP	Normal	dez/04	65.876.594,63
CP PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	65.711.469,17
PERDIGAO	Privado	SP	Normal	dez/04	65.413.422,51
ABBPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	62.202.770,82
SUPRE	Público Municipal	PR	Normal	dez/04	61.824.763,24
MARCOPREV	Privado	RS	Normal	dez/04	61.118.120,91
CARBOPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	58.536.137,81
MSD PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	57.058.972,41
FUNASA	Privado	PB	Normal	dez/04	56.937.806,78
PREV PEPSICO	Privado	SP	Normal	dez/04	56.161.901,17
RBS PREV	Privado	RS	Normal	dez/04	55.383.283,81
ICATU HARTFORD	Privado	RJ	Normal	dez/04	53.405.333,30
CANADA LIFE	Privado	RJ	Normal	dez/04	52.689.018,24
PREVIQ	Privado	SP	Incorporação	jan/04	51.213.128,39
PREVIDA	Privado	SP	Normal	dez/04	50.703.230,91
MAUA PREV	Privado	RJ	Normal	dez/04	50.004.766,89
RANDONPREV	Privado	RS	Normal	dez/04	48.857.042,54
FUCAP	Privado	RJ	Normal	dez/04	48.333.424,08
PFIZER PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	47.350.818,67

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
MERCAPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	47.176.558,70
FACEPI	Público Federal	PI	Normal	dez/04	45.094.713,72
PREVBEP	Público Federal	PI	Normal	dez/04	44.913.684,37
GAROTO	Privado	ES	Normal	dez/04	43.622.390,49
RECKITTPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	42.660.799,01
VOITH PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	42.017.386,51
BIPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	41.571.568,88
SCHNEIDER	Privado	SP	Normal	dez/04	39.723.565,88
PREVICEL	Público Estadual	PR	Normal	dez/04	39.478.011,32
P&G PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	39.367.553,69
PREVISTIHL	Privado	RS	Normal	dez/04	37.393.844,27
ALPHA	Público Municipal	PR	Normal	dez/04	36.395.528,92
AVONPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	35.947.571,56
BOMPREV	Privado	PE	Normal	dez/04	35.911.279,39
ROCHEPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	35.443.855,63
MCPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	35.019.829,01
LWW PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	34.744.052,22
CISPER PP	Privado	SP	Normal	dez/04	34.657.387,32
CORRENTE	Privado	SP	Normal	dez/04	34.257.615,21
TETRA PAK PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	33.704.070,34
VBPP	Privado	SP	Normal	dez/04	33.598.090,94
FMCPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	32.824.732,99
PREVIHONDA	Privado	SP	Normal	dez/04	32.453.777,48
CAVA	Privado	MG	Normal	dez/04	31.907.915,92
SIAS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	31.504.806,74
INERGUS	Privado	SE	Normal	dez/04	31.202.831,90
GTMPREVI	Privado	PE	Normal	dez/04	31.007.275,56
AMEX PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	31.004.231,94
CAFBEPI	Público Estadual	PA	Normal	dez/04	29.627.652,48
AZENPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	29.444.749,54
PREVER HAAS	Privado	SP	Normal	dez/04	28.837.099,34

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
ALSTOM	Privado	SP	Normal	dez/04	28.714.791,23
ICI CORAL	Privado	SP	Normal	dez/04	28.562.724,56
PREVYASUDA	Privado	SP	Normal	dez/04	28.526.906,67
SWPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	28.170.343,03
FOLHAPREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	27.922.120,32
ASBACE- PREV	Privado	DF	Normal	dez/04	27.813.236,56
BIEMPRESARIAL	Privado	SP	Normal	dez/04	26.825.166,60
PREVIMA	Privado	RJ	Normal	dez/04	25.738.049,79
IJMS	Privado	SP	Normal	dez/04	25.449.739,97
ITAÚ F. MULTIP.	Privado	SP	Normal	dez/04	24.655.610,31
MARISOL	Privado	SC	Normal	dez/04	24.340.880,55
PREVICAR	Privado	SP	Normal	dez/04	23.503.313,78
CEPLUS	Público Federal	BA	Liquidação	nov/04	23.442.296,60
FACOPAC	Privado	SP	Normal	dez/04	22.822.132,06
BP PREV	Privado	RJ	Normal	dez/04	22.417.841,74
UTCPREV	Privado	RS	Normal	dez/04	22.164.229,21
PREVDEUTSCHE	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	21.906.356,27
DCPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	21.467.714,85
VULCAPREV	Privado	RJ	Retirada Total	dez/04	21.181.925,21
BLS PREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	20.841.989,33
PREVI - FIERN	Privado	RN	Normal	dez/04	20.839.877,30
FUMPRESC	Público Estadual	SC	Normal	dez/04	20.760.213,67
POUPREV	Privado	DF	Normal	dez/04	20.743.448,71
PREVIBAN	Privado	PB	Normal	dez/04	20.738.470,64
J & HIGGINS	Privado	SP	Normal	dez/04	20.041.749,92
PRODUBAN	Público Estadual	AL	Liquidação	dez/04	19.857.762,60
PREVCHEVRON	Privado	SP	Normal	dez/04	18.908.003,39
RESAPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	18.512.573,49
TRAMONTINAPREV	Privado	RS	Normal	dez/04	18.326.699,57
MESSIUS	Privado	SP	Normal	dez/04	18.233.229,72
AEROS	Privado	SP	Intervenção	dez/04	17.681.516,66

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
CARFEPE	Privado	MG	Normal	dez/04	16.932.693,39
PREV. AMERICA	Privado	SP	Normal	dez/04	16.832.035,94
ABBOTTPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	16.315.138,85
FUCAE	Público Estadual	RS	Liquidação	dez/04	15.953.552,48
TEXTIL PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	15.779.312,98
NALCOPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	15.615.709,90
PREVILAVORO	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	15.561.527,11
BCPREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	14.941.437,03
PREVILEAF	Privado	RS	Normal	dez/04	14.866.150,84
BOTICARIO PREV	Privado	PR	Normal	dez/04	14.745.435,65
CRYOVAC	Privado	SP	Normal	dez/04	14.136.243,41
FUNCASAL	Público Estadual	AL	Normal	dez/04	13.913.664,11
PREVI INCEPA	Privado	PR	Retirada Total	dez/04	13.878.325,70
VAN LEER	Privado	SP	Normal	dez/04	13.857.319,78
CAGEPREV	Privado	CE	Normal	dez/04	13.847.489,86
UNIPREVI	Privado	MG	Normal	dez/04	13.516.864,07
GZM PREVI	Privado	SP	Adm. Especial	dez/04	13.100.065,84
URANUS	Público Federal	RJ	Normal	dez/04	13.075.642,07
BCO. SUMITOMO	Privado	SP	Normal	dez/04	12.898.400,26
PREVIF	Privado	RJ	Normal	dez/04	11.618.442,62
PEIXOTO	Privado	RJ	Normal	dez/04	10.927.992,85
KPMG PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	10.565.399,62
PREVPISA	Privado	PR	Normal	dez/04	9.576.545,57
PHILIP MORRIS	Privado	PR	Normal	dez/04	9.165.613,60
FAPECE	Público Estadual	CE	Normal	dez/04	8.958.746,19
CREMERPREV	Privado	SC	Normal	dez/04	6.968.847,45
F.GUIMARAES	Privado	RJ	Normal	nov/04	6.544.847,41
SILIUS	Público Estadual	RS	Normal	dez/04	6.481.827,30
FAPIEB	Privado	RS	Normal	dez/04	6.349.381,78
PARSE	Público Estadual	PR	Liquidação	dez/04	5.905.422,66
ELBA	Privado	MG	Retirada Total	dez/04	5.844.112,19

Sigla	Patrocínio/Instituidor	UF	Tipo de Funcionamento	Base	Ativo de Investimentos
ORIOUS	Privado	SP	Normal	dez/04	5.622.783,37
COHAPREV	Público Estadual	PR	Normal	dez/04	5.587.208,62
MERCERPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	5.389.285,58
SEAGRAM	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	5.183.795,01
CENTRUS/MT	Público Estadual	MT	Liquidação	dez/04	4.967.128,55
ARM PREV	Privado	SP	Normal	dez/04	4.590.496,75
PREVITDB	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	4.288.542,96
STEIO	Privado	RJ	Normal	dez/04	3.973.338,43
FUND. BRASILSAT	Privado	PR	Normal	dez/04	3.773.598,92
SULAMULTI	Privado	SP	Normal	dez/04	3.729.640,21
FUNPADEPAR	Privado	PR	Normal	dez/04	3.539.916,44
MAPPIN	Privado	SP	Liquidação	dez/04	3.141.010,77
FENIPREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	2.384.691,83
TRICHESPREV	Privado	RS	Retirada Total	dez/04	2.370.795,56
CIC-PREV	Privado	RS	Normal	dez/04	1.929.049,76
BERONPREV	Público Estadual	RO	Liquidação	dez/04	1.795.859,44
DAREXPREV	Privado	SP	Normal	dez/04	1.293.846,73
CREDIPREV	Privado	MG	Retirada Total	dez/04	1.053.621,41
FPMN	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	802.725,43
PREVIVER	Público Estadual	CE	Normal	dez/04	621.950,06
POTIPREV	Público Estadual	RN	Liquidação	dez/04	406.983,39
PREVCOOP	Instituidor	MG	Normal	dez/04	186.667,63
PREVISA0	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	81.205,92
ALCANPREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	11.221,74
ALLERGAN PREV	Privado	SP	Retirada Total	dez/04	39,86

Fonte: Ministério da Previdência Social

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Ranking de Investimentos. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/estatistica>

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Composição dos Investimentos. Disponível em <http://www.abrapp.org.br/estatistica>

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Revista Fundos de Pensão n.º 301 de fevereiro de 2005. Entrevista com Hélio Zylberstajn

BALDINI Jr., Renato & CRESPO Filho, H. J. A. (2001) A Previdência Complementar no Brasil. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil – Departamento Economico (Depec)

BALTEMAN, Hazel, MITCHELL, Olivia S. –*New Evidence on Pension Plan Design and Administrative Expenses*. Março de 2002. Pension Research Council.

BASILÉIA, Comitê de Supervisão Bancária da. – Princípios Essenciais para uma Supervisão Bancária Eficaz – Basiléia – Setembro de 1997 (tradução do Banco Central)

BASILÉIA, Comitê de Supervisão Bancária da. – Convergência Internacional de Mensuração de Capital e Padrões de Capital (Estrutura Revisada) – Basiléia – Junho de 2004 (tradução Ernest & Young)

BOULIER, Jean-François. Gestão Financeira dos Fundos de Pensão. 1º edição. São Paulo: Education do Brasil, 2003.

BRASIL. Constituição Federal do Brasil de 1988.

CANUTO, O. & LIMA, G. T. Basiléia 2: da Regulação Substantiva à Regulação Procedimental. Artigo a ser publicado pela Fundação Konrad Adenauer e IBRE sobre a “Nova Arquitetura Financeira Internacional”.

CASTRO, Paulo R. - Regulação das Agências de *Rating*, Novembro de 2004. Disponível em: <http://www.srrating.com.br>

CASTRO, Paulo R. –O Brasil e as Agências de *Rating* no Acordo da Basiléia: Notas sobre o paper consultivo (Jun/99) do Comitê de Supervisão Bancária do BIS. Março de 2000. Disponível em: <http://www.srrating.com.br>

CHOI, James J., LAIBSON, David, MADRIAN, Brigitte C. & METRICK, Andrew – *Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and Path of Least Resistance* – Preparado para *Tax Policy and the Economy*. Novembro de 2001. Pension Research Council.

CHETCUTI, Jean Philippe –*Liberalisation of Pension Investment at EU Level* – INTER-LAWYER, 2002. Disponível em: <http://www.inter-lawyer.com>

CONSELHO DE GESTÃO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. (2002) – Resolução CGPC nº 12. Setembro de 2002. Disponível em: [http:// www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br)

CONSELHO DE GESTÃO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. – Resolução CGPC nº 13. Outubro de 2004. Disponível em: [http:// www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br)

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. - Resolução CMN nº 2.099. Brasília, agosto de 1994. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. – Resolução CMN nº 2.829. Brasília, março de 2001 Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. - Resolução CMN nº 3.121. Brasília, Setembro de 2003. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. – Resolução CMN nº 3.305. Brasília, julho de 2005. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. – Resolução CMN nº 2.682. Brasília, Dezembro de 1999. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

DAVIS, E. Philip –*Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds– The Pensions Institute* – Birkbeck College, University of London. Janeiro de 2001. Disponível em: [http:// www.pensions-institute.org](http://www.pensions-institute.org)

DUARTE Jr., A. M (2003) – A Importância do gerenciamento de riscos corporativos em bancos. Em: Duarte Jr., A. M. & Varga G. (Organizadores). *Gestão de risco no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.

DUARTE Jr., A. M & LÉLIS, Rogério J. F. – Unificando a Alocação de Capital em Banco e Seguradoras no Brasil. Em *Revista de Administração de Empresas*, 44, 2, 73-84, 2004.

DUARTE Jr., A. M & LÉLIS, Rogério J. F. – Alocação de Capital em Bancos no Brasil Em: Duarte Jr., A. M. & Varga G. (Organizadores). *Gestão de risco no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003

DUARTE Jr., A. M & MELLO, Léo M. – *Gestão de Risco de Crédito no Mercado Segurador Brasileiro em Tecnologia de Crédito – SERASA*, 2004

DUARTE Jr., A. M – *Gestão de risco de mercado na administração de recursos de terceiros- Capítulo 5 de “ Gestão de Risco para Fundos de Investimentos”*. Pearson, São Paulo, 2005.

EUROPEAN Commission – *Rebuilding Pensions* – 1999

GARCIA, Valéria S. (2003) – Gerenciamento de risco em instituições financeiras e o Novo Acordo de Capital. Em: Duarte Jr., A. M. & Varga G. (Organizadores). *Gestão de risco no Brasil*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.

HINKI, K. Jr. Acordo da Basiléia – Um desafio comum?. Em Revista Risk Update edição n.º 2 – abril de 2005

IOSCO, International Organization of Securities Commissions – *Code of Conduct fundamentals Credit Rating Agencies*. Dezembro de 2004.

JORION, Philippe. Value at Risk. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros (tradução), 1998

LUTOSA, Eliane A. & SILVA, André G. M. da (2003) – Gerenciamento de risco em fundos de pensão no Brasil: diretrizes, políticas e estratégias. Em: Duarte Jr., A. M. & Varga G. (Organizadores). Gestão de risco no Brasil. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.

MENDONÇA, Ana R. R. O Acordo da Basiléia de 2004: Uma Revisão em Direção às Práticas de Mercado publicado na Revista Economia Política Internacional: Análise Estratégica n.º 2 de jul/set 2004. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/>

MERCER, Investment Consulting – Risco para Fundos de Pensão

MOODY'S Investidor Service – Agências de Classificação de Risco como Catalisadoras de Crescimento nos Mercados de Capitais. Em: Global Credit Research.(1997).

MOODY'S Investidor Service – *Moody's Rating Symbols & Definitions*. Agosto de 2003.

MOODY'S Investidor Service – Proposta para Incorporação de “Análise de Default Conjunto” nas Metodologias de *Rating* da Moody's. Dezembro de 2004.

MOODY'S Investidor Service – *Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuer, 1920-2004*. Special Comment. Janeiro de 2005.

MOODY'S Investidor Service – Metodologia de *Rating*: O Benefício dos *Ratings* em Moeda Local em Países com Baixo Teto Soberano. Agosto de 1999.

MOREIRA, Roberto L. (2003) –Transparência e Basiléia II. Em: Duarte Jr., A. M. & Varga G. (Organizadores). Gestão de risco no Brasil. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL. Reformas dos Sistemas de Pensão na América Latina. Coleção Previdência Social, vol. 12. MPAS, Brasília, 2001.

OLIVEIRA, Francisco et al (1998). Previdência, Poupança e Crescimento Econômico: Interações e Perspectivas. Texto para discussão, IPEA, nº 607. Brasília: IPEA

OLIVEIRA, Gilson A. de & PACHECO, Marcelo M. Mercado Financeiro: objetivo e profissional. São Paulo, Fundamento Educacional, 2005.

PERREIRA, Francisco et al (1997). Os fundos de pensão como geradores de poupança interna. Texto para discussão, IPEA, nº 480. Brasília: IPEA

PHILLIPS, HAGER & NORTH - *Strategic Risk Management in Pension Plan - Going Back to the Basics*. Dezembro de 2003.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA DO BRASIL – Lei Complementar nº 108 de maio de 2001.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA DO BRASIL – Lei Complementar nº 109 de maio de 2001.

SCHECHTMAN, Ricardo, GARCIA, Valéria S., KOYAMA, Sérgio M, & PARENTE, Guilherme C. (2004). *Credit Risk Measurement and the Regulation of Bank Capital and Provision Requirements in Brazil – A Corporate Analysis*. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>

WILSON, Thomas C. *Portfolio Credit Risk em Economic Policy Review* – Outubro de 1998

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)