

**RICARDO ALONSO GONZALEZ**

**ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTOS NOS FUNDOS  
PREVIDENCIÁRIOS ESTADUAIS.  
O CASO DA BAHIA.**

**SALVADOR**

**2001**

*Faculdade de Ciências Contábeis - UFBA*  
*Biblioteca*

N.º \_\_\_\_\_ Data \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

*Tombamento Patrimonial*

**RICARDO ALONSO GONZALEZ**

**ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTOS NOS FUNDOS  
PREVIDENCIÁRIOS ESTADUAIS.  
O CASO DA BAHIA.**

Monografia apresentada no Curso de Especialização em Finanças Públicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia em ~~convênio~~ com a Secretaria da Fazenda do Estado da Bahia, como requisito para a obtenção do título de Especialista em Finanças Públicas.

**~~Orientador:~~ Prof. João Vicente da Costa Neto**

**SALVADOR**

**2001**

Dedico este trabalho aos colegas que de forma direta ou indireta contribuíram para o meu aprendizado, em especial aos amigos Clécio Antônio Campondônio Eloy , Caio Márcio Ferreira Greve e ao Dr. Albérico Machado Mascarenhas, Secretário da Fazenda do Estado da Bahia.

Só as pessoas auto-confiantes podem ser simples. É permitido errar. É permitido rir dos erros.

“Jack Welch”

## RESUMO

Essa monografia tem por finalidade levantar as estratégias de investimentos adotadas pelo Fundo de Custeio da Previdência Social dos Servidores Públicos do Estado da Bahia - FUNPREV, implementado em abril de 1998. Trata-se de um novo paradigma em termos de gestão pública, haja vista que o administrador público assume a ponta doadora de recursos ao mercado, ou seja, passa a emprestar via investimentos, ao contrário do que usualmente ocorre no setor público, que é tomar emprestado. A discussão teórica, embasada na experiência prática, visa demonstrar as diversas etapas percorridas na gestão de investimentos de recursos públicos, demonstrando toda a evolução e um aprendizado conjunto do mercado financeiro e do gestor público. Trata-se de uma experiência riquíssima, talvez ímpar na história da gestão pública de recursos. Esperamos ao final do trabalho, ratificar nossa posição de que, em se tratando de recursos públicos, alguns princípios tradicionalmente consagrados no mercado financeiro, aplicados aos fundos de pensão tradicionais, precisam ser traduzidos para uma roupagem adaptada aos princípios da gestão pública.

## SUMÁRIO

1	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	09
1.1	O PROBLEMA.....	09
1.2	OBJETIVO DO ESTUDO.....	10
1.3	IMPORTÂNCIA DO ESTUDO.....	10
1.4	METODOLOGIA – ESTUDO DE CASO.....	11
1.4.1	<b>Organização do Estudo.....</b>	12
2	<b>FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS ESTADUAIS VERSUS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA.....</b>	14
2.1	CONCEITOS GERAIS.....	14
2.2	LEGISLAÇÃO.....	16
2.2.1	<b>A Legislação Federal.....</b>	17
2.2.2	<b>A legislação Estadual.....</b>	18
2.2.3	<b>As Resoluções do Banco Central do Brasil.....</b>	21
3	<b>O MODELO OPERACIONAL DO FUNPREV.....</b>	27
3.1	CONCEITOS GERAIS.....	27
3.2	A ESTRUTURA DO MODELO.....	28
3.2.1	<b>A Diretoria Financeira.....</b>	30
3.2.2	<b>O Adviser.....</b>	31
3.2.3	<b>O Gestor Estratégico.....</b>	31
3.2.4	<b>O Gestor de Passivo.....</b>	32
3.2.5	<b>O Gestor de Ativos.....</b>	33
3.2.6	<b>O Gestor de Imóveis.....</b>	34

3.2.7	<b>O Gestor de Caixa.....</b>	35
3.2.8	<b>A Custódia Centralizada.....</b>	35
3.3	<b>O MODELO MÍNIMO.....</b>	37
4	<b>POLÍTICAS DE INVESTIMENTO.....</b>	39
4.1	<b>A POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DE 1998.....</b>	39
4.2	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 1.....</b>	41
4.2.1	<b>Fundos de Meta 100% do CDI.....</b>	42
4.2.2	<b>Fundos de Meta 105% do CDI.....</b>	43
4.2.3	<b>Fundos de Meta 110% do CDI.....</b>	43
4.2.4	<b>Resumo da Seleção.....</b>	43
4.3	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 2.....</b>	45
4.4	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 3.....</b>	46
4.5	<b>O MODELO ATUAL.....</b>	48
4.5.1	<b>A Atual Política de Investimentos.....</b>	49
4.6	<b>A PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS.....</b>	51
5	<b>CONCLUSÃO.....</b>	53
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	55

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Modelo Metodológico.....	11
Figura 2	Disposição do Sistema Previdenciário.....	16
Quadro 1	Principais Pontos da Resolução 2652.....	24
Figura 3	Modelo Operacional.....	28
Figura 4	Modelo Mínimo.....	38
Quadro 2	Política de Investimento de 1998.....	40
Quadro 3	Critérios de Seleção de Fundos.....	43
Figura 5	Mecanismo de Funcionamento dos FACs SELECT.....	44
Quadro 4	Taxas de Administração.....	47
Quadro 5	Política de Investimentos 2001.....	50
Gráfico 1	Performance dos Investimentos.....	51

## 2 FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS ESTADUAIS VERSUS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA

### 2.1 CONCEITOS GERAIS

A diferença entre essas estruturas, que compõem o Sistema Previdenciário Nacional, embora pouco explorada na literatura, é bastante significativa. Os Fundos Previdenciários Estaduais, tecnicamente denominados de Regimes Próprios de Previdência, são os sistemas previdenciários dos Estados, Municípios, União e Distrito Federal, destinados a dar cobertura previdenciária aos seus funcionários. Até 1998 não havia o conceito de Fundos Previdenciários, pois o que existiam eram Institutos de Assistência e Previdência, os famosos IAPs, cujo objetivo era oferecer assistência a saúde, pagar pensões, pecúlio e outros benefícios previdenciários e assistenciais. No Estado da Bahia existia o IAPSEB<sup>1</sup>, Instituto de Assistência e Previdência do Servidor do Estado da Bahia, cuja atribuição, assim como nos demais IAPs do Brasil, era oferecer assistência médica, pagar pensões, pecúlio, auxílio funeral e auxílio reclusão. Por algum tempo chegou-se até a oferecer assistência odontológica. As aposentadorias eram custeadas com recursos do Tesouro do Estado, portanto com recursos de impostos. Dessa forma, como se percebe, o conceito de Fundos de Previdência é bastante recente, data de 1998.

Já as Entidades Fechadas de Previdência Privada – EFPP, datam da década de 70. O embrião dessas instituições foram as Companhias Estatais, visando à criação de sistemas de previdência complementar, já que o sistema de aposentadoria dessas empresas eram bastante precários, e os funcionários ou retardavam as suas aposentadorias ou se aposentavam com perdas salariais. São portanto uma associação, onde tanto empregados quanto empresas contribuem, com vistas a complementar a aposentadoria dos funcionários. De lá para cá essa indústria cresceu e chega aos dias de hoje com um montante de ativos da ordem de R\$155,064 Bilhões, o que representava em agosto de 2001 13,4% do PIB brasileiro. Assim sendo, as EFPP constituem um sistema de aposentadoria complementar ao Regime Geral de Previdência Social –

---

<sup>1</sup> O IAPSEB foi criado pela Lei 2.321 de abril de 1966 e extinto em abril de 1998 pela Lei 7.249

RGPS, destinado aos trabalhadores da iniciativa privada, ao passo que os Fundos Previdenciários constituem o sistema previdenciário dos servidores públicos. Importante a essa altura ressaltar uma posição peculiar assumida pelos Fundos Previdenciários: a sua função como investidor institucional. Assim Rudge e Cavalcante definem os investidores institucionais:

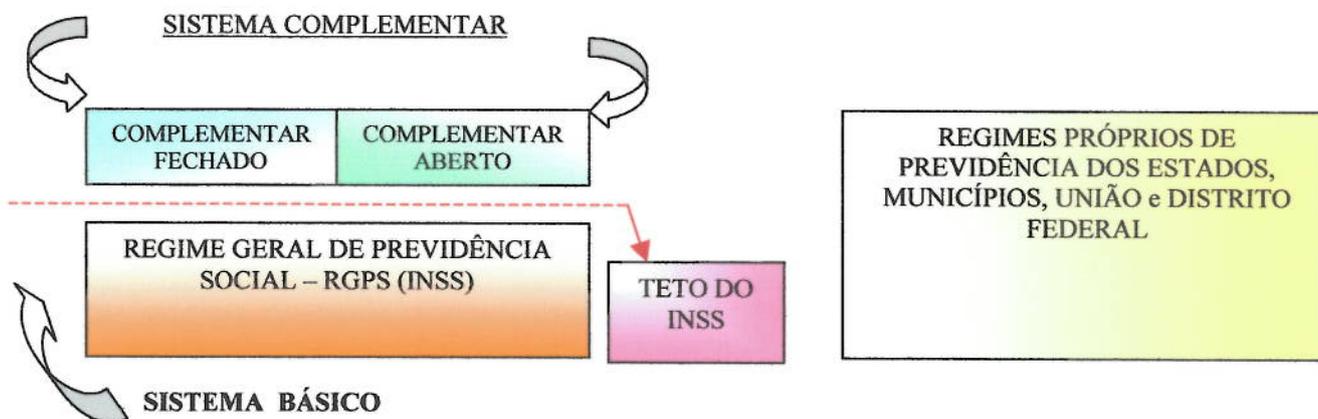
os investidores institucionais devem ser o mais importante participante dos mercados de dinheiro, em face de suas imensas massas de manobra, que são os recursos captados junto a seus públicos. Eles são os profissionais da aplicação de poupanças de terceiros, entidades para as quais as autoridades monetárias se voltam, quando se trata de manter a liquidez dos mercados financeiros. (RUDGE; CAVALCANTE, 1993, p.244 – 245)

Dentre os investidores institucionais temos os fundos de pensão, as seguradoras, os fundos de investimentos e instituições financeiras. Considerando-se a profissionalização crescente da administração de recursos de terceiros, podemos considerar que, em certa medida, os Fundos Previdenciários se enquadram no que se chama de investidores institucionais. Lembremo-nos que nesses fundos se administra recursos de terceiros não em proveito da própria entidade, muito menos dos seus gestores, mas em proveito dos participantes.

Ainda em complemento ao Regime Geral de Previdência Social existe o sistema de previdência complementar aberto. A característica desse sistema é de que ele está acessível a todo aquele que possa pagar, independente de vinculação empregatícia. São oferecidos pelas instituições financeiras e também compõe o time dos investidores institucionais.

A figura 2 abaixo ilustra a atual disposição do sistema de previdência no Brasil:

FIGURA 2. – Disposição do Sistema Previdenciário



## 2.2 LEGISLAÇÃO

A legislação que disciplina a matéria previdenciária é bastante ampla. Se fossemos nesse trabalho nos aprofundar nesse tema, certamente teríamos que mudar o enfoque de investimentos para o legal. Começa pela Constituição Federal de 1988, passa pelas suas diversas Emendas, em especial a Emenda Constitucional nº 20 de dezembro de 1998, que procedeu a reforma da previdência do Regime Geral e iniciou a reforma da previdência dos Regimes Próprios. Existe ainda a legislação infra-constitucional, cujo marco regulatório é a Lei 9.717 de 27 de novembro de 1998, e a Portaria Ministerial 4.992 de 05 de fevereiro de 1999. A nível estadual, o marco regulatório é a Lei 7.249 de 07 de janeiro de 1998. Percebe-se que a legislação estadual é anterior a Federal, mas que, mesmo considerando-se a hierarquia da norma jurídica, poucos foram os pontos conflitantes. Buscaremos analisar nessas legislações, tanto Federal quanto estadual os aspectos relacionados aos investimentos. Já o Banco Central do Brasil – BACEN, só ingressou na esteira regulatória dos Regimes Próprios em 23 de setembro de 1999 através da Resolução 2.652.

Nos dias atuais os Regimes Próprios já dispõem de um arcabouço legal mais robusto, nem sempre favorável ao desenvolvimento da área de investimentos, nem sempre claro como se deseja, mas ainda assim, um arcabouço legal.

### 2.2.1 A Legislação Federal

O marco da Legislação Federal, como já frisado, foi a Lei 9.717 de 27 de novembro de 1998, cuja publicação no Diário Oficial da União deu-se no dia seguinte. Essa lei já sofreu uma modificação, feita através da Medida Provisória nº 2.060 de 26 de setembro de 2000. Dentre as diversas regras a serem seguidas pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios para a organização e funcionamento dos seus Regimes Próprios, focaremos a análise nos itens que dizem respeito aos recursos financeiros. Conceitos antes só vistos no sistema complementar privado passaram a incorporar também o sistema previdenciário público, a exemplo de equilíbrio atuarial, como descrito no artigo primeiro da Lei 9.717.

Os regimes próprios de previdência social dos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal deverão ser organizados, baseados em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial. (BRASIL, 2001b)

Temos aí o conceito de equilíbrio financeiro e atuarial. O equilíbrio financeiro é entendido como a diferença entre as receitas e despesas, devendo dar positivo, ou seja, receitas maiores do que despesas. Já o equilíbrio atuarial considera todo o montante de benefícios previdenciários já concedidos ( aposentadorias e pensões principalmente) e os benefícios a conceder, que é representado pelas aposentadorias e pensões dos atuais funcionários ainda em atividade, mas que irão se aposentar em um período de tempo considerado. Feito esse cálculo, levando-se em conta variáveis estatísticas da massa em estudo, confronta-se com as reservas financeiras da instituição e com as contribuições que serão feitas. A parte positiva do patrimônio é chamada de ativo atuarial, e a negativa de passivo atuarial. O equilíbrio se dá quando ativo e passivo são iguais.

Já o artigo 6º da Lei 9.717, no seu inciso IV remete a aplicação dos recursos para as regras do Conselho Monetário nacional - CMN<sup>2</sup>. O CMN, por sua vez, editou as Resoluções que veremos a seguir, através do Banco Central do Brasil. Além desse caráter estritamente financeiro, é vedado expressamente através dos incisos V e VI da mesma Lei 9.717/98 a aplicação de recursos em empréstimos de qualquer natureza à União, Estados, Distrito Federal e Municípios, e investimentos em títulos públicos, exceto os títulos do Governo federal, que como veremos nos próximos capítulos é o ativo mais seguro para se investir.

### 2.2.2 A Legislação Estadual

A Lei 7.249/98 dispõe sobre o Sistema de Seguridade Social dos Servidores Públicos de forma bastante abrangente. Essa Lei reorganiza todo o sistema de seguridade social do Estado. Extingue o antigo Instituto de Assistência e Previdência dos Servidores do Estado da Bahia – IAPSEB, ao tempo em que cria duas estruturas distintas e independentes entre si. De um lado, para gerir a prestação dos serviços de saúde aos funcionários públicos e seus dependentes foi criado o PLANSEB, cujo vínculo organizacional está na Secretaria de Administração do Estado – SAEB. Para tratar dos assuntos relacionados a previdência social foi instituído o FUNPREV, cuja vinculação organizacional é com a Secretaria da Fazenda do Estado – SEFAZ.

Operacionalmente o FUNPREV está ancorado em dois pilares. Um pilar administrativo, que poderíamos chamar de gestor de passivo, situado na Diretoria de Previdência – DPR, da Superintendência de Recursos Humanos –SRH, da Secretaria da Administração. Chamamos de gestor de passivo porque a folha de pensionistas é gerada, controlada, administrada por essa Diretoria. A folha de aposentados é gerada em cada unidade de pessoal das diversas Secretarias e Poderes, pois ainda impera o paradigma de que o funcionário público aposentado está vinculado à folha dos funcionários ativos. Essa é a parte passiva do patrimônio, cujo controle está a cargo da Superintendência de

---

<sup>2</sup> O CMN é o órgão normativo de cúpula do Sistema Financeiro Nacional sendo o responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do País. É formado pelos Ministros da Fazenda, Planejamento, Orçamento e Gestão e o presidente do Banco Central.

Recursos Humanos da Secretaria da Administração - SRH, sendo que a folha de pensionistas especificamente fica a cargo da Diretoria de Previdência - DPR.

Para gerir os recursos financeiros foi criada a DIREF, Diretoria Financeira, vinculada à Superintendência Financeira da Secretaria da Fazenda. O foco dessa Diretoria é única e exclusivamente com a gestão financeira. Percebe-se um enfoque financeiro do Governo do Estado ao subordinar o FUNPREV à Secretaria da Fazenda, priorizando a gestão financeira, em detrimento do enfoque administrativo e assistencial que teria se estivesse vinculado à Secretaria da Administração. A natureza jurídica de Fundo lhe confere algumas vantagens administrativas e tributárias. Por força do princípio da imunidade recíproca entre os entes da federação, consagrado na alínea "a" do inciso VI do artigo 150 da Constituição federal, as rendas, patrimônio e serviços do FUNPREV não podem ser tributados ( especialmente CPMF, IOF e Imposto de Renda), o que permite maximizar os investimentos financeiros. O caráter financeiro do Fundo Previdenciário fica latente quando no inciso II do artigo 39 define-se uma das finalidades.

Art. 39 – Fica instituída ... o FUNPREV, vinculado à Secretaria da Fazenda, com finalidade de :

II – aplicar recursos provenientes das contribuições e transferências do Estado e das contribuições dos seus segurados. (Bahia, 2001b)

Mais adiante, no artigo 48, é estabelecido que as aplicações podem ser feitas diretamente, ou por intermédio de instituições financeiras especializadas, desde que autorizadas pelo CONPREV<sup>3</sup>. Os investimentos devem possuir garantia real, liquidez e atualização monetária e juros. Nessa definição de salvaguardas, podemos identificar que as garantias requeridas são bastante vagas. O mais correto seria estabelecer o perfil de risco, percentuais de composição do portfólio, ou outros instrumentos mais técnicos utilizados pelo mercado financeiro. Essa lacuna, porém, foi preenchida pelas Resoluções do Banco Central. O vácuo temporal entre a norma estadual e a norma do Banco Central poderia sim representar algum perigo, mas após a edição das Resoluções do Banco Central a questão foi sanada, como veremos adiante.

---

<sup>3</sup> CONPREV – Conselho Previdenciário - é o órgão consultivo, deliberativo e de supervisão superior, vinculado à Secretaria da Administração.

Quanto às vedações, os artigos 50 e 51 proíbem respectivamente a aplicação em operações que envolvam interesses do Estado, bem como a aplicação em títulos, bens e valores mobiliários do próprio Estado; e em despesas com serviços administrativos e operacionais. Essas despesas são alocadas no orçamento da própria Secretaria da Fazenda.

Uma contradição entre a legislação federal e a estadual é a concessão de empréstimos aos participantes. A legislação estadual no seu artigo 53 permite a concessão de tais empréstimos, ao passo que a Lei Federal proíbe. O que se depreende é que esse artigo da Lei Estadual é letra morta, pois essa alternativa de investimento nunca chegou a ser operacionalizada<sup>4</sup>.

Já os artigos 61 e 62 tratam de termos eminentemente direcionados a planos de previdência complementar, quando abordam aspectos de natureza atuarial, estatístico e constituição de reservas. Dispõe os citados artigos, da necessidade de avaliação atuarial e estatística do plano de benefícios, e da constituição de reservas matemáticas de benefícios concedidos e a conceder. Tais conceitos prezam pelo já citado equilíbrio financeiro e atuarial do plano de previdência concedendo-lhe um caráter técnico financeiro.

### **2.2.3 As Resoluções do Banco Central do Brasil**

As Resoluções do Banco Central do Brasil disciplinam a forma, limites e tipos de mercado em que os Regimes Próprios de Previdência devem, ou podem, investir os recursos. São três Resoluções:

- 2.651 de 23 de novembro de 1999
- 2.652 de 23 de novembro de 1999
- 2.661 de 29 de outubro de 1999

---

<sup>4</sup> O artigo 53 da Lei 7.249/98 foi revogado pela Lei 7943 de 05 de novembro de 2001.

Se traçarmos uma linha temporal entre a legislação estadual, a legislação federal e a principal norma do Banco Central, vamos obter a seguinte configuração:

Lei 7.249	⇒	JANEIRO DE 1998
Lei 9.717	⇒	NOVEMBRO DE 1998
Res. 2652	⇒	NOVEMBRO DE 1999

Vamos perceber que de janeiro a novembro de 1998 não havia qualquer norma federal ou do Banco Central que disciplinasse os gestores dos Regimes Próprios nos investimentos dos recursos. Em novembro de 1998 a Lei 9.717 estabeleceu algumas limitações, mas não especificou enquadramentos, percentuais nem mercados. Só em novembro de 1999, portanto 22 meses depois, é que veio a norma regulamentadora do Banco Central. É sobre essa norma que pretendemos nos aprofundar.

A Resolução 2.651 dispõe sobre a aquisição de ações de empresas estatais vinculadas a fundos previdenciários por instituições financeiras federais. Trata-se de uma antecipação de recursos aos Fundos Previdenciários, com lastro em ações de empresas estatais incluídas no programa de privatizações. Estabelece que do valor acordado, 80% (oitenta por cento) deve ser pago mediante a emissão de títulos ou valores mobiliários de emissão da própria adquirente ou de subsidiária integral dessa. Os 20% (vinte por cento) restantes podem ser pagos em espécie. Essa operação deve ser previamente autorizada tanto pelo Banco Central quanto pela Secretaria de Previdência do Ministério da Previdência e Assistência Social. Os títulos por sua vez, são inalienáveis, o que significa dizer que não existe mercado secundário. O prazo de resgate é de no mínimo quinze anos, e o principal é resgatado mensalmente em prestações iguais trinta dias após a liquidação financeira do leilão de privatização da empresa estatal. A atualização é pelo Índice Geral de Preços –IGP-M<sup>5</sup> divulgado pela Fundação Getúlio Vargas e juros de no mínimo a meta atuarial adotada para o plano. O Fundo de Previdência da Bahia valendo-se desses dispositivos, efetuou com a Caixa Econômica Federal – CEF a permuta de ações da Empresa Baiana de Águas Saneamento – EMBASA, incluída no programa de privatizações do estado, com um título emitido pela CEF nas condições acima descritas e que hoje compõe uma parte do patrimônio do Fundo.

A Resolução 2.652, é a que trata das aplicações propriamente ditas dos fundos com finalidade previdenciária, sendo a norma mais importante nessa área. Ao contrário das regras que disciplinam os investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Privada ( não entraremos nos detalhes dessas regras) a Resolução 2652 não segmenta os mercados. Ela estabelece limites de aplicação em função da origem dos recursos aportados ao Fundo. Os recursos provenientes das alienações de patrimônio vinculado ao Fundo Previdenciário ( vide Resolução 2.651) devem destinar no mínimo 80% ( oitenta por cento) para aplicações em Títulos Públicos Federais ( emitidos pelo Tesouro Nacional ou Pelo Banco Central), Títulos e Valores Mobiliários emitidos por instituição financeira cujo capital seja integralmente detido pela União, ou Títulos e Valores Mobiliários de emissão de subsidiária das instituições acima. Os recursos em moeda corrente, as contribuições do Estado e dos funcionários, os resgates das aplicações financeiras, os aportes em espécie e os 20% (vinte por cento) restantes dos recursos provenientes das alienações de patrimônio vinculado ao Fundo Previdenciário podem ser investidos até 100% em Títulos Públicos Federais, até 80% em renda fixa<sup>6</sup>, e até 30% em fundos de investimentos de renda variável<sup>7</sup>. Quanto a aplicação em fundos de investimentos, a Resolução 2.652 estabelece uma limitação bastante rigorosa em alguns aspectos, e relaxada em outros.

Estipula que as aplicações em FIF ( Fundo de Investimentos Financeiros ) e FAC ( Fundo de Aplicação em Cotas de Fundos) deve limitar-se a 20% do patrimônio líquido do FIF ou do FAC. No entanto não impõe limites de concentração de capitais em determinada ação ( para os 30% possíveis de aplicação em renda variável) nem estabelece critérios de risco. Essa regra impossibilita a constituição de fundos de investimentos exclusivos, que oferece grandes vantagens sobre os fundos de investimentos abertos. As desvantagens em operar em fundos de investimentos abertos são muitas, e vão desde a ingerência que se tem na política de investimentos e seleção

---

<sup>5</sup> O IGP-M é um índice misto resultante da combinação linear de três outros índices: IPC, IPA e INCC, com pesos respectivamente de 60%, 30% e 10%, apurado mensalmente.

<sup>6</sup> Os papéis que lastreiam as aplicações em Renda Fixa são representados por títulos dos Governos Federal, Estadual ou Municipal, e títulos privados emitidos por instituições financeiras ou empresas, com taxas pré ou pós fixadas.

<sup>7</sup> As aplicações em Renda Variável concentram-se em ações de empresas negociadas em Bolsa

dos papéis do fundo até a negociação de uma taxa de administração mais atrativa. O pior no entanto é que as regras para a contratação desses fundos não estão claras. Diz o inciso I do art. 4º da Resolução 2.652 :

é necessária a seleção de instituições financeiras responsáveis pela aplicação dos recursos – instituições administradoras – obedecida a legislação pertinente, devendo ser considerados como critérios mínimos de escolha a solidez patrimonial, o volume de recursos administrados e a experiência no exercício da atividade de administração de recursos de terceiros (BRASIL, 2001b)

Essa “legislação pertinente” não está claramente especificada. Poderíamos imaginar que se trata da Lei de Licitações, mas seria extremamente complicado uma licitação pública para a seleção de gestores de recursos. O que o mercado costuma fazer é uma seleção de gestores com base em alguns parâmetros técnicos, onde o menor preço assume por vezes um papel secundário. O quadro 1 abaixo nos mostra de forma resumida os principais pontos da Resolução 2.652.

QUADRO 1. – Principais Pontos da Resolução 2.652.

<b>1. Enquadramento</b>	23 de setembro de 2000
<b>2. Aplicações já existentes</b>	Os excessos referentes aos enquadramentos devem ser eliminadas à medida em que as operações forem vencendo.  É vedada a contratação de novas operações que onerem os percentuais de enquadramento
<b>3. Relatórios de enquadramento</b>	O MPAS deve aprovar planos de enquadramento de aplicações, desde que formalizado com os respectivos cronogramas.  Os Fundos Previdenciários devem encaminhar ao MPAS demonstrativo da evolução de enquadramento das aplicações, na

Tombamento Patrimonial

	<p>periodicidade e forma a serem definidos pelo MPAS. (essas definições não foram editadas)</p>
<p><b>4. Segmentos de aplicações</b></p>	<p>Não há segmentação. As aplicações são definidas em função da origem dos recursos :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Recursos provenientes das alienações de patrimônio vinculado ao Fundo na forma de bens, direitos ou ativos de qualquer natureza.</li> <li>✓ Recursos em moeda corrente – contribuições, resgates das aplicações financeiras e aportes de qualquer natureza em espécie.</li> </ul>
<p><b>5. Limites de aplicação</b></p>	<p>1) Recursos provenientes das alienações de patrimônio vinculado ao Fundo na forma de bens, direitos ou ativos de qualquer natureza.</p> <p>⚡ <b><u>No mínimo 80% isolado ou cumulativamente em:</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Títulos do Tesouro Nacional</li> <li>◆ Títulos do BACEN</li> <li>◆ Títulos ou Valores Mobiliários emitidos por instituições financeiras cujo capital social seja integralmente detido pela União</li> <li>◆ Títulos e Valores mobiliários de emissão de subsidiárias das instituições acima</li> </ul> <p>* Os títulos são inalienáveis pelo prazo de 15 anos, resgatáveis à fração de 1/15 ao ano.</p> <p>2) Recursos em moeda corrente – contribuições, resgates das aplicações financeiras e aportes de qualquer natureza em espécie, e os 20% restantes dos recursos provenientes das alienações de patrimônio vinculado ao Fundo na forma de bens,</p>

	<p>direitos ou ativos de qualquer natureza.</p> <p>↗ Até 100% em Títulos do Tesouro Nacional ou <b>BACEN</b>.</p> <p>↗ Até 80% em Renda Fixa</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Poupança – máximo de 5% dos recursos em uma mesma instituição</li> <li>◆ <b>FIF</b> e <b>FAC</b> – até 20% do PL do fundo de investimento</li> </ul> <p>↗ Até 30% em <b>FIF</b> de Renda Variável</p>
--	---

Fonte: Resolução 2.652 do BACEN

A Resolução 2.661 por sua vez apenas procedeu algumas alterações nas Resoluções 2.651 e 2.652. Em ambas as Resoluções modifica o percentual em que a alienação de ações de empresas estaduais vinculadas ao Fundo Previdenciário deve ser paga em títulos ou valores mobiliários da adquirente. A redação original fixava que 90% do valor deveria ser pago em títulos ou valores mobiliários da adquirente. A resolução 2.661 reduz esse percentual para 80%.

Esse é o arcabouço legal, tanto federal quanto estadual, que se constitui no ambiente operacional onde os investimentos devem ocorrer. No Capítulo seguinte discorre-se sobre a estrutura montada no FUNPREV para administrar os recursos financeiros no ambiente descrito.

### 3 O MODELO OPERACIONAL DO FUNPREV

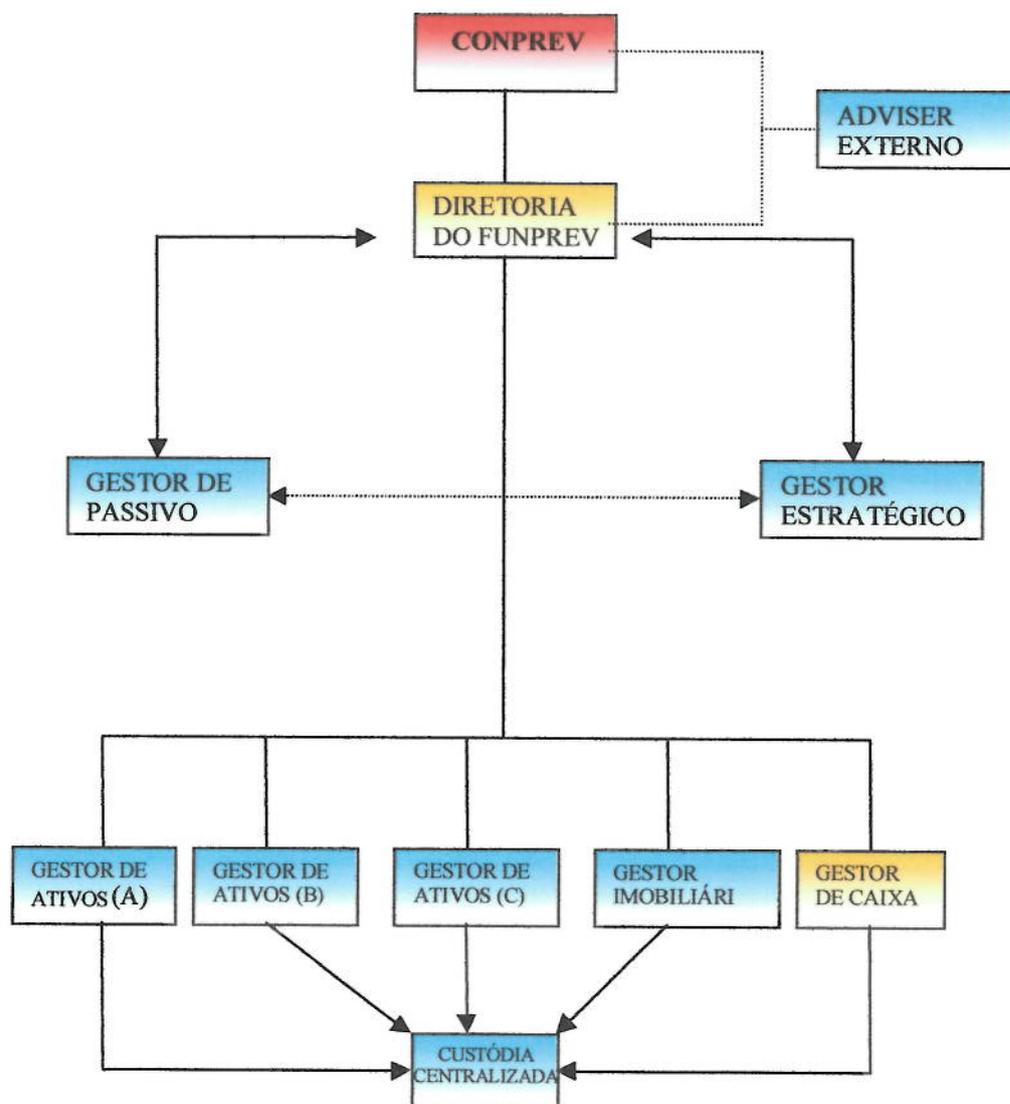
#### 3.1 CONCEITOS GERAIS

Entendemos como Modelo Operacional a estrutura necessária para suportar e operacionalizar de maneira profissional as atividades de investimentos financeiros do Fundo Previdenciário. O modelo aqui apresentado foi desenhado no ano de 1998, logo após a operacionalização do Fundo. Diante da realidade que se apresentava à época, com um grande montante de recursos a ser gerido por uma estrutura de pessoal relativamente pequena, primou-se pela terceirização de tarefas, contratando do próprio mercado financeiro os agentes operativos já habituados e experimentados na administração de recursos de terceiros. Ao corpo interno do FUNPREV competia a seleção e acompanhamento desses agentes. Embora desenhado para funcionar na plenitude, inclusive com elementos inovadores para os próprios fundos de pensão privados, a implementação total não chegou a ser concretizada. Dificuldades de contratação de algumas peças como *adviser* externo, por exemplo, é uma delas ( detalharemos esse elemento mais adiante). Outros elementos mostraram-se dispensáveis, como também veremos adiante. O fato é que, o modelo idealizado era suficientemente abrangente para dar cobertura operacional a qualquer tipo de situação, ainda incerta, que pudesse ocorrer.

O *timing* para implantação desse modelo requer ainda uma aculturação dos organismos de Estado, pois, por possuir na sua estrutura elementos característicos de mercado, pode parecer à primeira vista descabido para a esfera pública. Podemos entender o modelo apresentado como a estrutura máxima, podendo ser encolhida ou distendida, conforme sejam as necessidades.

### 3.2 A ESTRUTURA DO MODELO

FIGURA 3: Modelo Operacional.



O CONPREV – Conselho Previdenciário do Estado, , conforme já definido, é o organismo de deliberação máxima das ações do Fundo Previdenciário. Além de estar previsto na Lei 7.249/98, possui um Regimento, aprovado pelo Decreto 7.252 de 17 de março de 1998. Esse Conselho é formado pelo Secretário da Administração, que o presidirá; por um representante do Poder Legislativo; um representante do Poder Judiciário, um representante do Ministério Público; um representante da Secretaria de

Governo; um representante da Secretaria da Fazenda; um representante da Secretaria de Planejamento Ciência e Tecnologia; um representante da Procuradoria Geral do Estado, o Diretor do FUNPREV, o Superintendente de Recursos Humanos da Secretaria da Administração e um representante dos funcionários públicos. Todos os membros, titulares e suplentes são nomeados pelo Governador do Estado. As atribuições desse Conselho, dentre outras, compreende a apreciação e aprovação da programação anual e plurianual do FUNPREV, participar, acompanhar e avaliar a gestão do FUNPREV, autorizar a contratação de empresas especializadas para a realização de estudos atuariais, fixar as normas de atuação dos agentes operativos e financeiros, aprovar a contratação de agentes operativos e financeiros do FUNPREV, bem a celebração de contratos, convênios, acordos e ajustes que impliquem o comprometimento de bens patrimoniais, enfim, fazer todo o acompanhamento das ações desenvolvidas pela Diretoria Financeira. Por esse motivo o CONPREV é colocado no topo do organograma.

Subordinado a ele esta a Diretoria do FUNPREV. Essa Diretoria é composta por duas Gerências: a Gerência de Patrimônio e a Gerência de Investimentos. Todo o modelo, exceto o Gestor de Caixa e o Gestor de Passivo estaria sob a coordenação da Gerência de Investimentos. O desenho foi montado para que, em colegiado, as duas gerências e a diretoria, executassem as ações necessária, prestando contas diretamente ao CONPREV. Ao lado de ambos estaria o Adviser Externo, uma espécie de consultor, que não se envolveria na parte operacional. Esse consultor daria assessoria à Diretoria Financeira, atuaria junto ao CONPREV em reuniões periódicas, traçando cenários macroeconômicos e atuando junto aos Conselheiros no sentido de inseri-los no contexto economico-financeiro, fazendo a conexão entre as ações da Diretoria Financeira e os cenários traçados.

Os Gestores de Passivo e estratégico atuariam conectados, porém independentes. O Gestor de Passivo cuidaria do passivo atuarial, das obrigações do Fundo, trabalhando em cima dos cálculos atuarias e da mensuração das reservas necessárias e o patamar de remuneração dos investimentos. O Gestor estratégico atuaria na estratégia adotada para os investimentos. Ambos reportando-se a Diretoria Financeira, que faria as ações junto

aos gestores de Ativos, e Imobiliário. Os Gestores de Ativos seriam os responsáveis pela operacionalização das estratégias, investindo os recursos. O Gestor de Caixa não seria terceirizado.

Por fim o Custodiante, que é o responsável pela guarda dos ativos, de forma consolidada, relacionando-se com os Gestores de Ativos e com o Gestor estratégico. Nas seções seguintes iremos detalhar mais o papel de cada participante do modelo.

### 3.2.1 A Diretoria Financeira

A Diretoria Financeira, inicialmente chamada de Coordenação Executiva, é a célula executiva do Fundo. Atualmente, por força da última alteração regimental da Secretaria da Fazenda, passou a ser subordinada à Superintendência Administrativa Financeira - SAF<sup>8</sup>. Dentre as decisões estratégicas da DIREF considerando o modelo idealizado tem-se:

- coordenar a contratação de consultorias especializadas para o apoio na gestão passiva e ativa do Fundo;
- buscar junto ao consultor do passivo o claro entendimento da realidade atuarial do Fundo, de forma a estar sempre capacitado a tomar as melhores decisões para a adequação da gestão ativa à essa realidade;
- buscar, em conjunto com a consultoria do ativo, a definição da alocação dos ativos de forma a garantir a melhor relação risco x retorno de acordo com as características do passivo do Fundo;
- buscar a escolha dos estilos de gestão e os *benchmarks* de cada classe de ativos que melhor se ajustem à alocação considerada;
- participar, em conjunto com o consultor do ativo, da escolha dos gestores que melhor atendam aos diferentes objetivos e estilos de investimentos, obedecendo critérios definidos para a seleção;

---

<sup>8</sup> A Superintendência Administrativa Financeira – SAF é composta pela Diretoria do Tesouro – DEPAT; Diretoria de Contabilidade Pública – DICOP e Diretoria Financeira do FUNPREV – DIREF.

- fazer o acompanhamento e a avaliação dos gestores de recursos diante dos objetivos a eles atribuídos;
- buscar o acompanhamento e reavaliação da alocação dos recursos em função do desempenho dos gestores de recursos;
- realizar reuniões periódicas com os gestores escolhidos, de forma a debater sobre o entendimento de cenários que cada um vem adotando;
- coordenar a equipe interna para acompanhar o desenvolvimento do Fundo.

### 3.2.2 O Adviser

O Adviser Externo é a figura de alto nível que teria a incumbência de traçar os cenários macroeconômicos, expondo-o de forma clara ao Conselho. Seria o conselheiro do Conselho. Um profissional de notório reconhecimento, com vivência de mercado financeiro e conhecimentos econômicos sólidos. Não estaria no dia a dia em contato com o Conselho, nem com a Diretoria Financeira. Imagina-se uma reunião quinzenal, ou mensal, ou extraordinariamente a qualquer tempo no caso de algum evento que traga mudança de cenários ( como a queda do Worl Trade Center) e que vá impactar nos mercados. esse é um procedimento bastante usual nas grandes instituições financeiras que atuam no mercado financeiro.

### 3.2.3 O Gestor Estratégico

De todo o modelo, essa foi a figura mais difícil de se definir e de encontrar sem que houvesse conflito de interesses. Imaginava-se numa pessoa, física ou jurídica, que montasse as estratégias de investimentos, mas que não atuasse na ponta, fazendo a gestão de ativos. O problema é que essa pessoa inexistente no mercado brasileiro. Todos os que fazem esse planejamento estratégico são ligados a alguma instituição financeira, ou são a própria instituição. Quando não, são empresas de consultoria que atuam de forma genérica, esparsa, por tempo delimitado, não atendendo aos interesses propostos de acompanhamento contínuo. As atribuições reservadas a esse gestor seriam:

- sugerir, em função dos estudos apresentados pelo Gestor de Passivo, a melhor política de investimentos a ser adotada pelo FUNPREV;
- consultoria para identificação dos melhores níveis de *asset allocation*<sup>9</sup> em função das necessidades identificadas pelo Passivo;
- acompanhamento permanente do nível de risco a que está submetida a carteira global e as carteiras individualizadas do Fundo;
- assessoramento na escolha das instituições a serem contratadas como gestoras dos recursos do Fundo;
- assessoria no estabelecimento de modelos de remuneração para cada um dos gestores escolhidos;
- desenvolvimento ou indicação de *benchmarks* que mais se adaptem aos portfólios de classes de ativos definidos no *asset allocation*;
- análise do nível de risco a que está submetido cada um dos gestores escolhidos;
- acompanhamento da performance de cada um dos gestores escolhidos, com a emissão de relatórios sobre o cumprimento das metas traçadas para cada gestor;
- avaliar a liquidez dos ativos constantes nas carteiras do gestores;
- participar de reuniões com a Diretoria Financeira do FUNPREV e com os Gestores de Ativos;
- acompanhar os registros dos ativos na Custódia, atestando a correção e consistência dos registros;
- contratação de empresas especializadas em análise de projetos de investimento a fim de avaliar a conveniência financeira da participação do FUNPREV;

### 3.2.4 O Gestor de Passivo

Em um Fundo de natureza previdenciária, assim como em qualquer empresa, o passivo representa a parte negativa do patrimônio. Esse passivo é composto pelo montante de benefício previdenciários que já são pagos aos aposentados e pensionistas, chamado de benefícios concedidos, e pelo valor a ser pago como benefícios aos atuais funcionários ativos quando estes se aposentarem, chamado de benefícios a conceder. O total desse

---

<sup>9</sup> Asset Allocation é a terminologia utilizada pelo mercado financeiro para expressar a diversificação e distribuição dos ativos financeiros.

passivo atuarial é determinado pelo cálculo atuarial. Dentro desse contexto, o gestor de Passivo teria as seguintes atribuições:

- **fazer** o levantamento de toda a estrutura atuarial do Fundo, de forma a traçar um **retrato** da realidade passiva do Fundo, o que irá resultar nas ações a serem desenvolvidas pelos Gestores de Ativo;
- Informar periodicamente ao FUNPREV as deficiências de reservas matemáticas do **Fundo**;
- **informar** periodicamente o prazo de sobrevivência do Fundo na hipótese de déficit atuarial;
- **informar** periodicamente o fluxo de caixa projetado com base nas expectativas de **pagamento** de benefícios e recebimento de contribuições;
- **opinar** sobre novos planos de benefícios e alíquotas de contribuições necessárias para suportar o novo patamar de despesas;
- **elaborar** cálculos e projeções em funções de aumento dos benefícios pagos;

### 3.2.5 O Gestor de Ativos

Como numa empresa, o ativo representa a parte positiva do patrimônio de um Fundo Previdenciário. Esses ativos, também chamados de reservas, são investidos no mercado financeiro através de instituições financeiras especializadas, que podem ser bancos de investimentos, corretores, ou apenas gestores de recursos de terceiros. Genericamente essas instituições são chamadas de gestores de ativos. Esses gestores, selecionados **dentre** muitos existentes no mercado, e atendendo a parâmetros definidos pelo FUNPREV, teriam como atribuições:

- atender as metas e *benchmarks* que forem determinadas pelo FUNPREV em função do ativo administrado;
- **criar** fundos de investimentos exclusivos de acordo com as diretrizes traçadas pelo FUNPREV, atendendo as normas do Banco Central e da Comissão de Valores **Mobiliários - CVM**;

- fornecer diariamente ao Gestor Estratégico a posição dos investimentos com as carteiras abertas de forma a possibilitar a análise dos papéis que compõem a carteira;
- treinar o pessoal do FUNPREV no acompanhamento de aplicações de performance de investimentos financeiros.

### 3.2.6 O Gestor de Imóveis

O Gestor de Imóveis foi desenhado para administrar a carteira imobiliária e os imóveis herdados do antigo Instituto de Assistência e Previdência dos Funcionários Públicos do Estado da Bahia - IAPSEB. O montante de imóveis era bastante significativa na quantidade, mas bastante duvidosa quanto a qualidade e valorização patrimonial. A intenção de auferir rendas desses imóveis foi abortada no momento em que, após levantamento de viabilidade financeira, constatou-se que tratavam-se de um espólio de difícil realização. Como solução, precedemos a devolução dos mesmos ao patrimônio do Estado. A carteira imobiliária por sua vez requereu um tratamento mais especializado. O Gestor de Imóveis foi efetivamente contratado, e a sua missão foi sanear a carteira imobiliária, adequando-a aos padrões da Caixa Econômica Federal, para numa ação posterior ser negociada ou mesmo devolvida ao Estado. Essa ação foi executada com sucesso, e carteira habitacional foi em conjunto uma outra carteira habitacional do Banco do Estado da Bahia – BANEH, passada para a administração da URBIS, que também possuía a sua própria carteira habitacional, esta muito maior do que as outras duas. Após essas ações o Gestor de Imóveis foi dispensado pela não disposição do FUNPREV em assumir posições de investimento nesses ativos.

### 3.2.7 O Gestor de Caixa

O Gestor de Caixa é entendido como a célula responsável pelo acompanhamento do caixa do Fundo. Nunca se imaginou terceirizar essa atividade. A sua missão é fazer com que o Fundo tenha os recursos necessários para cumprir com o pagamento dos benefícios aos participantes, otimizando-os. As suas principais funções são:

- verificar constantemente o fluxo de caixa de forma a mantê-lo em condições de liquidez para atender às necessidades de pagamento;
- buscar junto às instituições financeiras a maximização da rentabilidade dos recursos disponíveis para o curto prazo do fundo;
- analisar os prazos de aplicação desses recursos com o fluxo de caixa programado;
- comunicar a existência de qualquer inconsistência no fluxo.

### 3.2.8 A Custódia Centralizada

O custodiante é o responsável pela guarda dos ativos financeiros. As operações financeiras quando são realizadas, são registradas em companhias especialmente designadas para esse fim, onde são registrados os títulos negociados.

A custódia ou *safekeeping*, é o registro que comprova a existência e guarda desses ativos, feitas por instituições financeiras, englobando todos os registros das diversas companhias acima mencionadas. Quando se investe em várias instituições financeiras, ou quando se tem vários Gestores de Ativo, a guarda e registro desses ativos podem ser feitas por mais de um custodiante ( depende do gestor do Ativo), ou pode ser centralizado, elegendo-se um único custodiante para fazer a guarda e registro de todos os ativos. As vantagens de se ter um custodiante central está no controle da posição de risco global dos investimentos. Imagine que se tenha dez Gestores de Ativos com dez custodiantes distintos. Os papéis comprados por um Gestor de Ativo pode estar sendo comprado também pelos demais, e como a guarda e registro desses papéis está espalhado não se tem uma posição consolidada da quantidade desses papéis na carteira. Com o custodiante central ter-se-ia essa posição consolidada com a possibilidade de avaliação dos riscos incorridos. Imagina-se que as atribuições desse Custodiante Central seriam:

- realização de guarda de ativos acompanhando e controlando as posições dos títulos nos sistemas (CETIP, SELIC, BM&F e CBLIC)

- efetuar a liquidação financeira de todas as operações realizadas pelos administradores de recursos;
- geração de relatórios para controle dos limites globais de cada carteira;

O processo para contratação do Custodiante Central chegou a ser feito, mas em função das limitações de constituição de fundos de investimentos exclusivos esse processo foi suspenso. Deve-se essa suspensão ao fato de que só faz sentido a custódia de fundos aonde o investidor detenha o total das cotas do fundo de investimentos, o que significa dizer que ele é o proprietário integral dos papéis que compõem esse fundo de investimento. A partir do momento em que o investidor passa a ser um mero cotista, ingressando num fundo de investimentos condominial, ele passa a ser detentor apenas de uma fração dos ativos, representado pela quantidade de cotas que possui. Nessas condições não se pode fazer a custódia individualmente, visto que a custódia do papel é feita pelo administrador do fundo de investimento.

### 3.3 O Modelo Mínimo

Definimos o Modelo Mínimo como o modelo que efetivamente foi implementado. Entre o modelo idealizado e o modelo possível de implementação, verifica-se que alguns dos elementos mais complexos não foram postos em prática.

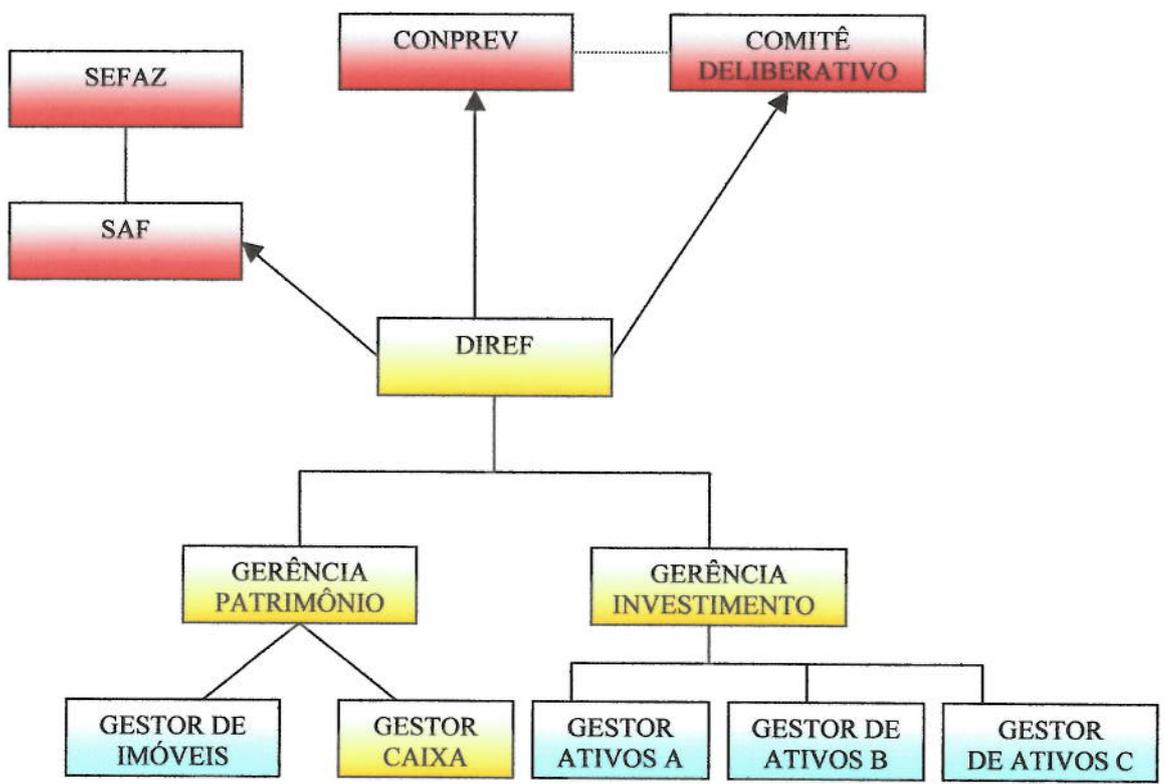
Ressalte-se que, mesmo para as diversas instituições financeiras contatadas, e que tiveram conhecimento do modelo operacional proposto, a idéia foi considerada arrojada, pois nem mesmo os fundos de pensão mais desenvolvidos possuíam aquela estrutura. Seja por motivos culturais de administração pública, dificuldades de mercado em ofertar os serviços desejados ou mesmo por mudanças conjunturais, restou provado que o modelo pretendido era muito arrojado para a realidade de mercado e da própria administração pública. O Custodiante Central, por exemplo, teve a sua contratação abortada em virtude de mudanças na legislação, que proibiam o FUNPREV de manter Fundos de Investimentos exclusivos. O Gestor Estratégico independente das atividades de gestão de recursos não estava disponível no mercado brasileiro.

No Modelo Mínimo apresentado a Diretoria Financeira do FUNPREV – DIREF, se reporta a três esferas superiores de decisão: a Superintendência Administrativa Financeira da Secretaria da Fazenda – SAF; o Conselho Previdenciário – CONPREV; e o Comitê Deliberativo<sup>10</sup>. O acompanhamento das ações da DIREF são efetivamente acompanhadas pela SAF, respaldadas pelo Comitê Deliberativo. Abaixo da DIREF tem-se duas gerências. A Gerência de Patrimônio e a Gerência de Investimentos. Na Gerência de Patrimônio é feita a gestão de caixa, internamente, sem participação de qualquer figura terceirizada. Também foi nessa Gerência que se efetuaram as ações do Gestor Imobiliário, conforme previsto no Modelo Operacional, que atuou no saneamento da carteira imobiliária. Essa figura foi contratada externamente conforme previsto. Após a execução do serviço foi dispensado. Na Gerência de Investimentos ficou alocado os Gestores de Ativos, todos terceirizados. A missão de selecionar, contratar, acompanhar, avaliar, controlar, montar estratégias, discutir e propor formas e patamares de remuneração, substituição de gestores, controle das carteiras, emissão de relatórios, enfim, tudo que seria atribuição do Gestor Estratégico no Modelo Operacional, terminou sendo feito diretamente pela Gerência de Investimentos. O stress inicial transformou-se em aprendizado e experiência, experiência essa que será abordada no Capítulo III. A figura 4 abaixo nos mostra como foi esse Modelo Mínimo.

---

<sup>10</sup> O Comitê Deliberativo, conforme previsto no artigo 44 da Lei 7.249, é composto pelo Secretário da Fazenda, da Administração e pelo Diretor do FUNPREV, para deliberar *ad referendum* do CONPREV sobre matérias que ultrapassem as competências da DIREF e que requeiram pronta decisão.

FIGURA 4. Modelo Mínimo.



## 4 POLÍTICAS DE INVESTIMENTOS

### 4.1 A POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DE 1998

Os recursos inicialmente aportados ao Fundo Previdenciário pelo Governo do Estado, em 1998, no montante de quatrocentos milhões de reais, foram utilizados na aquisição de Títulos Públicos Federais – LBC 3 – especialmente emitidos para atender a renegociação da dívida mobiliária do Estado da Bahia. Esses títulos eram de curto prazo, com dez vencimentos sucessivos e semanais. Paralelamente, foi aberta no Banco do Estado da Bahia – BANEBA, uma conta especial chamada “depósito sob aviso”. Trata-se de uma conta corrente remunerada, lastreada em títulos públicos federais, com liquidez diária, e remuneração próxima ao CDI – Certificado de Depósito Interbancário. Com os vencimentos dos títulos acima mencionados, os recursos foram sendo transferidos para essa conta, e acumulados às receitas correntes de contribuições. Essa situação porém não poderia ser permanente, pois a fim de maximizar os rendimentos e buscar uma maior segurança contra imprevistos, tornava-se necessário diversificar os investimentos.

Assim sendo, em junho de 1998 foi proposto ao Conselho Previdenciário – CONPREV, a política de investimentos do FUNPREV, baseada na Resolução 2.324 do Banco Central – BACEN, que tratava dos limites impostos às Entidades Fechadas de Previdência Privada – EFPP. O quadro 2 abaixo mostra a Política de Investimentos elaborada em 1998:

QUADRO 2: Política de Investimentos de 1998

MODALIDADE DE APLICAÇÃO	LIMITE RES. 2.324 - BACEN	LIMITE FUNPREV
1. Títulos Públicos Federais	100%	100%
2. Renda Fixa	80%	80%
2.1. Títulos Públicos Estaduais e Municipais	50%	50%
2.2. CDB/RDB, Fundos de Investimento, Debêntures Públicas, Letras Hipotecárias	80%	80%
2.3. Poupança, Ouro Físico, Contratos de Ouro Futuro	10%	10%
2.4. Fundos de Investimento no Exterior	10%	10%
3. Renda Variável	50%	10% até dez 98 20% até dez 99 30% até dez 00 40% até dez 01 50% a partir de jan. 03
3.1. Ações de companhias abertas 3.2. Quotas de fundos de ações 3.3. Ações de emissão de companhias fechadas adquiridas no âmbito do PNB	50%	10% até dez 98 20% até dez 99 30% até dez 00 40% até dez 01 50% a partir de jan. 03
4. Cédulas de Crédito Rural, Notas Promissórias Rurais, Cédulas de Produto Rural, Certificados de Mercadoria	3%	Zero
5. Quotas de Fundos Imobiliários	10%	5%
6. Fundos de Empresas Emergentes	5%	5%
7. Imóveis ( uso próprio, comerciais, terrenos, shoppings)	15%	Limitados aos imóveis recebidos do IAPSEB até dez 98, 10% até dez 99 e 7,5% a partir daí
8. Empréstimos aos participantes	3%	Zero até dez 98 3% a partir de jan. 99
9. Financiamentos imobiliários a participantes	7%	5%
10. Operações com Patrocinador	10%	zero

Fonte: relatório de atividades do FUNPREV de junho/98.

O quadro acima nos sugere algumas observações. Primeiramente sempre se buscou a máxima prudência nos investimentos, com retornos que possibilitem atingir a meta<sup>11</sup> atuarial (6% a.a. mais IGP-M). O fato de haver limites autorizados para cada modalidade de aplicação não indica necessariamente que os mesmos serão utilizados. As aplicações em renda variável, por exemplo, devem ser cuidadosamente estudadas, e

<sup>11</sup> A meta atuarial é o índice sugerido pela Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social como o mínimo que os Fundos de Pensão têm que remunerar o investimento das reservas financeiras

enquanto as taxas de juros estiverem altas não se justifica sair das aplicações de renda fixa.

Outras modalidades de investimentos, embora autorizadas, foram proibidas de serem feitos por legislação posterior, especialmente a Lei Federal 9.717/98. Encontram-se nessa categoria as aplicações em Títulos Públicos Estaduais e Municipais e Empréstimos a Participantes.

#### 4.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 1

A fim de desconcentrar os investimentos de uma única instituição financeira, e tentar até suplantar as ótimas performances até então obtidas, o FUNPREV traçou uma estratégia para investir em Fundos de Investimentos, que aqui chamaremos de fase 1.

Essa primeira fase dos fundos de investimentos do FUNPREV caracterizou-se pela seleção de fundos de investimentos abertos do mercado, administrados através de um FAC – Fundo de Aplicação em Cotas de Fundos, no BANEBA. Essa alternativa, utilizando-se do então Banco do Estado da Bahia, motivou-se dentre outros fatores, pela ausência de regras claras quanto a necessidade ou não da realização de um processo licitatório. Assim sendo, foi feita a seleção interna dos fundos de investimentos pelo próprio FUNPREV, que foram contratados pelo BANEBA na forma de FAC.

Definida a estratégia, o passo seguinte foi identificar esses fundos de investimento, dentro de critérios de solidez, rentabilidade e baixo risco. Foi então feito um estudo estatístico, por um período passado de 18 meses. Esse estudo cobriu um universo de 1.342 fundos de investimentos. Esses 1.342 fundos de investimentos estudados, foram divididos em três famílias de fundos. A primeira família extremamente conservadora não poderia correr nenhum nível de risco, a segunda família poderia correr um pequeno risco de crédito e a terceira família poderia correr um risco moderado, atuando nos mercados derivativos. Com esse perfil, a estratégia foi montada comparando-se o nível de risco permitido com o ativo livre de risco do mercado, o CDI. A família livre risco deveria remunerar os investimentos em 100% do CDI, e receberia 65% dos recursos; a

segunda família deveria remunerar em 105% do CDI, e receberia 30% dos recursos; a terceira família deveria remunerar em 110% do CDI e receberia 5% dos recursos. O objetivo final era produzir uma carteira de investimentos que remunerasse os investimentos em 103% do CDI, portanto superior aos 100% auferidos na estratégia de títulos públicos federais e operações compromissadas.

#### **4.2.1 Fundos de Meta 100% do CDI**

A seleção desses fundos baseou-se primordialmente no nível de aderência ao CDI, exigindo-se um patamar mínimo de 99% de aderência. Dos 1.342 fundos estudados 224 fundos atenderam a essa pré condição. O segundo critério foi a manutenção na amostra apenas dos fundos que tiveram rentabilidade mínima média de 100% do CDI no período de janeiro de 1997 a junho de 1998. Permaneceram apenas 49 fundos. O terceiro critério foi o patrimônio líquido do fundo de investimentos. Foram mantidos os fundos cujo patrimônio líquido fosse superior a 40 milhões ( esse era o patrimônio líquido médio dos fundos de investimentos da época). Restaram 31 fundos. O passo seguinte foi eliminar fundos administrados pela mesma instituição financeira. Por exemplo, o banco X teve três fundos de investimentos classificados. Eliminou-se dois mantendo-se o melhor pelo critério risco retorno determinado pelo Índice de Sharp. Permaneceram 27 fundos, dos quais 13 foram escolhidos para a montagem do primeiro FAC no BANE, chamado de FAC SELECT I. Cada fundo individual desse FAC não poderia receber mais que 10% do valor total da carteira nem mais do que 15% do patrimônio líquido do fundo de investimento considerado individualmente.

#### **4.2.2 Fundos de Meta 105% do CDI**

Os critérios de seleção dessa classe de fundos seguiu basicamente os mesmos critérios do anterior. A mudança fundamental foi no índice de correlação com o CDI, que nos fornece o nível de volatilidade do fundo, e portanto uma maior ou menor propensão ao risco. Esse índice de correlação foi elástico para 90% no mínimo. Na amostra dos 1.342 fundos, permaneceram 456. O segundo critério foi a manutenção na amostra apenas dos fundos que atendiam a rentabilidade mínima de 105% desejada ( de janeiro

de 1997 a junho de 1998). restaram apenas 15 fundos. O terceiro critério, patrimônio de no mínimo 40 milhões, fez com que o universo da amostra se limitasse a apenas 10 fundos. Essa família de fundos constituiu-se no segundo FAC, denominado de FAC SELECT II.

#### 4.2.3 Fundos de Meta 110% do CDI

Os critérios adotados foram os mesmos, porém com um índice de correlação com o CDI de no mínimo 70%. Da amostra inicial, foram selecionado 654 fundos. Depois foi mantido na amostra os fundos com rentabilidade mínima de 110% do CDI no período de janeiro de 1997 a junho de 1998, ficando 27 fundos. Como essa categoria de fundos de investimento apresenta uma média de patrimônio líquido menor do que os fundos mais conservadores, estabelecemos o piso em 20 milhões de reais. Ficaram 18 fundos. No corte feito por instituição financeira, os 18 fundos foram reduzidos para apenas 9.

#### 4.2.4 Resumo da Seleção

O quadro 3 abaixo demonstra resumidamente os passos de seleção, indicando o número de fundos de investimentos mantidos na amostra após cada critério de seleção:

QUADRO 3. Critérios de Seleção de Fundos

FAMÍLIAS DE FUNDOS	100% do CDI	105% do CDI	110% do CDI
Nº INICIAL DE FUNDOS	1.342	1.342	1.342
ADERÊNCIA AO CDI	224	456	654
RENTABILIDADE	49	15	27
PATRIMÔNIO	31	10	18
GESTOR	27	10	09

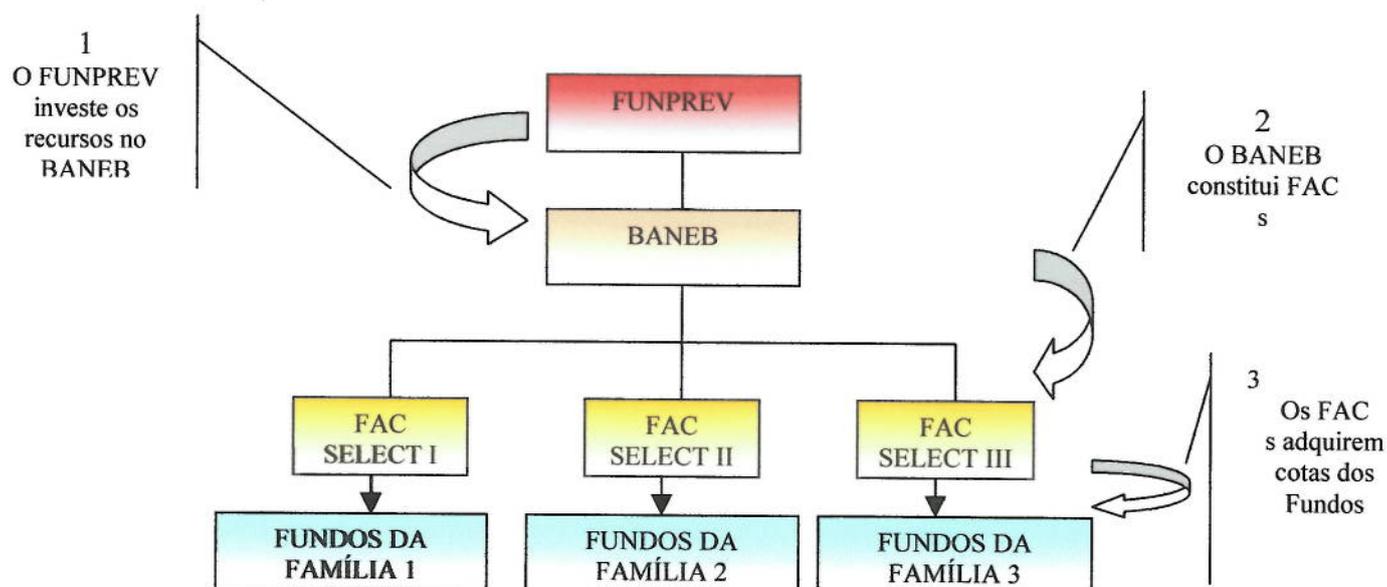
Fonte: Relatórios do FUNPREV

Por fim, a carteira ficou composta conforme abaixo:

Família 1 – 100% do CDI – 13 fundos de investimentos	→	FAC SELECT I
Família 2 – 105% do CDI – 09 fundos de investimentos	→	FAC SELECT II
Família 3 – 110% do CDI – 09 fundos de investimentos	→	FAC SELECT III

Sob essa engenharia financeira, o FUNPREV investiu seus recursos nos FACs do BANEb, que por sua vez adquiriu cotas dos fundos selecionados. A figura 5 abaixo demonstra o mecanismo:

FIGURA 5. Mecanismo de Funcionamento dos FACs SELECT.



#### 4.3 FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 2

A fase 2 iniciou-se no primeiro semestre do ano de 1999, e representou um avanço, fruto de um aprendizado e experiência anteriores. A estratégia montada na fase 1 mostrou-se insatisfatória aos níveis de risco e rentabilidade pretendidos pelo FUNPREV. A excessiva volatilidade do mercado financeiro brasileiro aliada a uma aversão extrema ao risco, inerente aos órgãos governamentais, levaram a que os fundos de investimentos que compunham os FACs SELECT II e III fossem gradualmente

modificados, de forma a serem incorporados pelo FAC SELECT I, objetivando um retorno financeiro de 100% do CDI. Essa foi claramente uma opção pela segurança, em detrimento da rentabilidade. Risco e rentabilidade são dois irmãos siameses, sendo que apontam sempre em direções opostas. Geraldo Tosta de Sá assim aborda o processo de seleção de investimentos:

De acordo com a moderna teoria de finanças, o investidor no processo de seleção de alternativas de investimento leva em consideração três parâmetros:

1. retorno esperado do investimento (rentabilidade no período);
2. risco do investimento;
3. liquidez do investimento.

Em função dessas três variáveis, o investidor procura maximizar o retorno para um dado nível de risco e minimizar o risco para um dado nível de retorno. (SÁ, 1999, p. 1-2)

Acompanhando esse processo de migração, seguiu-se também uma estratégia de não mais aplicar em cotas de fundos abertos. A estratégia, chamada aqui de fase 2, foi a montagem por parte dos gestores de recursos, de fundos de investimentos exclusivos<sup>12</sup>, com os mesmos papéis que integravam os fundos de investimentos que eram oferecidos ao público. Chamamos a essa classe de fundos de investimentos de fundos clone, pois eles replicavam a performance dos fundos originais, mantendo exatamente os mesmos papéis dos seus fundos mãe. Esse movimento levou a uma diminuição de gestores, pois na migração dos fundos do FAC SELECT II e III para o FAC SELECT I só se permitiu um fundo de investimento por cada instituição financeira. Havia portanto 12 fundos, cada um administrado por uma instituição financeira.

#### 4.4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS – FASE 3.

Essa fase se caracterizou por uma ação mais ativa do FUNPREV na política de investimento dos gestores de recursos. Esse processo iniciou-se no segundo semestre de 1999 com a abertura de dois fundos de investimentos em instituições oficiais, sem a interveniência do BANEBA. A essa altura, a estratégia estava montada sob dois pilares. Um desses pilares era o FAC SELECT, que possuía a interveniência do BANEBA, e o

---

<sup>12</sup> São fundos de investimentos onde existe apenas um cotista, sendo vedada o ingresso de outros.

outro pilar eram os recentes fundos administrados pelos gestores de recursos e diretamente acompanhados pelo FUNPREV. Esse aprendizado abriu caminho para que as políticas de investimentos dos gestores de recursos que estavam sob o FAC SELECT passassem a ser também objeto de atenção do FUNPREV, ou seja, passou o FUNPREV a ter um papel mais ativo sobre o que era feito pelos gestores. A experiência fez com que mais dois fundos diretamente administrados fossem abertos em instituições financeiras previamente selecionadas e aprovadas pelo Comitê Deliberativo. Era uma rede de gestores composta de 12 fundos sob a cobertura do FAC e 4 fundos diretamente controlados pelo FUNPREV, todos com o objetivo de remunerar os investimentos em 100% do CDI. Havia no entanto um empecilho grave ao desenvolvimento dessa estratégia, a despeito de todo aprendizado e experiência já adquiridos: a Resolução 2652 do Banco Central. Essa Resolução, como já abordado anteriormente, proibia a manutenção de fundos de investimos exclusivos por fundos previdenciários. E a data para enquadramento era em setembro de 2000. Em função da incerteza, e com vistas a não traumatizar o mercado financeiro e os gestores de recursos na hipótese de um encerramento de fundos em massa, iniciou-se um trabalho de encerramento de fundos de investimento do FAC SELECT no final do segundo semestre de 2000. Baseado em um estudo que ranqueou esses gestores, os seis fundos menos eficientes foram excluídos, e os recursos transferidos para aplicações em operações compromissadas. O portfólio estava a essa altura constituído por 4 fundos de investimentos diretamente administrados pelo FUNPREV e 6 administrados pelo FAC SELECT do BANEB. Simultaneamente, foi desenvolvido um trabalho com vistas a melhorar a performance dos fundos de investimento remanescentes. Para tanto foram utilizadas duas estratégias: renegociação das taxas de administração e flexibilização dos mandatos. As taxas de administração foram reduzidas de forma linear para todos os gestores, acompanhando a redução da taxa básica de juros. A taxa de administração é a forma de remuneração do gestor de recursos e pode ser de duas formas. fixa ou variável. A taxa de administração fixa é um percentual cobrado sobre o valor investido, apropriado diariamente e debitado mensalmente. A taxa variável é chamada taxa de performance, sendo paga conforme seja o desempenho do fundo de investimento. No caso do FUNPREV foi adotada uma taxa de administração com performance negativa. Explica-se: não havia interesse do FUNPREV em que os gestores remunerassem os investimentos em níveis superiores ao

CDI, porque isso implicaria em maior exposição ao risco. Dessa forma, foi montada uma tabela de taxas de administração, onde se fixava o valor máximo que se poderia pagar, caso o gestor alcançasse os 100% do CDI. Esse gestor não ganharia nada a mais caso remunerasse em patamares superiores. Caso porém, o investimento não fosse remunerado nos 100% do CDI, era aplicado um deflator de 0,02% sobre a taxa máxima paga, distribuídos entre classes. A fim de alongar o período para apropriação da taxa de administração, a avaliação de performance passou a ser bimestral, possibilitando ao gestor planejar, ou reavaliar a sua estratégia de um mês para outro. O quadro 4 abaixo mostra as taxas de administração praticada.

QUADRO 4. Taxas de administração.

RENTABILIDADE SOBRE O CDI	DEFLATOR %	TAXA DE ADMINISTRAÇÃO
ACIMA DE 100%	0	0,36
DE 99,99% A 90%	0,02	0,34
DE 98,99% A 98%	0,04	0,32
DE 97,99 A 97%	0,06	0,30
DE 96,99% a 96%	0,08	0,28

Fonte: Pesquisa direta

O gestor de recursos que remunerasse abaixo de 96% do CDI receberia a taxa de administração mínima e seria automaticamente excluído.

Quanto ao mandato, que é o contrato que especifica todos os parâmetros de montagem do fundo de investimento, foi permitido uma maior exposição em risco<sup>13</sup> de crédito e posições pré fixadas. Apesar de todo o desenvolvimento e experiência adquiridos na administração de fundos de investimentos exclusivos, em setembro de 2000 todos eles tiveram que ser encerrados, pois era a data limite para enquadramento da Resolução 2652 do Banco Central.

<sup>13</sup>O risco de rédito caracteriza-se pela possibilidade de não pagamento dos títulos na data do vencimento. Associa-se a emissão de papéis privados.

#### 4.5 O MODELO ATUAL

O atual modelo de investimentos dos recursos do FUNPREV, modificou a forma, mas preservou o conteúdo. Dizemos que modificou a forma porque os mecanismos utilizados foram montados de forma a atender à legislação federal, abandonando os fundos de investimentos, mas buscando outras alternativas que mantivessem o mesmo patamar de remuneração, ou seja 100% do CDI. Assim sendo, diante das poucas alternativas que restaram, montamos com as instituições oficiais operações de tesouraria denominadas de operações compromissadas. Essa forma de investimento possui como lastro os títulos públicos federais. Esses títulos são adquiridos no mercado financeiro pelas instituições, com o compromisso de venda e recompra, pagando ao investidor, no caso o FUNPREV, a taxa de juros praticada no mercado para tais títulos. Como a estratégia montada entre o FUNPREV e as instituições foi de remunerar o CDI, o risco ficou todo com as instituições, que passaram a montar operações de Swap para garantir o patamar de remuneração acordado. Tal modalidade de aplicação só está disponível para grandes investidores, com acesso aos mercados financeiros, portanto não é usual nem conhecida do público em geral. Podemos citar algumas vantagens comparativas bastante significativas dessa modalidade de investimentos em relação a anteriormente adotada via fundos de investimentos. Antes porém, é preciso pontuar que, tal estratégia só se torna atrativa quando se busca aplicações de baixíssimo risco, como no caso apresentado. As vantagens são:

- baixo risco de crédito, em função da operação estar lastreada em títulos públicos federais, portanto com risco soberano.;
- baixo risco de mercado, em função das taxas de remuneração serem pré-fixadas, ficando todo o risco por conta das instituições financeiras;
- baixo risco operacional, por estarmos operando com poucas instituições, facilitando o controle;
- alta liquidez pela existência de um mercado bastante ativo para os títulos públicos federais;
- barateamento da operação em função de não pagamento de taxas de administração às instituições financeiras;
- atendimento inquestionável aos preceitos legais.

#### 4.5.1 A Atual Política de Investimentos

A atual política de investimentos, proposta ao Conselho Previdenciário – CONPREV, e aprovada no início do ano 2001, para vigorar durante o ano, foi montada levando-se em consideração as modificações legais e a nova realidade que se apresentava. O quadro 5 abaixo demonstra a política de investimentos proposta e operacionalizada durante o ano de 2001.

QUADRO 5 – Política de Investimentos 2001

<b>1. Recursos provenientes de alienações de patrimônio vinculado ao Fundo Previdenciário</b>		
Aplicação (previsto pela Res. 2652)	Límite da Res. 2652	Límite sugerido
1.1. Títulos de emissão do Tesouro Nacional, inclusive Créditos Securitizados	mínimo de 80%	mínimo de 80%
1.2. Títulos de Emissão do Banco Central do Brasil	mínimo de 80%	mínimo de 80%
1.3. Títulos ou Valores Mobiliários emitidos por instituições financeiras cujo capital social seja integralmente detido pela União	mínimo de 80%	mínimo de 80%
1.4. Títulos ou Valores Mobiliários de emissão de subsidiárias das instituições listadas no item 1.3	mínimo de 80%	mínimo de 80%
<b>2. Recursos em moeda corrente (contribuições, resgates de aplicações financeiras, aportes de qualquer natureza em espécie, parcela em moeda da alienação de patrimônio referido no item 1)</b>		
Aplicação (previsto pela Res. 2652)	Límite da Res. 2652	Límite sugerido
2.1. Títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou Títulos de emissão do Banco Central do Brasil	até 100%	até 100%
2.2. Investimentos de Renda Fixa	até 80%	até 80%
2.2.1. Poupança (limitado a 5% dos recursos em uma mesma instituição)	até 80%	0%
2.2.2. Cotas de fundo de investimento financeiro (FIF) e fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento (FAC) – limitado a 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento	até 80%	até 80%
2.2.3. Fundos de investimento constituídos nas modalidades regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários	até 30%	Até 30%

Fonte: Relatórios do FUNPREV

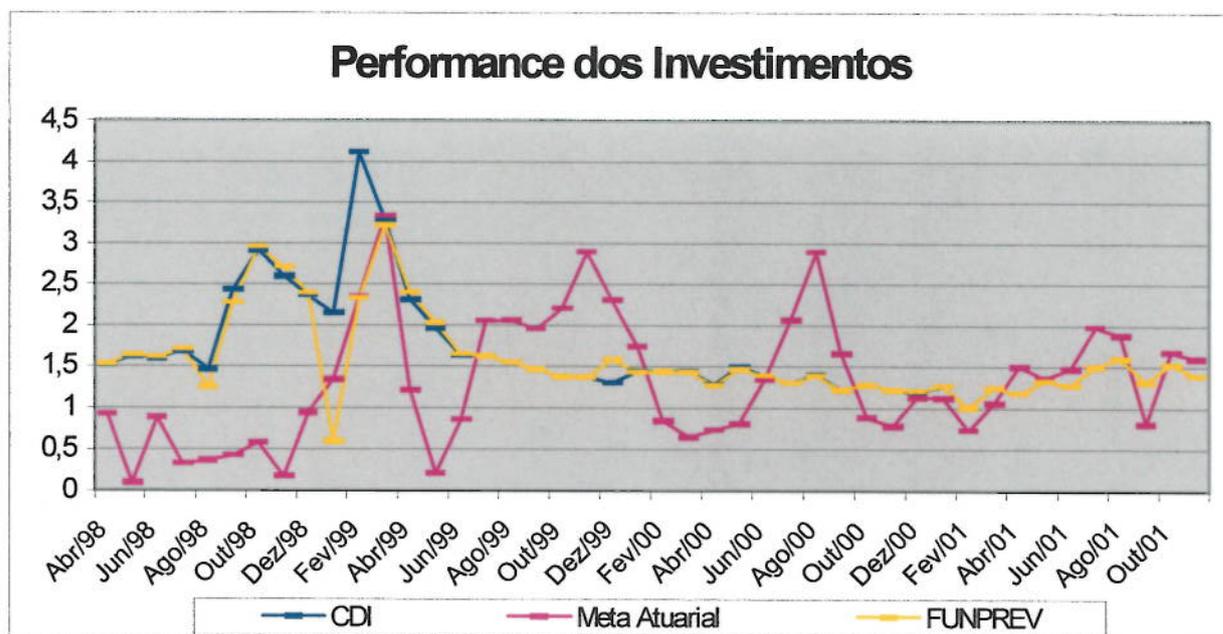
A política acima segue rigorosamente a Resolução 2652 do Banco Central. A destinação da primeira categoria de recursos, aqueles advindos da alienação de patrimônio vinculado ao Fundo Previdenciário, segue exatamente os limites máximos admitidos

pela resolução, pois representam a categoria de ativos mais segura e líquida do mercado. Da segunda categoria de recursos, aqueles em moeda corrente, a única recomendação que contraria os limites máximos admitidos pela citada Resolução são os investimentos em Poupança. Entendemos que, a despeito da segurança que esse investimento oferece, o patamar de rentabilidade é muito inferior ao oferecido pelos demais ativos. A aplicação em cotas de fundos financeiros, embora não estivessem nos planos de investimentos, foram mantidos como medida preventiva, evitando alterar a política caso se resolvesse optar posteriormente por essa modalidade de investimento.

#### 4.6 A PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS

A performance dos investimentos, desde de abril de 1998 até novembro de 2001, tem demonstrado que os investimentos financeiros no Brasil são muito vulneráveis a fatores internos e principalmente externos, levando a que essa volatilidade seja transmitida aos retornos. O gráfico que apresentaremos a seguir, demonstra muito claramente esse comportamento. Fizemos uma análise dos retornos percentuais obtidos pelos investimentos do FUNPREV, comparando-os com a remuneração do CDI e com a meta atuarial, que como dito anteriormente, é uma taxa representada pelo IGP-M acrescido de uma taxa de juros de 6% ao ano. O gráfico 1 abaixo ilustra esse comportamento.

GRÁFICO 1 – Performance dos Investimentos.



Fonte: Relatórios semestrais e mensais do FUNPREV

Um aspecto que chama a atenção no gráfico é a volatilidade da meta atuarial. Ela reflete exatamente o comportamento da taxa de inflação medida pelo IGP-M, e varia em função do comportamento dos agregados macroeconômicos. Já o comportamento dos retornos do FUNPREV, acompanham o CDI de abril a dezembro de 1998, quando verifica-se em janeiro de 1999 um forte descolamento. Esse comportamento anormal surgiu em função da forte desvalorização cambial, motivada pela mudança da política cambial, oportunidade em que o Governo abruptamente abandonou o sistema de bandas e adotou a livre flutuação do câmbio, levando a essa forte desvalorização do Real frente ao dólar. Acompanhando essa alteração, aconteceu a elevação das taxas de juros internas. Tal fato impactou fortemente em todos os ativos financeiros, levando a que certas posições pré fixadas apresentassem comportamento dispare do comportamento do CDI. Logo em seguida, já em março do mesmo ano verifica-se novamente aderência dos retornos do FUNPREV ao CDI em virtude da eliminação das carteiras mais arrojadas. Perceba-se que até setembro do ano 2000 os rendimentos do FUNPREV achavam-se colados no CDI, sendo essa política desenvolvida por intermédio dos fundos de investimentos e apenas uma pequena parcela alocado em operações compromissadas. Em outubro do ano 2000 os fundos de investimentos foram extintos e

passou-se a operar exclusivamente com operações compromissadas, auferindo a mesma aderência que antes se tinha com os fundos de investimentos, porém sem a volatilidade e os riscos embutidos nesses.

## 5 CONCLUSÃO

Os Fundos Previdenciários Públicos, embora possuam a mesma missão das Entidades Fechadas de Previdência Privada, assumem um caráter especial na medida em que estão sob as normas das entidades públicas, e a elas subordinado. Ao contrário das EFPP, cuja existência data de 1977, concedendo-lhes já uma certa tradição e solidez, os Fundos Previdenciários Públicos datam de 1998, e mesmo assim encontram-se em estado bastante embrionário na maioria das entidades da federação. As regras que norteiam as EFPP emanadas tanto do Ministério da Previdência quanto da autoridade monetária refletem essa diferenciação. As normas são distintas, mostrando-se muito mais restritiva para os fundos públicos do que para as EFPP.

O modelo operacional inicialmente desenhado para o FUNPREV, calcado nos conceitos puros das EFPP mostrou-se desconectado da realidade operacional do fundo. Dificuldades que vão desde a forma de contratação, por licitação pública, até a dificuldade em se encontrar no mercado brasileiro os agentes idealizados, levaram a que o modelo não fosse plenamente implantado. Fatores culturais do setor público também devem ser considerados, haja vista que terceirizar agentes que irão influenciar diretamente na tomada de decisão de natureza financeira ainda não está difundido no meio público. Tais fatos levaram a que, no caso específico do FUNPREV, a estrutura assumisse uma configuração mínima, capaz de operacionalizar as atividades, concentrando na mão do Estado o poder de decisão, e delegando a terceiros apenas a gestão.

As políticas de investimentos por sua vez, sinalizaram uma tendência extremamente conservadora. A reação dos órgãos de controle, tanto interno quanto externo, a possíveis perdas pontuais nos investimentos de caráter mais arrojado, mais uma vez trouxeram uma roupagem pública ao que é praticado pelas entidades privadas. Ainda que no acumulado do ano os retornos financeiros fossem positivos, uma situação singular adversa nesse período não contaria com a simpatia dos órgãos de controle. Assim sendo, a aversão ao risco, que é característica do setor público, foi disseminada e incorporada às políticas de investimento do Fundo Previdenciário. No mais, ao se optar por uma

postura conservadora, privilegiando a aderência ao CDI e a preservação do valor patrimonial do capital, em detrimento do alcance da meta atuarial de IGP-M mais 6% de juros ao ano, as operações aversas a risco via tesouraria de bancos oficiais, mostraram-se menos voláteis, menos expostas a choques externos e internos, menos arriscadas, e passíveis de questionamentos pelos órgão de controle, apresentando o mesmo patamar de remuneração.

Para finalizar, por mais que os fundos previdenciários públicos se assemelhem as Entidades Fechadas de Previdência Privada, permanece a sua alma pública, levando a que os conceitos aplicados às EFPP sejam traduzidos para a realidade de atuação de uma entidade pública.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **Apresentação de trabalhos acadêmicos**: NBR 14724. Rio de Janeiro, 2001.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **Apresentação de citações em documentos**: NBR 10520. Rio de Janeiro, 2001

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **Referências bibliográficas**: NBR 6023. Rio de Janeiro, 2000.

BAHIA. Lei 2.321 de 11 de abril de 1966. Dispõe sobre a organização da administração estadual, estabelece diretrizes para a reforma administrativa e da outras providências. Disponível em: [www.bahia.ba.gov.br](http://www.bahia.ba.gov.br). Acesso em 03 dez. 2001a.

BAHIA. Lei 7.249 de 07 de janeiro de 1998. Dispõe sobre o Sistema de Seguridade Social dos Servidores Públicos Estaduais, e da outras providências. Disponível em: [www.bahia.ba.gov.br](http://www.bahia.ba.gov.br). Acesso em: 03 dez. 2001b.

BERNSTEIN, Peter L , DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Tradução de Cyro C. Patarra e José Carlos Barbosa dos Santos. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 2.651 de 23 de setembro de 1999. Dispõe sobre a aquisição de ações de empresas vinculadas a fundo com finalidade previdenciária de Estados, Distrito Federal ou Municípios por instituição financeira federal. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 03 dez. 2001a.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 2.652 de 23 de setembro de 1999. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos fundos com finalidade previdenciária. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 03 dez. 2001b.

BRASIL. Lei 9.717 de 27 de novembro de 1998. Dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal, e da outras providências. Disponível em: [www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br). Acesso em 03 de dez. 2001.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 2.661 de 28 de outubro de 1999. Altera disposições das Resoluções 2.652 e 2.652, ambas de 23 de setembro de 1999 relativas aos fundos com finalidade previdenciária. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 03 dez. 2001c.

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. Portaria 4.992 de 05 de fevereiro de 1999. Regulamentação da Lei Geral 9.717/98. Disponível em: [www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br). Acesso em 03 dez. 2001.

CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO, 22, 2001, Vitória, **Anais...** Vitória: ABRAPP, 2001.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 14 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000. 608p.

FUNDOS de Investimento. Disponível em: [www.fundos.com.br](http://www.fundos.com.br) . Acesso em: 15 out. 2001.

GUSHIKEN, Luiz, FERRARI, Augusto Tadeu, FREITAS, Wanderley José de. Previdência Complementar. Entendendo sua Complexidade. In: **Curso de previdência complementar**. Projeto Nacional de Qualificação Profissional CUT Brasil. S.1. [2001?]. (Convênio MTE/SEFOR/CODEFAT NUMERO 008/2001).

NASCIMENTO, Anna Cristina Rollemberg; GONZALEZ, Ricardo Alonso. **The Public Pension and Retirement Fund as Part of a Solution to the Public Deficit: the special case of the state of Bahia**. Disponível em: [www.gwu.edu/~ibi/minerva/pesquisa.htm#SOCIAL-SECURITY](http://www.gwu.edu/~ibi/minerva/pesquisa.htm#SOCIAL-SECURITY). Acesso em 12 nov. 2001.

RABELO, Flávio Marcílio. **Regimes Próprios de Previdência: modelo organizacional, legal e de gestão de investimentos**. Brasília: MPAS, 2001. 168p

RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 1993. 279 p.

RUIZ, João Álvaro. **Metodologia Científica: guia para eficiência nos estudos**. São Paulo: Atlas, 1985.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Administração de Investimentos: teoria de carteiras e gerenciamento de riscos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 376 p.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Fundos de Pensão**: investimentos, medidas de rentabilidade, avaliação de desempenho. Rio de Janeiro: Pets Cabralis Design, 1993.

TACHIZAWA, Takeshy & MENDES, Gildásio. **Como Fazer Monografia na Prática**. 5 ed. Rio de Janeiro: FGV, 2000.