



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE AGRONOMIA E MEDICINA VETERINÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM AGRONEGOCIOS**

VALCILON GOMES DA SILVA

**FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO:
ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DAS
ESTATAIS NO SETOR NO PERÍODO 2004 A 2012.**

PUBLICAÇÃO: 110/2014

**Brasília/DF
Maio/2014**

VALCILON GOMES DA SILVA

**FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO: ANÁLISE DOS
INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DAS ESTATAIS NO SETOR NO
PERÍODO 2004 A 2012.**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado do Programa de Pós-graduação Agronegócios, da Faculdade de Agronomia e Medicina Veterinária da Universidade de Brasília (UnB), como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Agronegócios.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Carlos de Brito Lourenço

**Brasília/DF
Maio/2014**

SILVA, V. G. **Financiamento privado do agronegócio brasileiro**: análise dos investimentos dos fundos de pensão das estatais no setor no período 2004 a 2012. 2014, 116 f. Dissertação. (Mestrado em Agronegócios) – Faculdade de Agronomia e Medicina Veterinária, Universidade de Brasília, Brasília, 2014.

Documento formal, autorizando reprodução desta dissertação de mestrado/tese de doutorado para empréstimo ou comercialização, exclusivamente para fins acadêmicos, foi passado pelo autor à Universidade de Brasília e acha-se arquivado na Secretaria do Programa. O autor reserva para si os outros direitos autorais, de publicação. Nenhuma parte desta dissertação de mestrado pode ser reproduzida sem a autorização por escrito do autor. Citações são estimuladas, desde que citada a fonte.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Central da Universidade de Brasília. Acervo 1016347.

S586f Silva, Valcilon Gomes da.
Financiamento privado do agronegócio brasileiro : análise dos investimentos dos fundos de pensão das estatais no setor no período 2004 a 2012 / Valcilon Gomes da Silva. -- 2014.
117 f. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) - Universidade de Brasília, Faculdade de Agronomia e Medicina Veterinária , Programa de Pós-graduação em Agronegócios, 2014.
Inclui bibliografia.
Orientação: Luiz Carlos de Brito Lourenço.

1. Agroindústria. 2. Investimentos - Análise. 3. Previdência social privada. 4. Fundos de pensão. I. Lourenço, Luiz Carlos de Brito. II. Título.

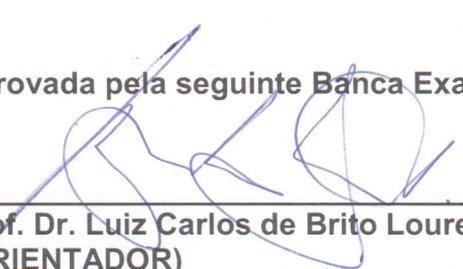
CDU 338:63(81)

VALCILON GOMES DA SILVA

FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO: ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DAS ESTATAIS NO SETOR NO PERÍODO 2004 A 2012.

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado do Programa de Pós-graduação Agronegócios, da Faculdade de Agronomia e Medicina Veterinária da Universidade de Brasília (UnB), como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Agronegócios.

Aprovada pela seguinte Banca Examinadora:



Prof. Dr. Luiz Carlos de Brito Lourenço - UnB
(ORIENTADOR)



Prof. Dr. Flávio Botelho Borges Filho - UnB
(EXAMINADOR INTERNO)



Prof. Dr. Bernardo Celso de Rezende Gonzalez - UPIS
(EXAMINADOR EXTERNO)

Brasília, 30 de maio de 2014

Dedico este trabalho à minha mãe, pelo esforço e incentivo para a minha educação e à minha esposa Elizabeth, pelo apoio e inspiração.

Agradeço ao meu Orientador, Prof. Dr. Luiz Carlos de Brito Lourenço, pela confiança, apoio e paciência na construção deste trabalho.

Aos Professores e colegas do Mestrado, pelos momentos convívio e de aprendizado ímpar.

Aos funcionários do Propaga, Danielle e Suely, pela atenção e disponibilidade.

A Angela Beatriz de Sá, pelo ótimo trabalho de transcrição das entrevistas.

Às secretárias e assessores, pela atenção e apoio nos contatos nos fundos de pensão.

Aos entrevistados, pela essencial e valorosa colaboração neste trabalho.

RESUMO

Este trabalho avaliou os investimentos dos fundos de pensão no agronegócio sob a ótica dos fundos de pensão vinculados a empresas estatais federais, no período de 2004 a 2012. Foram consideradas as discussões da Nova Sociologia Econômica (NSE), Teoria da Agência, Teoria do Portfólio, dentre outras. Por meio de análise documental e entrevistas, foram pesquisados oito fundos de pensão (Previ, Petros, Funcef, Centrus, Postalís, Ceres, Fusesc e Cibrius), cujos ativos representavam 48% do total referente aos 324 fundos de pensão brasileiros em 2012. Nas entrevistas semiestruturadas foram buscadas as opiniões de responsáveis pelas decisões de investimento nesses fundos, com relação ao agronegócio, planejamento, gestão de risco, investimentos e governança de participações acionárias. Apurou-se que o setor agronegócio, na maioria dos casos, não tem um foco de análise nos fundos pesquisados, que pautam suas decisões de investimentos por estudos de ALM e análises de Markowitz. Os investimentos desses fundos em títulos mobiliários do agronegócio (CPR, CDA, WA, CDCA, LCA, CRA, NCA), assim como FIDCs com lastro em recebíveis do agronegócio, se apresentaram inexpressivos. Entretanto, foi comprovada a relevância da participação dos três maiores fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef), em empresas do agronegócio de capital aberto e nos investimentos em *Private Equity*, segmento que tem crescimento mais recentemente no Brasil.

Palavras-chave: Agronegócio. Investimentos. Previdência Complementar. Fundos de Pensão.

ABSTRACT

This research evaluates the investments of pension funds in agribusiness from the perspective of pension funds tied to federal state enterprises in the period 2004-2012. Discussions of the New Economic Sociology (NSE), Agency Theory, Portfolio Theory were considered, among others. Through interviews and documentary analysis, eight pension funds (Previ, Petros, Funcef, Centrus, Postalis, Ceres, Fusc and Cibius), whose assets represented 48 % of the total for the 324 Brazilian pension funds in 2012 were surveyed. In Semi-structured interviews were sought the opinions of decision makers investing in such funds, in relation to agribusiness, engineering, risk management, investments and governance of shareholdings. It was found that the agribusiness sector, in most cases, does not have a focus of analysis in the funds surveyed, which base their investment decisions by ALM studies and Markowitz analysis. The investment of these funds in securities of agribusiness (CPR, CDA, WA, CDCA, LCA, CRA, NCA) and FIDCs backed by receivables agribusiness, presented expressionless. However, it was demonstrated how the involvement of the three largest pension funds (Previ, Petros and Funcef) in agribusiness companies publicly traded and investments in Private Equity segment that has growth more recently in Brazil.

Palavras-chave: Agribusiness. Investments. Private Pension. Pension Funds.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 – Composição das Emissões de Cotas de FIDC por Ativo-lastro - 2012 e 2013 | 41 |
| Figura 2 - Participações Acionárias da Previ em empresas do agronegócio | 64 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|-----|
| Quadro 1 - Relatórios Anuais de Informações Analisados | 59 |
| Quadro 2 - Perfil dos Entrevistados..... | 92 |
| Quadro 3 - Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) .. | 93 |
| Quadro 4 - Fundos de Investimento em Participações (FIP)..... | 94 |
| Quadro 5 - Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP) | 112 |
| Quadro 6 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Renda Fixa | 114 |
| Quadro 7 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Renda Variável | 114 |
| Quadro 8 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Investimentos Estruturados | 114 |
| Quadro 9 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Investimentos no Exterior | 115 |
| Quadro 10 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Imóveis | 115 |
| Quadro 11 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Operações com Participantes.... | 115 |
| Quadro 12 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Alocação por emissor | 115 |
| Quadro 13 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Concentração por emissor | 116 |
| Quadro 14 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Concentração por investimento . | 116 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Maiores Empresas de Previdência e Seguro de Vida | 48 |
| Tabela 2 - Relação das 10 maiores EFPC, segundo seus ativos (em milhões) | 50 |
| Tabela 3 - Quantidade de EFPC, por tipo de patrocínio predominante | 51 |
| Tabela 4 - Ativo Total das EFPC, segundo patrocínio predominante | 51 |
| Tabela 5 - Relação das 10 maiores EFPC, segundo seus ativos e por patrocínio predominante | 52 |
| Tabela 6 - Investimentos da Previ em Ações de Empresas do Agronegócio | 65 |
| Tabela 7 - As Maiores Empresas do Brasil, em 2011, ligadas ao Agronegócio (dentre 250 empresas) | 90 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|-------------|--|
| ABRAPP | Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar |
| ABVCAP | Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> |
| AGF | Aquisições do Governo Federal |
| ALM | <i>Asset and Liability Management</i> |
| BACEN | Banco Central do Brasil |
| BADESC | Agência Catarinense de Fomento S.A. |
| BESCOR | Corretora de Seguros e Administradora de Bens |
| BNDES | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| BM&FBOVESPA | BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros |
| CAPRE | Caixa de Montepio dos Funcionários do Banco do Brasil |
| CDA | Certificado de Depósito Agropecuário |
| CDCA | Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio |
| CEF | Caixa Econômica Federal |
| CERES | Ceres Fundação de Seguridade Social |
| CENTRUS | Fundação Banco Central de Previdência Privada |
| CETIP | CETIP S.A. Mercados Organizados |
| CIBRIUS | Instituto Conab de Seguridade Social |
| CLT | Consolidação das Leis do Trabalho |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CODESC | Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina |
| CONAB | Companhia Nacional de Abastecimento |
| CPR | Cédula de Produto Rural |
| CRA | Certificado de Recebíveis do Agronegócio |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| EAPC | Entidade Aberta de Previdência Complementar |
| EFPC | Entidade Fechada de Previdência Complementar |
| EGF | Empréstimos do Governo Federal |
| EMBRAPA | Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária |
| FICFIP | Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações |
| FIDC | Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios |

| | |
|-----------|--|
| FIEEI | Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras |
| FIP | Fundo de Investimentos em Participações |
| FMIEE | Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes |
| FUNCEF | Fundação dos Economiários Federais |
| FUSESC | Fundação Codesc de Seguridade Social |
| INSS | Instituto Nacional do Seguro Social |
| LCA | Letra de Crédito do Agronegócio |
| MAPA | Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento |
| MPS | Ministério da Previdência Social |
| NCA | Nota Comercial do Agronegócio |
| PETROBRAS | Petróleo Brasileiro S.A. |
| PETROS | Fundação Petrobras de Seguridade Social |
| POSTALIS | Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos |
| PREVI | Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil |
| PREVIC | Superintendência Nacional de Previdência Complementar |
| SNCR | Sistema Nacional de Crédito Rural |
| SPE | Sociedades de Propósito Específico |
| SPPC | Secretaria de Políticas de Previdência Complementar |
| SUSEP | Superintendência de Seguros Privados |
| WA | <i>Warrant</i> Agropecuário |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO | 15 |
| 1 A PESQUISA | 18 |
| 1.1 PROBLEMA..... | 20 |
| 1.2 REFERENCIAL TEÓRICO | 23 |
| 1.3 METODOLOGIA..... | 27 |
| 2 FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO | 32 |
| 2.1 CÉDULA DE PRODUTO RURAL (CPR) | 37 |
| 2.2 TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO..... | 37 |
| 2.3 NOTA COMERCIAL DO AGRONEGÓCIO (NCA)..... | 40 |
| 2.4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC) | 41 |
| 2.5 <i>PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL</i> | 42 |
| 2.6 MERCADO DE CAPITAIS | 44 |
| 3 A PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL | 46 |
| 3.1 PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR | 46 |
| 3.1.1 Previdência Privada Aberta | 48 |
| 3.1.2 Previdência Privada Fechada..... | 48 |
| 3.1.3 Natureza Jurídica e Tipos de Patrocínio..... | 50 |
| 3.1.4 Fundos de Pensão das Estatais | 52 |
| 3.1.4.1 Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ)..... | 53 |
| 3.1.4.2 Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) | 53 |
| 3.1.4.3 Fundação dos Economistas Federais (Funcef)..... | 54 |
| 3.1.4.4 Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus) | 54 |
| 3.1.4.5 Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalis) | 55 |
| 3.1.4.6 Ceres - Fundação de Seguridade Social (Ceres)..... | 55 |
| 3.1.4.7 Fundação Codesc de Seguridade Social (Fusesc)..... | 56 |
| 3.1.4.8 Instituto Conab de Seguridade Social (Cibrius)..... | 57 |
| 4 OS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DAS ESTATAIS NO AGRONEGÓCIO | 58 |
| 4.1 REGULAÇÃO DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL..... | 58 |
| 4.2 ANÁLISE DOS RELATÓRIOS ANUAIS | 59 |
| 4.2.1 Investimentos em FMIEE e FIEEI..... | 60 |
| 4.2.2 Investimentos em FIP | 61 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 4.2.3 | Investimentos em CPR, CDCA, CRA e WA | 62 |
| 4.2.4 | Investimentos em Debêntures | 63 |
| 4.2.5 | Participações Acionárias | 64 |
| 5 | NARRATIVAS SOBRE OS INVESTIMENTOS NO AGRONEGÓCIO | 66 |
| 5.1 | VISÃO SOBRE O AGRONEGÓCIO | 66 |
| 5.2 | PLANEJAMENTO DOS INVESTIMENTOS | 67 |
| 5.3 | AVALIAÇÃO DE RISCOS | 69 |
| 5.4 | INVESTIMENTOS NO AGRONEGÓCIO | 70 |
| 5.4.1 | FIDC | 70 |
| 5.4.2 | LCA | 71 |
| 5.4.3 | FIP | 71 |
| 5.4.4 | Debêntures | 73 |
| 5.5 | GOVERNANÇA DE PARTICIPAÇÕES | 73 |
| 5.6 | SUGESTÕES PARA O AGRONEGÓCIO | 73 |
| | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 76 |
| | REFERÊNCIAS | 79 |
| | APÊNDICES | 86 |
| | ANEXOS | 89 |

INTRODUÇÃO

A presente pesquisa analisa os desafios enfrentados pelo agronegócio brasileiro no tocante à promoção do financiamento privado no setor, no período compreendido entre 2004 a 2012. A relevância deste estudo aparece atrelada à histórica e significativa preocupação dos formuladores da política agrícola no Brasil e dos agentes do agronegócio no que diz respeito à busca pela diminuição da dependência do crédito público (MASSUQUETTI, 1998, p. 202). A geração de alternativas diferenciadas de financiamento do agronegócio junto a investidores privados continua apresentando-se como um desafio das políticas públicas.

A inquietação em pesquisar o financiamento privado do agronegócio brasileiro esteve associada à completude da primeira década de existência da Lei nº 11.076 de 2004 que, promoveu a obtenção de financiamento mediante os chamados “novos títulos” junto a “investidores institucionais” (BRASIL, 2004a). Essa Lei tratou da criação de título mobiliários do agronegócio, Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA. Essa norma tem sido considerada como uma ação de política pública orientada ao fortalecimento do financiamento privado do agronegócio no país.

Uma década de existência dessa Lei mostra-se como um período de tempo suficiente para a realização de uma pesquisa acadêmica que indague sobre a eficácia dessa regulamentação na dinamização da participação dos “investidores institucionais” no financiamento privado do agronegócio brasileiro. Nessa ordem, a pesquisa buscou analisar os desdobramentos dessa regulamentação a partir de documentos e depoimentos fornecidos por atores responsáveis pelos investimentos dos fundos de pensão das estatais no Brasil.

A pesquisa permitiu trazer dados novos sobre o financiamento do agronegócio brasileiro, aspecto nodal para a competitividade e sustentabilidade do setor. A análise das percepções dos gestores dos fundos de pensão estudados permite afirmar que entre ditos “investidores institucionais” o agronegócio não constitui um setor atrativo. No entendimento desses agentes, empresas localizadas para além da porteira não são associadas ao agronegócio. Na mesma ordem,

empresários do agronegócio localizados antes da porteira são apenas “agricultores” que representam alto risco para eventuais investimentos.

A escolha do tema de pesquisa surgiu dada a proximidade do pesquisador com os fundos de pensão vinculados ao Banco do Brasil. O pesquisador é funcionário na Diretoria de Relações com Funcionários e Entidades Patrocinadas desse banco, responsável pela fiscalização e controle dos fundos de pensão com vinculação ao Banco do Brasil. Essa função viabilizou, de algum modo, o acesso às informações de caráter ostensivo disponíveis. Cabe registrar o cumprimento da exigência de reserva e sigilo bancário, que naturalmente haverá de impor um distanciamento necessário na análise dos dados em sua totalidade.

Trata-se de uma pesquisa de caráter exploratório que esteve apoiada na revisão de literatura, na pesquisa documental e na realização de entrevistas semiestruturadas junto aos responsáveis pelas decisões de investimentos nos Fundos de Pensão das estatais brasileiras. Essa opção metodológica em adotar a combinação de vários instrumentos de pesquisa buscou apreender as dimensões qualitativas do objeto de estudo e garantir a validade dos dados como sendo representativas do universo da pesquisa.

Foram realizadas entrevistas junto a dirigentes e funcionários responsáveis pelos investimentos em seis fundos de pensão abaixo, por meio de nove entrevistas, cujos envolvidos estão caracterizados no Quadro 2, constante do apêndice deste trabalho.

- Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ);
- Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalis);
- Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus);
- Ceres Fundação de Seguridade Social (Ceres);
- Fundação Codesc de Seguridade Social (Fusesc);
- Instituto Conab de Seguridade Social (Cibrius).

Além disso, foram incluídos na pesquisa documental a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e a Fundação dos Economistas Federais (Funcenf), dada a relevância no segmento de fundos de pensão vinculados a estatais, assim como o fato de ocuparem a segunda e terceira posição entre os maiores fundos de pensão do país.

Esta Dissertação distribui-se por quatro capítulos. No capítulo intitulado “A pesquisa”, apresenta-se o tema e problema de pesquisa e descreve-se o referencial

teórico e a metodologia adotada. No segundo capítulo, intitulado “financiamento privado do agronegócio brasileiro”, expõe-se uma síntese da revisão de literatura específica. O capítulo “a previdência social no Brasil” trata da previdência complementar e traz o perfil de alguns dos fundos de pensão vinculados a estatais. No capítulo denominado “investimentos dos fundos de pensão estatais” são apresentados os dados da análise das publicações dos fundos de pensão, enquanto no último capítulo reportam-se as “narrativas sobre os investimentos no agronegócio”, com opiniões de funcionários e dirigentes responsáveis pelos investimentos de fundos de pensão quanto ao agronegócio, planejamento e decisões de investimentos. O trabalho é encerrado após a apresentação das conclusões, as referências, apêndices e anexos.

1 A PESQUISA

Esta pesquisa insere-se nos estudos sobre a Política Agrícola brasileira e, especificamente, nas análises sobre o financiamento privado do agronegócio no país. Os estudos, nessa área específica, são em muitos casos voltados, ao crédito rural e aspectos relacionados à securitização de dívidas.

De outro lado, os estudos sobre os fundos de pensão no Brasil são focados, em sua maioria, na administração de planos de benefícios, questões atuariais e gestão de risco. Desse modo, esta pesquisa orientada para a problematização do financiamento privado do agronegócio com foco nos investimentos de fundos de pensão apresenta-se como um filão com certo grau de ineditismo. A análise dos dados coletados sobre o financiamento privado do agronegócio brasileiro constitui uma importante contribuição para a compreensão desse aspecto para a competitividade e sustentabilidade do setor.

A pesquisa abordou o estudo de oito fundos de pensão estatais:

- Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ);
- Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros);
- Fundação dos Economistas Federais (Funcef);
- Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís);
- Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus);
- Ceres Fundação de Seguridade Social (Ceres);
- Fundação Codesc de Seguridade Social (Fusesc);
- Instituto Conab de Seguridade Social (Cibrius).

A Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 221/2004 (BRASIL, 2004a), que deu origem à Lei nº 11.076 de 2004, destacou a importância dos “investidores institucionais” na pretendida dinamização do financiamento privado do agronegócio brasileiro. Sob essa designação, foram catalogados os participantes dos mercados financeiros e de capitais que atuam na gestão de recursos de terceiros. São exemplos de investidores institucionais os fundos de pensão, as entidades de previdência privada, os fundos de investimentos e as seguradoras.

Os denominados “investidores institucionais” são alvo de atenção especial da autoridade monetária, quando se trata de manter tanto solidez quanto à liquidez dos mercados financeiros. Os fundos de pensão no Brasil, 324 no total, apresentam-se como um dos principais investidores institucionais. Além de aplicações diretas,

frequentemente, demandam dos administradores de recursos a criação de fundos de investimentos, exclusivos ou não.

Quando da criação dos chamados “novos títulos do agronegócio”, o governo demonstrou otimismo diante da ação de ditos investidores institucionais no financiamento privado do agronegócio brasileiro, conforme relato de Wahl (2005). O Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o Warrant Agropecuário (WA) apresentaram-se “como instrumentos aptos a permitir a captação de recursos no âmbito do mercado de capitais, constituindo relevante fonte de financiamento para o setor do agronegócio [...] esses títulos configuram modalidade de investimento adicional para o público investidor, nomeadamente os investidores institucionais, dentre os quais se destacam os fundos de investimento” (BRASIL, 2004a).

Na mesma trilha, esperava-se que “os armazéns certificados pelo Ministério de Agricultura, Pecuária e do Abastecimento, fossem, em futuro próximo, uma nova porta de entrada do produtor rural e de suas cooperativas no mercado financeiro, seja para promover a comercialização da produção, seja para obtenção de financiamento junto aos investidores institucionais” (BRASIL, 2004a).

Segundo Wahl (2005), na época da promulgação da Lei 11.076/2004, o governo, os agricultores e a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) mostravam-se otimistas diante da potencial vinculação das *Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC)*¹ na negociação dos “novos títulos”. Ditas expectativas teriam sido tecidas em torno da aprovação da Resolução nº 3.121/2003 do Conselho Monetário Nacional (CMN) que consolidou as normas sobre a aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar (BRASIL, 2003a).

Naquela ocasião, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)², estimou um mercado de R\$ 25 bilhões ao ano para os “novos títulos”. De forma cautelosa, Ricardo Malavazi, então Diretor Financeiro do fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás, afirmou que “para a Petros, esse tipo de investimento ainda encontra-se em fase de estudo” (WAHL, 2005).

¹ Por definição, a EFPC é uma sociedade civil ou fundação, estruturada na forma do art. 35 da Lei Complementar nº 109/01, sem fins lucrativos, que tenha por objeto operar plano de benefícios de caráter previdenciário.

² Autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, criada pela Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009, que assumiu as funções de supervisão e fiscalização das EFPC da extinta Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

No período em que esta pesquisa decorreu, a regra em vigor definia que os fundos de pensão podiam aplicar até 20% dos recursos garantidores de cada plano em FDIC, CPR, CDCA, CRA e WA. Entretanto, com relação aos FIDCs, potenciais compradores de CRAs, considera lenta a entrada dos investidores institucionais nesse mercado e atribuiu esse ritmo ao “desconhecimento e excessivo conservadorismo da política de investimentos dos fundos de pensão em geral” (SOUZA, 2010, p. 28).

Crítica similar tem sido defendida pela Previc e Abrapp, em eventos do setor, no sentido de alertar que a partir da redução da rentabilidade da renda fixa os fundos de pensão devem diversificar seu portfólio de investimentos, incrementando a alocação em renda variável e investimentos estruturados, opções trazidas pela nova regulamentação (BRASIL, 2009a).

Em Lopes et al. (2013) foram avaliados os atos de concentração econômica julgados pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) a partir de 2006, relacionados às empresas do agronegócio pertencentes ao grupo das 250 de maiores em receita líquida em 2011. Desse trabalho, podem ser destacados os casos da JBS, BRF (*Brasil Foods*) e Marfrig, casos onde ocorreu uma ativa participação dos fundos de pensão por ocasião dos respectivos processos de fusão e aquisição. A relevância dos investimentos dos fundos de pensão, notadamente, Previ, Petros e Funcef, em algumas empresas do agronegócio, e a formalização de acordos de acionistas entre os fundos de pensão, indica a relevância estratégica das relações desse segmento com os fundos de pensão.

Contudo, o estímulo aos investimentos de origem privada no agronegócio brasileiro, principalmente dos fundos de pensão, que, além de sua característica de administração mais prudencial, contam com um ambiente regulatório próprio bastante rígido, além de estarem inseridos em normas comuns aos demais investidores. Esses aspectos trazem aos captadores de recursos e aos dirigentes dessas entidades desafios adicionais além dos inerentes às boas práticas de administração de investimentos.

1.1 Problema

A pesquisa buscou contribuir para a compreensão dos desafios atuais do financiamento privado do agronegócio brasileiro. O estudo buscou, a partir de fontes

primárias e secundárias, avaliar as percepções dos gestores dos fundos de pensão buscando evidenciar se o agronegócio é considerado atrativo pelos “investidores institucionais”, nomeadamente os fundos de pensão das estatais no Brasil.

A partir da participação dos três maiores fundos de pensão brasileiros, quais sejam, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), da Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e da Fundação dos Economiários Federais (Funcef), no capital acionário de empresas do agronegócio como a BRF (Brasil *Foods*)³, a JBS⁴ e a Fibria⁵, poder-se-ia inferir que esses “investidores institucionais” reconhecem a atratividade do agronegócio brasileiro para realizar investimentos? Será que o volume investido por esses “investidores institucionais” no agronegócio brasileiro seria compatível com a importância do setor no país? É fatível avaliar a atratividade do agronegócio brasileiro para os “investidores institucionais” a partir das informações documentais de livre circulação ou acesso público?

A revisão preliminar durante a pesquisa documental confirmou a necessidade de se abordar as seguintes questões mediante entrevistas semiestruturadas junto a uma amostra de atores, na qualidade de gestores responsáveis pelos investimentos e ou avaliação setoriais e gestão de risco. Para além dos três maiores fundos de pensão citados, a amostra estendeu-se por mais outros cinco fundos de semelhante perfil público, totalizando 8 (oito) instituições investigadas.

As seguintes questões orientaram a pesquisa:

- Quais as percepções dos representantes dos fundos de pensão estatais sobre o agronegócio brasileiro? Mensuradas a partir das questões e respostas dos blocos 3 e 5 do roteiro da entrevista.
- Como o agronegócio brasileiro poderia se estruturar para estimular os investimentos dos fundos de pensão de estatais? Estratégias identificadas mediante as questões e respostas do bloco 6 do roteiro da entrevista.

³A BRF (Brasil Foods) foi criada a partir da associação entre Perdigão e Sadia. Atua nos segmentos de carnes (aves, suínos e bovinos), alimentos industrializados (margarinas e massas) e lácteos.

⁴ A JBS é a maior empresa em processamento de proteína animal do mundo, atuando nas áreas de alimentos, couro, biodiesel, colágeno e latas.

⁵ A Fibria é uma empresa brasileira com presença no mercado global de cultivos de florestas para a produção de celulose. É resultado da venda da Votorantim VCP pela Aracruz.

- Como se processam as transações de investimentos dos fundos de pensão estatais no agronegócio brasileiro? Identificadas mediante as questões e respostas dos blocos 2 e 4 do roteiro da entrevista.

Como assinalado anteriormente, o objetivo geral desta pesquisa é avançar na compreensão da problemática que engloba a busca por financiamento privado para agronegócio brasileiro. Portanto, além de dados concretos de relatórios oficiais, o estudo buscou levantar e sistematizar as percepções dos gestores dos fundos de pensão buscando evidenciar se, os esforços legislativos, impactaram na atratividade do agronegócio perante os denominados “investidores institucionais”.

Os objetivos específicos foram os seguintes:

- 1) Analisar os fatores que incidem nas tomadas de decisão de investimentos dos fundos de pensão em empresas do agronegócio no Brasil:

Essa análise buscou considerar as influências favoráveis e desfavoráveis dos fenômenos que caracterizam o processo de escolha de investimentos. Nesse âmbito, as principais inquietações desta investigação indagaram sobre: a) os entraves no sistema regulação para o desenvolvimento do mercado dos novos títulos de agronegócio; b) as decisões de investimento e desinvestimento em participação acionária em empresas do agronegócio; c) os interesses em Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimentos em Participação (FIP) relacionados ao agronegócio; e, ainda, d) o entendimento dos fundos de pensão sobre o agronegócio como potencial setor de investimento.

Analisar as percepções dos representantes dos fundos de pensão estatais sobre o agronegócio brasileiro.

- 2) Identificar estratégias que poderiam estimular o financiamento do agronegócio brasileiro proveniente dos investimentos dos fundos de pensão estatais.
- 3) Identificar as transações de investimentos dos fundos de pensão estatais no agronegócio brasileiro.

Buscou-se avançar no mapeamento em duas trilhas paralelas. Primeiro, os aspectos que são considerados pelos responsáveis pelas decisões de investimentos dos fundos de pensão. Segundo, identificar as categorias de investimentos que têm recebido aportes desses investidores no período entre 2004 a 2012.

1.2 Referencial Teórico

Primeiramente, cabe esclarecer que neste trabalho consideramos o conceito de Agronegócio na definição de Davis e Goldberg (1957): “A soma de todas as operações envolvidas no processo de produção e distribuição dos insumos agropecuários, as operações de produção na fazenda; e o armazenamento, processamento e a distribuição dos produtos agrícolas e seus derivados”.

O padrão de financiamento da agricultura brasileira tem se alterado ao longo das últimas décadas. As diferentes formas de financiar o setor estão associadas aos interesses políticos e econômicos de cada contexto. Esse financiamento busca coerência com as políticas macroeconômicas e com as políticas agrícolas. No contexto de crise fiscal brasileira dos anos 80, inicialmente se buscou substituir os recursos do Governo Federal por recursos dos Governos Estaduais e Municipais e pela iniciativa privada (MASSUQUETTI, 1998).

Segundo Oliveira (2007), “o financiamento das atividades produtivas na agricultura, difere das industriais porque elas estão sujeitas a certos riscos e incertezas devido as especificidades naturais e institucionais próprias das atividades econômicas agrícolas.” Essas características trazem desafios a serem superados pelo capital produtivo e requer inovações financeiras. Nesse contexto, destacou-se a criação da Cédula de Produto Rural (CPR) em 1994, a CPR de liquidação financeira em 2001, os assim conhecidos novos títulos do agronegócio (CDAWA, CDCA, LCA e CRA) em 2004 e a NCA em 2005. Tais títulos foram criados com o intuito de facilitar a circulação de riquezas e crédito nas cadeias do agronegócio, aproximando-o do mercado de capitais.

Citando Machado (2010: 73) que afirma que, segundo Polanyi:

“... deve reconhecer-se a relevância da definição substantiva, que encara a economia enquanto processo instituído de interação entre o homem e o seu ambiente natural e social, o qual resulta numa contínua oferta de meios materiais para satisfazer as suas necessidades – esta sim com carácter universal – e que constitui a base para o método preconizado por Polanyi: a análise institucional. Ora, a economia pode estar instituída de diferentes formas nas mais variadas sociedades, sendo que Polanyi identifica três padrões fundamentais designados por formas de integração – reciprocidade, redistribuição e troca (mercantil) –, mediante a combinação das quais a economia adquire unidade e estabilidade, i.e., a interdependência e a recorrência das suas partes.”

Segundo Polanyi, “em vez de a economia estar incrustada nas relações

sociais, são as relações sociais que estão incrustadas no sistema econômico.” O conceito de incrustação (*embeddedness*), assim como o de redes (sociais) fazem parte do que se passou a denominar, a partir de estudos da década de 1980, de Nova Sociologia Econômica (NSE). Swedberg (2006:3) afirma que “o conceito mais famoso na sociologia econômica contemporânea é de longe o de incrustação” (MACHADO, 2010: 80).

Pereira et al. (1997) destacaram a importância dos fundos de pensão como geradores de poupança interna, atribuindo a eles um papel essencial na retomada do crescimento do país no final dos anos 90, como uma alternativa menos volátil que investimentos estrangeiros. Nesse contexto, algumas vezes os fundos de pensão passam exercer papéis preponderantes como financiadores de políticas de governo. Como exemplos desses momentos temos o Programa Nacional de Desestatização (PND) dos anos 1990, conforme trabalhos de Jardim (2007: 51-53) e Grün (2003), e, mais recentemente, a política de criação dos “campeões nacionais” implantada pelo BNDES durante o Governo Lula e Dilma, que aportou recursos em empresas como JBS, Marfrig, Lácteos Brasil (LBR) e Fibria. (RODRIGUES, 2014).

Segundo Grün (2005), durante o processo de privatizações de estatais, no âmbito do PND, implementado durante o primeiro mandato do Governo Fernando Henrique Cardoso, “os fundos se tornaram centrais na cena econômica, atraindo atores financeiros e sindicais.” Em seu trabalho, Santana (2012: 11) afirma que:

“Ao contrário do modelo de privatização que resulta em pulverização da participação acionária das estatais para vários investidores, adotado por exemplo na Inglaterra e países do leste europeu, o modelo utilizado (atualmente, inclusive) no Brasil é o da venda em bloco do controle das empresas a grupos de investidores, com destaque sempre para o papel do BNDES e dos fundos de pensão de estatais na “representação pública” dos consórcios.”

Nessa mesma linha, Jardim (2010: 21), ao avaliar as ações do governo Lula, destaca o uso político dos fundos de pensão brasileiros:

“... os fundos de pensão investiram em atividades produtivas (de caráter social e ambiental) durante o governo Lula, promovendo, de forma indireta, a redistribuição e a solidariedade, via mercado. Entende-se que tal redistribuição é, antes de ser uma opção econômica, uma opção política e cognitiva de apoiar os projetos de infraestrutura, energia, transporte, agronegócio e meio ambiente do governo Lula, já que estes não apresentam, necessariamente, baixas taxas de risco e altas taxas de rentabilidade.”

Essas relações do governo com os fundos de pensão estatais encontra-se

amparada pela discussão de Coase (1960) que afirmou que “o governo é, num sentido, uma super-firma (mas de um tipo muito especial), já que está apta a influenciar o uso de fatores de produção por decisão administrativa.” É, ainda, capaz, se quiser, de esquivar-se do mercado. Ao contrário, uma firma opera a menores custos e não pode fugir de seus concorrentes, tendo que fazer acordos de mercado com os proprietários dos fatores de produção que emprega. Recorda, também, que o Estado tem poderes para fazer coisas a um custo inferior ao privado, embora sua máquina não esteja isenta de custos, chegando a ser mesmo altamente custosa. Coase ainda afirma que “a regulação governamental direta não necessariamente traz melhores resultados do que deixar que o problema seja resolvido pelo mercado ou pela firma.”

Santana (2012) opina que, no Governo Dilma tem havido “movimentos no sentido de imprimir a sua identidade no setor, como por exemplo a substituição de dirigentes sindicais na Previ”. Ao mesmo tempo, em que é mantida a “sintonia” com os fundos de pensão na “parceria em projetos prioritários” do governo. Esse mesmo autor cita o chamado “Capitalismo de Laços”, conceito de Lazzarini (2011), e destaca que as relações entre governo e os fundos de pensão não são unidirecionais, uma vez que “os próprios fundos passaram a mostrar um maior ativismo nas empresas nas quais possuem participações societárias e por vezes mobilizam o governo para resolver pendências ou influenciar políticas” (SANTANA, 2012: 101).

No tocante aos fundos de pensão, notadamente os vinculados a estatais, estão presentes também em seus órgãos de governança os representantes sindicais, nesse aspecto, Jardim (2010: 40) avalia que:

“...o movimento sindical (ou parte dele) busca unificar os sindicatos em torno da administração responsável da cobiçada soma dos fundos de pensão, tendo a preocupação com a “moralização” do capital, com a desigualdade social e com os investimentos éticos e de responsabilidade social. Este contexto, em que sindicatos e sindicalistas se interessam por fundos de pensão, é visto por Francisco de Oliveira (2003) como a venda ideológica do movimento sindical, argumento compartilhado por Ricardo Antunes (2004). Em contrapartida, Robert Castel vê de forma positiva o diálogo entre mercado, trabalho e Estado e, especialmente, as novas configurações do capitalismo contemporâneo brasileiro.”

A complexidade das relações entre os sindicatos e o governo federal com os fundos de pensão nos trabalhos de Grün (2003, 2005a, 2005b), Jardim (2007, 2008,

2009a, 2009b, 2010, 2011) e Silva (2011). Jardim (2011: 212) aborda questões como a “moralização do capitalismo”, que propõe um diálogo entre setores da “esquerda” brasileira e o mercado, buscando transformar o “capitalismo selvagem” em “capitalismo doméstico”, o que resultaria na utilização de recursos da especulação na atividade produtiva, gerando emprego e renda. Cabe ressaltar a similaridade de discurso entre o sindicalismo e o governo, principalmente com relação ao apoio de obras de infraestrutura e aos “campeões nacionais” citados anteriormente.

Num enfoque econômico-financeiro, a avaliação de investimentos os fundos de pensão se vale de mecanismos como a Teoria do Portfólio de Markowitz(1952, 1959), o Índice de Sharpe e o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* , explorados por Amaral et al. (2004). Além disso, muito comum é a atividade denominada *Asset and Liability Management (ALM)*, originária da necessidade de gestão de riscos bancários nos Estados Unidos. Segundo Marques (2011: 20):

“O modelo determinístico de Chambers e Charnes, de 1961, é pioneiro em ALM (KOSMIDOU; ZOPOUNIDIS, 2004). Inicialmente, o enfoque da atividade estava mais voltado à gestão dos riscos de liquidez e de crédito. Posteriormente, o tema se desenvolveu para uma abordagem integrada dos riscos de liquidez, rentabilidade, de crédito e de mercado, e sua aplicação se estendeu para vários campos da economia.”

Com foco nos passivos dos fundos de pensão, Rieche (2005) tratou o pagamento de benefícios de aposentaria. Nesse âmbito, um ponto essencial diz respeito ao risco de descasamento de ativos e passivos. Esses e outros riscos impõem ao agronegócio a necessidade de uma legislação rígida e específica em matéria desses investimentos. Mais recentemente, as discussões relativas à previdência complementar têm também sido pautadas pela temática da redução da taxa de juros para aplicações em renda fixa e o chamado “risco de longevidade”, que, sucintamente, trata do incremento das despesas com benefícios causadas por uma maior expectativa de vida da população (SILVA, 2010).

A Teoria do Agente e Principal de Jensen e Meckling (1976), tendo foco no conflito que pode aparecer toda vez que alguém, o principal, delega a um terceiro, o agente, poderes para desempenhar funções ou realizar tarefas em seu nome. A existência deste conflito de interesses gera ineficiências nas relações e, em consequência, o denominado “custo de agência”. Da mesma forma, são inerentes aos fundos de pensão temas como a governança corporativa e seus níveis, o “novo

mercado” e outros tais como transparência, equidade entre os “stakeholders”, prestação de contas (“accountability”) e a responsabilidade corporativa. A Teoria do Agente e Principal, ou Teoria da Agência, poderia também ser utilizada para tratar das relações entre governo e os fundos de pensão das estatais, a exemplo do trabalho de Fontes Filho (2004).

1.3 Metodologia

O pesquisador responsável pela presente pesquisa é funcionário do Banco do Brasil (BB) e atua como analista da Diretoria de Relações com Funcionários e Entidades Patrocinadas. Essa diretoria é responsável pela fiscalização e controle dos fundos de pensão vinculados ao banco. Tal contexto profissional demarca o *lugar de fala* do pesquisador. De um lado, porque viabilizou a realização desta pesquisa *facilitando* o acesso aos responsáveis pelas decisões de investimentos dos fundos de pensão pesquisados. A vinculação laboral do pesquisador com o Banco do Brasil mostrou-se como fator favorável que impactou positivamente o contato com alguns entrevistados. De outro lado, o rigor da reserva e sigilo bancário que regem a relação de trabalho, tencionaram a objetividade e o distanciamento necessários na pesquisa acadêmica.

Na delimitação da pesquisa optou-se um **recorte temporal** que compreende o período entre 2004 a 2012. Esse recorte foi estabelecido em atenção à vigência da Lei nº 11.076 de 2004 (BRASIL, 2004b) que, promulgou os “novos títulos” do agronegócio. Esse recorte não implica limitar o estudo apenas a esses títulos, mas também se buscou indagar sobre outros investimentos no agronegócio, após a crise financeira ocorrida entre 2007 a 2009. Já o encerramento do interstício investigado em 2012 justifica-se pela disponibilidade dos relatórios de exercício apenas a partir de 2013, ano de concentração da pesquisa. Essa conjuntura modificou o cenário da gestão, resultando novas firmas, com participações societárias respeitáveis para os fundos de pensão brasileiros.

Outro recorte adotado diz respeito à **delimitação da temática** da pesquisa. O presente estudo encontra-se inserido nos estudos sobre política agrícola brasileira e, especificamente, nos estudos voltados para a compreensão das problemáticas derivadas do financiamento do agronegócio. Não obstante, a pesquisa focou na

análise dos investimentos de caráter privado que provem dos fundos de pensão vinculados às estatais, pelos fatores expostos nas páginas anteriores.

Um recorte adicional diz respeito à **delimitação do objeto de pesquisa**. Optou-se por escolher somente 8 do total de 37 fundos de pensão estatais brasileiros. Esses fundos são os seguintes: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (**Previ**); Fundação Petrobras de Seguridade Social (**Petros**); Fundação dos Economistas Federais (**Funcef**); Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (**Postalis**); Fundação Banco Central de Previdência Privada (**Centrus**); Ceres Fundação de Seguridade Social (**Ceres**); Fundação Codesc de Seguridade Social (**Fusesc**); Instituto Conab de Seguridade Social (**Cibrius**).

Tal seleção de amostra é justificada pelos critérios a seguir: a) os fundos escolhidos para a pesquisa administram 48% do total investido no país, dado que evidencia a importância desses fundos de pensão no contexto brasileiro (ABRAPP, 2012); b) a pesquisa documental preliminar dava indícios, confirmados posteriormente, à existência de investimentos dos fundos de pensão da Previ, Petros e Funcef em empresas do agronegócio brasileiro; c) proximidade e facilidade de acesso para a coleta dos dados e d) disponibilidade dos responsáveis pelos investimentos desses fundos de pensão em participar da pesquisa.

Tendo em conta a constatação de que as pesquisas na temática específica do financiamento privado do agronegócio com investimentos dos fundos de pensão das estatais brasileiros são ainda relativamente escassas, esta pesquisa apresenta consequentemente um caráter exploratório. Nesse sentido, o estudo apoiou-se, principalmente, na revisão de literatura sobre política agrícola e financiamento do agronegócio no Brasil, na pesquisa documental e na realização de entrevistas semiestruturadas junto aos responsáveis pelas decisões de investimentos junto a seis Fundos de Pensão das estatais brasileiras.

Essa opção metodológica que alguns estudiosos denominam “triangulação” é fundamental em pesquisas de caráter exploratório. A adoção da combinação de vários instrumentos de pesquisa contribui significativamente para apreender as dimensões qualitativas do objeto de estudo e garantir a validade dos dados como sendo representativas do universo pesquisado. Não se trata apenas de defender a percepção de um agente em particular. Buscou-se a compreensão das percepções observadas no contexto de um conjunto de dados primários que foram coletados.

Segundo Cellard (2008), na pesquisa documental para além da preocupação

com a procedência dos documentos, com vistas a garantir a qualidade da informação, a análise dos documentos deve atender para as seguintes dimensões: a) o contexto no qual foi produzido o documento e no qual estava imerso seu autor e aqueles a quem estava destinado; b) o local de fala do autor ou autores do documento; c) a natureza do texto; d) os conceitos-chave e a lógica interna do texto buscando a compreensão satisfatória do sentido dos termos empregados no texto e o contexto em que foram empregados.

Nessa perspectiva metodológica, o documento não é somente uma massa inerte. No documento, definem-se “unidades, conjuntos, séries, relações” que são determinantes para a análise. Dessa forma, a análise se configura em uma desconstrução e reconstrução dos documentos, em um “encadeamento de ligações entre a problemática do pesquisador e as diversas observações extraídas de sua documentação”. Assim, as combinações possíveis entre os diferentes elementos contidos nas fontes serão estabelecidas em função do contexto, da problemática e do quadro teórico (CELLARD, 2008:304).

A pesquisa documental abrangeu a revisão dos seguintes documentos:

1. Relatórios Anuais de Informações dos fundos de pensão estatais;
2. Relatórios da ABRAPP;
3. Relatórios da PREVIC;
4. Relatórios da CVM;
5. Relatórios da BM&FBOVESPA e,
6. Jornais.

No tocante as entrevistas, Manzini (2003) mostrou que seu uso é indicado quando a natureza do fenômeno estudado é de difícil observação direta. A entrevista facilita a busca de informações sobre opinião, concepções, expectativas, percepções sobre o objeto pesquisado. A entrevista semiestruturada permite um processo de interação social propiciado pelo pesquisador, que a partir do objetivo previamente definido, busca entrevistados que facilitem o acesso a informação sobre o problema de pesquisa em questão.

Sobre a formatação e adequação das perguntas foi importante levar em consideração três categorias analíticas: i) adequação da linguagem; ii) adequação da forma e tamanho das perguntas e iii) que a apresentação das perguntas tenha uma sequência coerente, isto é, as questões foram agrupadas em blocos temáticos que facilitaram a comunicação (Apêndice A, roteiro das entrevistas). Dessa forma,

foram definidos os seguintes seis eixos temáticos que serviram como roteiro para as entrevistas:

1. Dados pessoais do informante;
2. Sobre a tomada de decisões no tocante a investimentos;
3. Sobre o agronegócio;
4. Quanto aos títulos do agronegócio e outros investimentos no setor;
5. Quanto à avaliação de Risco e Gestão de Ativos e Passivos
6. Sugestões de melhoria

O roteiro de entrevistas constante do Apêndice A, em alguns casos foi utilizado completo, em outros casos fracionando. Cabe explicar que essa opção obedeceu às diferenças na estrutura organizacional dos fundos de pensão pesquisados e da função dos entrevistados. A título de exemplo, na Previ funciona uma Diretoria de Planejamento, Diretoria de Investimentos e uma Diretoria de Participações, enquanto em outras entidades, a área de planejamento é vinculada ao Diretor Superintendente, ou a um Diretor Financeiro, de Investimentos, ou de Aplicações, conforme o caso, por definição do Estatuto Social.

A definição dos eixos no roteiro das entrevistas foi construída no intuito de, quando for necessário, motivar o entrevistado a falar sobre um tópico específico. Buscou-se compreender os quadros de referência e as percepções do informante a partir dos relatos fornecidos durante a entrevista. Desse modo, foi possível preservar a espontaneidade dos entrevistados e contextualizar seus depoimentos no contexto social, econômico e político no qual estão inseridos. De todo modo, a informação captada durante uma entrevista não está isenta de distorções de interpretação.

Nessa lógica, se reconhece que a compreensão do pesquisador está direcionada em função dos objetivos e do referencial teórico que delimita os interesses da pesquisa acadêmica. Trata-se de um olhar interessado nas questões previamente definidas e com foco e sensibilidade para resgatar os aspectos relevantes para o problema de pesquisa. Desse modo, a aproximação aos dados empíricos mediante a entrevista visou uma melhor compreensão do objeto pesquisado.

A realização das entrevistas esteve precedida por contatos prévios, iniciados no segundo semestre de 2013, junto aos responsáveis pelas decisões de investimentos dos sete fundos de pensão enumerados anteriormente, excluindo-se a

Petros, para centralizar as entrevistas em Brasília, e de um outro fundo, que não retornou aos contatos.

Na prática, foram realizados encontros com nove representantes de 6 (seis) fundos de pensão (Previ, Centrus, Postalís, Ceres, Fusesc e Cibrius). Em todos os casos, obteve-se aceitação para participar das entrevistas sempre que fosse garantido o anonimato do informante. Diante dessa situação, optou-se por adotar a convenção detalhada no Quadro 2 - Perfil dos Entrevistados.

As entrevistas, na sua totalidade, foram realizadas em Brasília (DF) entre dezembro de 2013 a fevereiro de 2014. Os entrevistados foram na sua maioria do sexo masculino, sendo apenas duas mulheres. Os entrevistados são responsáveis pelos investimentos dos fundos de pensão e ou avaliação setoriais e gestão de riscos e sua caracterização consta do Quadro 2 - Perfil dos Entrevistados.

2 FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO

A orientação de incentivar a participação ativa do financiamento privado do agronegócio brasileiro surgiu em um contexto de crise econômica e déficit dos recursos públicos na década de 1980. Segundo Massuquetti (1998:88), “a crise financeira brasileira implicou uma nova orientação das políticas voltadas para o setor rural. [...] houve uma escassez de recursos para o financiamento do setor e um destaque maior para a participação da política de preços mínimos”.

No início dos anos 1980, a continuidade da Política de Garantia dos Preços Mínimos (PGPM), introduzida em 1943, voltada para a estabilidade de produção visando ao abastecimento interno e não para potencializar a exportação de "commodities" (originalmente excluía café e cana-de-açúcar.), teve um caráter ativo no processo de apoio ao setor agrícola, ao lado do crédito rural oficial, criado em 1937 (LOURENÇO, 2008) Mediante essa política buscava-se a garantia da rentabilidade dos produtores rurais, adicionalmente ao fornecimento do crédito para a comercialização dos produtos transacionados pelos Complexos Agroindustriais, e limitar a atuação estatal no financiamento do setor (MASSUQUETTI, 1998).

Na época, o fim da assistência creditícia barata e abundante da agricultura dependente de fontes de recursos do Tesouro Nacional deu origem a novas fontes oriundas do setor privado (MASSUQUETTI, 1998). A partir desse momento, a política de crédito rural reduziu continuamente o montante dos recursos destinados para a agricultura e diminuiu o subsídio implícito nas taxas de juros.

Nessa dinâmica, o padrão de financiamento da agricultura brasileira evoluiu e adaptou-se ao contexto econômico do país. As diferentes formas de financiar o setor estão associadas aos interesses políticos e econômicos de cada contexto. Esse financiamento busca coerência com as políticas macroeconômicas e com as políticas agrícolas. No contexto de crise fiscal brasileira dos anos 80, inicialmente se buscou substituir os recursos do Governo Federal por recursos dos Governos Estaduais e Municipais e pela iniciativa privada (MASSUQUETTI, 1998).

Diante do esgotamento do Tesouro como principal fonte de crédito rural, provocado pelo agravamento da crise fiscal brasileira, a participação de novos recursos captados na iniciativa privada para o financiamento das safras agrícolas veio por meio da política monetária, que havia, em 1965, introduzido o direcionamento para o crédito rural de parte do recolhimento compulsório dos

depósitos à vista (LOURENÇO, 2008).

Nessas fontes de recursos, que foram captadas no mercado a partir de meados da década de 80, encontram-se as seguintes: Com o fim da contagem do Banco do Brasil, em 1986, a Caderneta de Poupança Rural; (depois da Constituição de 1988), os Fundos Constitucionais; Depósitos Interfinanceiros Rurais (DIR); Sociedade de Crédito Imobiliário; Bancos Múltiplos e Fundo de Aplicações Financeiras (FAF); Sistema de Equivalência-Produto; Depósitos Especiais Remunerados (DER); Recursos Externos; Fundos de Commodities; Mercados Derivativos; Certificado de Mercadoria com Emissão Garantida (CMG); Cédula do Produto Rural (CPR); Recursos Extramercado; Contratos de Compra e Venda de Soja Verde; Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC); FINAME Agrícola; e Sistema de Integração” (MASSUQUETTI, 1998:202-203).

Segundo Massuquetti (1998), para abordar os problemas de financiamento da agricultura brasileira os “encargos financeiros dos financiamentos agrícolas deveriam ser compatíveis com a realidade de determinados segmentos de produtores rurais, como os pequenos produtores, e deveriam ocorrer melhorias nas regras de captação de recursos privados, internos ou externos, para aplicação na agricultura” (MASSUQUETTI, 1998:203).

Em razão da busca pela redução da participação dos recursos governamentais, os recursos captados diretamente no mercado são utilizados, principalmente, pelos agricultores envolvidos com a agricultura comercial, visto que se mostraram mais aptos a suportar os elevados custos dos encargos financeiros. Assim, títulos comercializados nos mercados de futuros e físico são exemplos de fonte de recursos praticados como encargos financeiros elevados, os quais exigem uma grande quantidade de produto envolvida, "o que torna este tipo de instrumento incompatível com os pequenos produtores rurais” (MASSUQUETTI, 1998:203-204).

“No entanto, cabe destacar que o setor agrícola possui uma grande diversificação da sua estrutura produtiva e fundiária, sendo necessário desenvolver um modelo de financiamento agrícola capaz de atender ao conjunto de produtores rurais [...] Outra forma de atuação do Governo seria incentivá-los a trabalhar no sistema de cooperativas, já que assim teriam um volume suficiente de produto a ser negociado e conseguiriam suportar os encargos financeiros dos mercados de capitais e do sistema financeiro” (MASSUQUETTI, 1998:204).

“O financiamento das atividades produtivas na agricultura, difere das

industriais porque elas estão sujeitas a certos riscos e incertezas devido as especificidades naturais e institucionais da própria das atividades econômicas agrícolas. Essas especificidades, “barreiras naturais e institucionais” que precisam ser superadas pelo capital produtivo, através das inovações tecnológicas e das inovações financeiras. Essas barreiras manifestam numa maior rigidez para a penetração e estruturação do capital na agricultura. Apesar dessas singularidades as decisões dos agentes econômicos rurais, sujeitam-se as mesmas regras do comportamento convencional dos agentes” (OLIVEIRA, 2007).

Apoiado em recursos públicos na forma de crédito, foi posteriormente, sujeito a um período de intenso de ineficaz controle da inflação, que se deu por sucessivos “planos econômicos”. Uma das características desses planos era a tentativa de desindexação da economia, que, entre outros tantos efeitos, envolvia ajustes em ativos (patrimônio) e passivos (dívida) da agricultura.

Pouco depois da entrada em vigor da cédula do produto rural (CPR), em 1994, Gasques e Villa Verde (1995) avaliaram o modelo brasileiro de crédito para o agronegócio em vigor até o Plano Real, na época de exame de sua obra, como totalmente estatizado. Na primeira década do século XXI, apesar da significativa redução do volume de crédito com recursos públicos, ainda não foi substituído por financiamentos regulares da maioria da rede bancária privada. O crédito com recursos privados atende sim apenas a setores dinâmicos como a agroindústria e exportadores de produtos agropecuários. Desse modo, o sistema de crédito rural no Brasil é sustentando, desde a origem em 1965, por empréstimos dos bancos oficiais federais.

Segundo Oliveira (2007: 27), “o desafio fundamental é montar um sistema que permita superar o histórico de constante e recorrente inadimplência no pagamento das dívidas do crédito rural. Esta situação torna o sistema cada vez mais rígido devido ao serviço dos refinanciamentos anteriores”.

Segundo Barros (2006), com a exaustão dos recursos públicos, as atividades agropecuárias são de forma extensiva financiadas pelos compradores de produtos e/ou fornecedores de insumos, como as “trading companies” e a indústria de defensivos e fertilizantes. Por óbvio, os custos desses financiamentos ligam-se aos juros da economia. Segundo o autor, os custos crescem na proporção em que aumenta a procedência de recursos do setor privado. As crises que se sucedem sugerem que produtores agropecuários e grandes agroindústrias de processamento

e de insumos e bens de capital não têm gerenciado adequadamente os riscos da atividade. Com isso, produtores voltam-se ao setor público para obter reescalonamento das dívidas como forma de amenizar os prejuízos daquelas agroindústrias e manter a normalidade no mercado de crédito, garantindo condições para que o agronegócio continue produzindo.

As crises do agronegócio tendem a se repetir com certa periodicidade porque quando os preços estão altos, os investimentos aumentam (novas dívidas são assumidas), a produção cresce e, em consequência, os preços caem (principalmente se a economia estiver crescendo pouco). Logo, a rentabilidade diminui, podendo chegar ao ponto de insolvência. Ocorre, via de regra, uma renegociação da dívida e o setor volta à “normalidade temporária”, até que uma nova alta de preços ocorra e o processo se repita (BARROS, 2006).

Os bancos, em especial o Banco do Brasil (BB), desempenham um importante papel na alavancagem de recursos aos financiamentos rurais. A decisão de transformar o banco em fonte importante de apoio financeiro ao setor rural data do final do século XIX, quando começou a estabelecer uma política agrícola no Brasil.

Coube ao Banco do Brasil suprir a maior parte das necessidades de crédito rural. Na época da implantação do SNCR, em 1965, o Banco já participava com 54% do total, chegando a cair para 50% em 1968, com a Resolução 69. Todavia, com o crescimento do papel das Autoridades Monetárias no sistema, a participação do banco oficial atingiu 63% já em 1971 e chegou ao máximo em 1979 com 79,2% (COELHO, 2001).

A conta movimento do Banco do Brasil foi extinta em 1986, ano que foi criada a primeira poupança rural destinada a captar recursos do público para serem aplicados na agricultura, começando a operar em 1987. Nesse processo de modernização o BB desempenhava o papel de capital financeiro do setor agrícola, que contava com baixa participação dos bancos privados.

O Banco do Brasil, na avaliação de Leite (2001), ainda continuaria como um dos principais agentes financeiros do setor público, com o repasse de financiamento para produtores rurais e agroindústrias. Entre 1989 e 1995, além dos recursos do Tesouro, contou com a poupança rural que teria sido responsável por mais de 40% da oferta monetária ao setor rural.

Registre-se que, em 2014, o banco responde por quase 54% do saldo do

Sistema Financeiro de Crédito Rural utilizado como um dos principais instrumentos da política agrícola do governo federal, não só para concessão de empréstimos, mas também em programas de sustentação de preços mínimos.

Os leilões da CONAB, a captação de recursos no exterior, a CPR e os novos títulos agrícolas são alguns mecanismos que o BB tem procurado consolidar entre seus serviços. A estratégia do BB é viabilizar as novas formas de financiamento (LIMA, 2003).

Mais recentemente, segundo o relatório anual de 2013 do BB, "A carteira de agronegócios no conceito ampliado, que inclui operações de Cédula de Produto Rural (CPR) e garantias, apresentou crescimento de 34,1% em 12 meses e totalizou R\$ 144,8 bilhões, o que representa 20,9% de toda a carteira de crédito do BB. Destaque para o crescimento das Letras de Crédito ao Agronegócio (LCA) e das operações compromissadas com títulos privados em detrimento dos depósitos a prazo, o que reflete a estratégia de mudança do mix de captações do BB visando à redução de seu custo."

Segundo Oliveira (2007:37), "com o processo de transformação sofrido pela política agrícola brasileira, essas instituições se adaptaram, aperfeiçoando mecanismos já existentes e criando outros instrumentos capazes de sustentar a nova forma de financiamento rural".

"Tal como o crédito subsidiado empurrou os agropecuaristas para dentro das agências bancárias, há que se pensar meios de se familiarizarem com os pregões e outras modalidades do mercado de títulos financeiros" (GONÇALVES et al., 2005: 17).

Os autores revelam que em meados da década de 1990, a criação de títulos para financiamento da agricultura constitui uma proposta em debate. Para Gasques e Villa Verde (1995:20), sua pesquisa indicou a existência de "uma grande diversidade de propostas, oriundas do governo federal, Congresso Nacional, setor privado financeiro e não-financeiro, cooperativas, sindicatos, governos estaduais e municipais".

Segundo os autores, "a proposta de implantação de fundos de financiamento da agricultura e a criação de títulos que fazem a ligação da agricultura com o mercado financeiro, sem a necessidade de recorrer ao sistema de crédito rural, aliviando a pressão sobre recursos financeiros para a agricultura" (GASQUES; VILLA VERDE, 1995:7).

Os autores ressaltaram o caráter eminentemente privado das novas fontes de financiamento da agricultura introduzidas a partir de meados dos anos 80. Segundo eles, “apesar da criação dessas novas fontes ter-se dado, na maioria dos casos, por iniciativa do governo federal, os recursos não são do Tesouro Nacional, mas captados no mercado. Deste modo, são fontes indexadas e com taxas de juros mais elevadas do que as fontes tradicionais” (GASQUES; VILLA VERDE, 1995:10).

2.1 Cédula de Produto Rural (CPR)

A Cédula de Produto Rural (CPR), criada pela Lei nº 8.929 de 1994, é um título cambial, negociável no mercado e que permite ao produtor rural, ou às suas cooperativas, a comercialização antecipada da produção. Nessa concepção só poderia ser liquidada por meio da entrega do produto, na quantidade prevista, podendo também ser endossável. Gonçalves et al. (2005) indica os objetivos da CPR: a) financiar a produção por meio da venda antecipada do produto; b) garantir o suprimento de matéria-prima pela venda antecipada de produção agroindustrial; c) vender insumos por meio de troca pela produção agrícola; d) fornecer alternativa de investimentos via fundos.

Posteriormente, a Lei nº 10.200 de 2001 criou a CPR com liquidação financeira, a “CPR Financeira”, mantendo as demais características da CPR física. Com isso, esse instrumento financeiro passou a ser acessível a outros investidores, mesmo de fora das atividades do agronegócio, tais como fundos de investimentos e fundos de pensão.

Segundo UQBAR (2014), a CPR Financeira, após atingir um patamar recorde de R\$ 1 bilhão de negócios em 2009, recuou para R\$ 229,6 milhões em 2012 e R\$ 122,1 em 2013. Em relação ao produto, informa a predominância da soja, com 37% e milho com 22%.

2.2 Títulos do Agronegócio

A literatura acadêmica focada na análise do financiamento do agronegócio no Brasil tem informado a respeito do crédito rural oficial, gerido pelo governo

federal. Mais recentemente, a despeito da novidade do tema, alguns trabalhos têm abordado chamados “novos títulos do agronegócio”.

Conforme dito anteriormente, a Lei nº 11.076 de 2004 estabeleceu os seguintes títulos mobiliários do agronegócio: Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA (BRASIL, 2004b).

Essa ação de governo estimulou a publicação de alguns trabalhos acadêmicos que abordaram, principalmente, sua caracterização. Entre essas contribuições há que destacar os trabalhos de Vian (2005), Zaclis e Kalansky (2005), Buranello (2005), Marques e Silva (2006), Marques, Melloe Martines Filho (2006), Oliveira e Carvalho (2006), Silva (2006) e Gonçalves *et. al.* (2007). O aporte específico desses autores para a presente pesquisa é retomado a seguir.

Silva (2006) estudou o desempenho de investimento privado em seis produtos agrícolas – açúcar cristal, algodão, arroz, café arábica, milho e soja – no mercado brasileiro e avaliou a possibilidade de operação entre o mercado físico e futuro, como alternativa para uso do CDA/WA. E de sua parte, Souza, Bialoskorski e Neto (2007) e Souza (2007) analisaram a viabilidade de utilização do CDCA como instrumento de capitalização de cooperativas agropecuárias.

Oliveira (2007), em sua pesquisa, além de descrever o sistema de registro de títulos agrícolas no Brasil, abordou os riscos envolvidos nesse tipo de operação e apresentou os obstáculos e dificuldades a serem transpostos para a expansão do mercado de títulos do agronegócio. No tocante aos negócios com LCA, destacou que “a participação mais ativa do Banco do Brasil impulsionará esse mercado aumentando a atuação dos bancos privados que veem no comportamento do BB uma segurança para realizarem suas operações (OLIVEIRA, 2007, pp: 83)”.

Ao avaliar a utilização dos novos instrumentos de crédito, incluindo a Cédula do Produto Rural – CPR física, Souza e Bacha (2009, pp: 9) destacaram que “o CDCA, LCA e CRA trouxeram inovações aos títulos utilizados no setor rural em dois aspectos: a) ampliação da abrangência, do setor rural produtivo para o agronegócio como um todo; e b) estes papéis caracterizam-se como derivativos, ampliando a abrangência de negociação como ativos financeiros em bolsas de mercadorias e futuros ou em mercados de balcão autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).”

Destaca-se também o trabalho de Souza (2010), que realizou um estudo de caso sobre a utilização de CRA no setor sucroalcooleiro, analisando os aspectos operacionais de emissão pública desses papéis. Especificamente quanto à LCA, Silva e Marques (2005) analisaram o desempenho dos três primeiros leilões feitos pelo Banco do Brasil em 2005, com captação de R\$ 30 milhões a uma taxa média de 19,55%.

Por sua vez, Oliveira, Carvalho e Travassos (2010: pp: 9), ao avaliarem a percepção de especialistas sobre os novos títulos do agronegócio informou que “para os entrevistados, a essência do CDCA está no fato de que uma empresa, um distribuidor, um fornecedor, uma pessoa jurídica, poderia acessar o mercado de capitais sem necessariamente ser uma sociedade anônima (S.A.), exigência do mercado para operações com debênture”.

Segundo Oliveira (2007), o ano de 2005 foi um período crítico para a agricultura brasileira. Essa situação teria impactado negativamente as transações dos novos títulos. A autora aponta ainda alguns empecilhos para os novos títulos:

“questões ligadas diretamente a operacionalização dos títulos agrícolas, tal como, registro, recebíveis utilizados nas operações, custódia, adequação da Lei 11.076 (duabilidade) [...] Treinamento, acultramento e divulgação⁶ também foram citados como pontos que deveriam ser explorados para o avanço desses títulos, pois o despreparo, resistência e desconhecimento com relação a esses mecanismos atrapalham na expansão dos mesmos (OLIVEIRA, 2007:65).”

Sobre a LCA, a autora afirma ser “o título agrícola de melhor aceitação no mercado, principalmente porque o papel apresentava garantia de instituições financeiras o que lhe conferia maior credibilidade e segurança” (OLIVEIRA, 2007:66). Destaca ainda a não incidência de IOF e a isenção de IR para pessoas físicas, com rentabilidade em torno de 105% do CDI (OLIVEIRA, 2007:76).

Segundo Oliveira (2007:75), os usuários do CDCA são empresas de médio porte com faturamento entre 50 e 200 milhões de reais. Esse título apresenta as seguintes vantagens quando comparado com outros títulos: 1. Menos encargos financeiros (juros, IOF, CPMF, IR); 2. Melhora o fluxo de caixa e os índices

⁶ “O maior gargalo é difundir a modelagem, seu funcionamento e seus benefícios, precisando assim de um intenso e contínuo treinamento [...] Somente um seminário, coordenado pela BM&F e pela Febraban, foi apresentado para divulgação dos títulos, todos os outros cursos oferecidos são pagos e com valores relativamente altos [...] a criação o Instituto Brasileiro para Desenvolvimento do Agronegócio (IBDA) que terá como principal objetivo, difundir esses títulos” (: 78).

financeiros; 3. Pode transferir os recebíveis via cessão fiduciária; 4. Planeja o momento da emissão; e 5. Acessa outras linhas de “crédito” (mercado de capitais).

E, em sua pesquisa, Oliveira (2007:76) identificou que o CDA/WA vinha apresentando “grandes problemas [como] empecilhos burocráticos [...] no que tange a credenciamento e certificação de armazéns, o seguro rural e as obrigações dos produtores com dívidas adquiridas em safras passadas”.

2.3 Nota Comercial do Agronegócio (NCA)

A Nota Comercial do Agronegócio (NCA) foi instituída pela Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, que a definiu como (BRASIL, 2009b):

Art. 2º A Nota Comercial do Agronegócio – NCA é a Nota Promissória Comercial para distribuição pública emitida por companhias, sociedades limitadas e cooperativas que tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Para o lançamento de uma NCA, a emissora deverá ser registrada na CVM como companhia aberta ou como emissora de NCA. Como inovação dessa norma, a CVM trouxe a possibilidade de registro também das sociedades limitadas e as cooperativas.

As NCAs são emitidas escrituralmente, com valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 300.000,00, garantidas por seguro de crédito ou tenha valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00, sem seguro. Podem ter prazo máximo de até 360 dias a contar da efetiva integralização. Caso a oferta tenha prazo igual ou inferior a 270 dias, poderá ser dispensado o registro da empresa emissora.

Faculta-se o acréscimo de garantias, tais como bens ou títulos de crédito originário ou decorrente da produção rural; ou garantia fiduciária de instituição financeira.

As Notas Comerciais do Agronegócio podem ser referenciadas em inglês, genericamente, como *Comercial Papers*, ou ainda como *Agrinote*. À época do seu lançamento, Hashizume (2005) informou de uma expectativa de negócios de cerca de R\$ 20 bilhões.

2.4 Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)

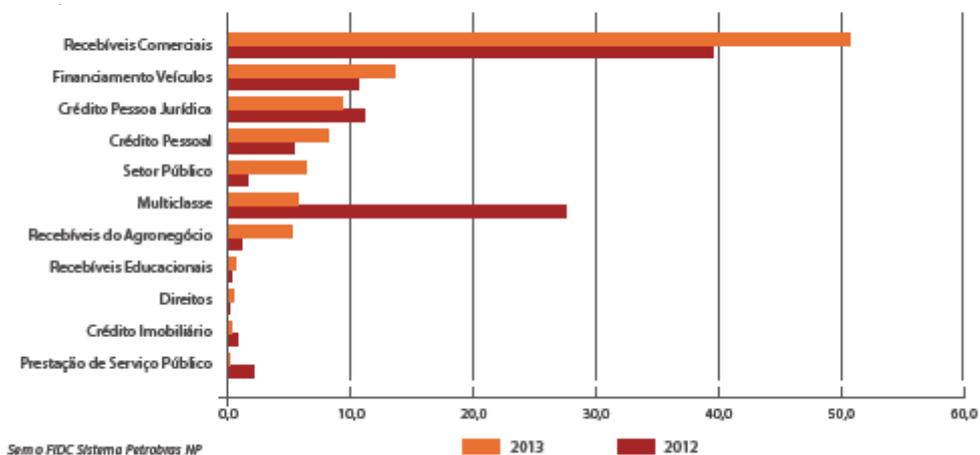
Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) foram criados através da Resolução CMN n° 2.907/2001 e regulamentados pelas Instruções CVM 356/2001 e Instrução CVM 393/2003. São fundos destinados à securitização de recebíveis, onde uma empresa vende, a prazo, produtos ou serviços para seus clientes, os direitos creditórios (recebíveis) resultantes dessas vendas são cedidos ao FIDC, com pagamento à vista com recursos captados no mercado de capitais.

Quando avalia esse mercado, Souza (2010), citando UQBAR (2010), destaca que dos 9.117 fundos existentes no país em 2009, apenas 261 eram FIDCs com recursos da ordem de R\$ 53,1 bilhões sendo o mercado total de R\$ 1,4 trilhão naquele momento. Em 2009, 0,6% dos cedentes de FIDCs tinha atividade econômica agropecuária.

Scaramuzzo (2009) afirma que em 2009 existiam 26 FIDCs com foco no agronegócio, destacando a agroindústria do açúcar e do álcool e na agropecuária e grãos.

Segundo UQBAR (2014: 33), houve um crescimento substancial nos FIDCs lastreados com recebíveis do agronegócio em 2013, conforme demonstra a Figura 1. Os FIDCs são também potenciais compradores de CRA e nesse mesmo período houve um incremento desses fundos com lastro em CRAs, bem como um aumento nas emissões de CRA (UQBAR, 2014, p. 23).

Figura 1 – Composição das Emissões de Cotas de FIDC por Ativo-lastro - 2012 e 2013



Fonte: UQBAR (2014).

2.5 *Private Equity e Venture Capital*

O termo *Private Equity* refere-se a investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado, ou seja, não listadas em mercados públicos de valores. Esses investimentos podem ser divididos em *Venture Capital*, quando são feitas aquisições de participações acionárias em estágios iniciais das empresas, e *Buyout*, quando as empresas se encontram em estágios mais maduros. No Brasil os dois termos tem sido usados separadamente, para nominar investimentos diferentes (GVCEPE, 2008; RAMALHO; FURTADO; LARA, 2011).

Em relação aos estágios de maturidade das empresas, a partir da classificação de Metrick e Yasuda (2011), o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP enumera os seguintes conceitos (GVCEPE, 2008):

1. *Venture Capital – Seed*: Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;
2. *Venture Capital – Startup*: Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios;
3. *Venture Capital – Early Stage*: Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados, usualmente, com até 4 anos de operação e faturamento não superior a R\$9 milhões.
4. *Private Equity – Expansion*: Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em comunicação e marketing, etc.
5. *Private Equity – Later Stage*: Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa estável e positivo.
6. *Private Equity – Buyout*: Aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento.
7. *Mezanino*: Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição.

8. PIPE⁷: Aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa).

No Brasil, a regulação do setor teve início em 1986⁸, com a criação da figura da Sociedade de Capital de Risco e um tratamento tributário diferenciado para estímulo a esses investimentos, que vigorou até 1988 (PAVANI, 2003).

Anos depois, em 1994, a CVM publicou a Instrução 209 que tratou dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), base para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no país. Dentre outros aspectos, a norma definiu um limite de faturamento líquido anual para as empresas emergentes⁹ e concedeu àquelas empresas não listadas em bolsa a possibilidade de obtenção de recursos de investidores institucionais. No Quadro 3 elencamos os 32 FMIEE registrados na CVM em dezembro de 2013, que totalizavam R\$ 746 milhões em Patrimônio Líquido.

Entretanto, essa norma não atendia àqueles investidores que pretendiam aplicar recursos sob uma estrutura de fundo em empresas com outras características. Por meio da Instrução 391, de 16 de julho de 2003, a CVM regulamentou os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que trouxe uma maior flexibilidade para a escolha de outros ativos e ainda a prerrogativa de participação no processo decisório da investida. (FREIRE; BURR, 2010)

O referido normativo definiu Fundo de Investimentos em Participações - FIP, no Brasil como sendo (BRASIL, 2003b):

“O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.”

⁷ Do inglês, *Private Investment in Public Equity*, ou seja, patrimônio público de um investimento privado (tradução livre).

⁸ Segundo Pavani (2003: 53), essa regulação foi dada pelo Decreto-Lei 2.287, de 23 de julho de 1986, e pelas Resoluções do Banco Central n° 1.184 e 1.346, respectivamente de 04 de setembro de 1986 e 18 de junho de 1987. As vantagens tributárias foram revogadas pela Lei 7.714, de 29 de dezembro de 1988.

⁹ O valor de R\$ 30 milhões definido pela Instrução n° 209, em 1994, foi alterado pela Instrução CVM n° 470, de 8 de maio de 2008, para R\$ 150 milhões.

Porém, adicionalmente, a Instrução 391 permitiu também a criação dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP), que devem aplicar no mínimo 90% em cotas de FIP e FMIEE, permitindo uma maior diversificação e o acesso de investidores menores a fundos cujo investimento inicial é elevado.

Isto posto, em 2013 haviam 649 FIPs registrados na CVM com um patrimônio líquido total de R\$ 141 bilhões - Quadro 4 - e 44 FICFIPs, cujo somatório de patrimônio líquido era de R\$ 7 bilhões - Quadro 5.

Em matéria divulgada pela imprensa especializada, consta informação de que em 2009 existiam 19 FIPs com foco no agronegócio, principalmente na agroindústria do açúcar e do álcool e na agropecuária e grãos (SCARAMUZZO, 2009).

Em 2012, de acordo com estudo divulgado pela *Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital* – ABVCAP, cerca de 5% do total comprometido foi destinado a empreendimentos do agronegócio, com um crescimento de 99% em relação ao ano anterior, e 16% do capital referem-se a recursos captados dos fundos de pensão nacionais, o que correspondia a um crescimento de 69% em relação ao ano de 2011 (ABVCAP; KPMG, 2013).

2.6 Mercado de Capitais

Segundo a BM&FBOVESPA (2010) o mercado de capitais é “um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. ”

Segundo a CVM (2014), o Mercado de Capitais pode ser categorizado em dois níveis: o primário e o secundário. No mercado primário ocorre a operação típica do mercado de capitais, quando a empresa tomadora de recursos efetua um lançamento oficial de novas ações, por meio de oferta pública ou privada, para obtenção de novos recursos. Já o mercado secundário, ocorre a negociação desses títulos adquiridos no mercado primário, o que traz uma maior liquidez para o investimento.

Durante a realização desta pesquisa, dentre as organizações e subsetores da cadeia produtiva do agronegócio, observou-se que podemos citar as principais de capital aberto que negociam suas ações na BM&Fvespa:

- i. *Químicos* - Braskem, Dow Chemical, Fertilizantes Heringer, Dupont;
- ii. *Madeiral e Papel* - Fibria, Klabin, Suzano;
- iii. *Agropecuária* - Monsanto, SLC Agrícola, V-Agro
- iv. *Alimentos Processados* - Cosan, São Martinho, Iguazu Café, BR Foods, JBS, Marfrig, Minerva, J. Macedo, Josapar, M. Dias Branco;
- v. *Bebidas* - Ambev, Coca-Cola, Pepsico;
- vi. *Fumo* - Souza Cruz; vi) *subsetor Tecidos, Vestuário e Calçados* - Coteminas, Vicunha, Alpargatas, Grendene, Vulcabras;
- vii. *Comércio* - Arezzo, Lojas Hering.

3 A PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL

Os fundos de pensão estatais estão originalmente associados às atividades do serviço público e, por extensão, aos direitos trabalhistas consolidados a partir dos anos 1930 no Brasil e sucessivas modificações na legislação nacional, que expandiram até o conceito de previdência complementar. Assim, a Previdência Social, de acordo com a Constituição Federal Brasileira, é composta por três regimes:

a) **Regime Geral de Previdência Social (RGPS)**: de filiação obrigatória para os trabalhadores regidos pela CLT¹⁰, operado pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, que garante a todos os trabalhadores brasileiros, os benefícios de aposentadoria, licença maternidade e auxílio acidente ou doença.

b) **Regime Próprio de Previdência Social (RPPS)**: instituído por entidades públicas – Institutos de Previdência ou Fundos Previdenciários e de filiação obrigatória para os servidores públicos titulares de cargos efetivos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; e

c) **Regime de Previdência Complementar**: operado por Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar, regime privado, com filiação facultativa, criado com a finalidade de proporcionar uma renda adicional ao trabalhador, que complemente a sua previdência oficial.

Este trabalho, será focado no Regime de Previdência Complementar, mais especificamente, nas entidades fechadas com vínculo com empresas estatais.

3.1 Previdência Complementar

No Brasil, a primeira entidade criada com objetivo de oferecer benefícios típicos de previdência complementar foi a *Caixa de Montepio dos Funcionários do Banco do Brasil (Capre)*, em 1904. Essa associação foi a precursora da atual *Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil– Previ* (PAIXÃO, 2007).

¹⁰ Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), foi aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943.

A regulamentação da previdência complementar somente se deu com a Lei nº 6.435/77, em pleno início do mercado de capitais no Brasil, inspirada pelo ERISA (*Employee Retirement Income Security Act of 1974*) dos Estados Unidos, que classificou em duas categorias as entidades de previdência: fechada e aberta. Enquanto as entidades fechadas são exclusivas para empregados de uma empresa, sendo denominadas também como *Fundos de Pensão* e legalmente referenciadas como *Entidades Fechadas de Previdência Complementar* – EFPC. De outro lado, as entidades abertas são disponíveis ao público em geral e têm fins lucrativos.

Contudo, posteriormente, com o advento da Constituição Federal de 1988, houve a necessidade de revisão da Lei 6.436/77, que foi substituída pelas Leis Complementares 108 e 109 de 2001. Segundo Jardim (2010), essas Leis trouxeram várias inovações para a previdência privada no Brasil. A Lei Complementar nº109 especifica as normas gerais da previdência complementar (BRASIL, 2001a), enquanto a Lei nº 108 trata, dentre outros temas, da estrutura de governança dos fundos de pensão vinculados ao setor público, passando a estabelecer paridade de representação nos Conselhos Deliberativo e Fiscal dessas entidades (BRASIL, 2001b).

Dentre as mudanças dessa legislação, Jardim (2010) destaca as seguintes:

- a) criou a figura do “instituidor” (o sujeito que pode ser sindicatos, associações profissionais, cooperativas, etc.);
- b) assegurou a participação dos trabalhadores nos órgãos deliberativos e diretivos;
- c) permitiu transferência de recursos de entidades fechadas para abertas;
- d) concedeu ao órgão regulador e fiscalizador (**Previc**) o poder de arbítrio;
- e) introduziu o direito de portabilidade e esclareceu o conceito de benefício proporcional diferido.

Assim, além dos parâmetros técnicos da ciência econômica relativos às boas práticas de gestão de ativos e restrições específicos do seu ambiente regulatório, os fundos de pensão devem considerar também outros atores, como os participantes dos planos de benefícios, ativos ou aposentados, e suas entidades representativas, sob forma de associações ou sindicatos de trabalhadores.

3.1.1 Previdência Privada Aberta

Pelo risco da atividade, a previdência aberta é normalmente estruturada na forma de sociedade anônima com ânimo de lucro, comercializando seus planos a qualquer pessoa física ou jurídica por meio de bancos e seguradores. Pelo seu objetivo evidentemente comercial, esse setor tem sua fiscalização a cargo da Superintendência de Seguros Privados (Susep), autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, criada Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, também responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, capitalização e resseguro.

As regras dessas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) são fixadas pela Lei Complementar 109 de 2001 que, após a promulgação da Constituição, qualificou melhor as entidades abertas e as entidades fechadas de previdência complementar.

Segundo a Fenaprevi (2013), o setor arrecadou R\$ 73,7 bilhões em 2013 e encerrou o ano com um volume de reservas R\$ 374,2 bilhões e mais de 13 milhões de contratos ativos. Algumas empresas que operam plano de previdência aberta também atuam com produtos de seguro de vida e, segundo publicação de Valor Econômico (2013), as dez maiores em 2012 foram as seguintes:

Tabela 1 - Maiores Empresas de Previdência e Seguro de Vida

| Classificação | | Companhia | Sede | Aplicações (em R\$ milhões) | Var. (em %) | Provisões técnicas (em R\$ milhões) | Var. (em %) | Prêmios retidos (em R\$ milhões) | Prêmios ganhos (em R\$ milhões) | Var. (em %) | Sinistros ocorridos (em R\$ milhões) | Rendas de contrib. e prêmios (em R\$ milhões) |
|---------------|------|--------------------------------------|------|-----------------------------------|----------------|--|----------------|---|--|----------------|---|---|
| 2012 | 2011 | | | | | | | | | | | |
| 1 | 1 | Bradesco Vida e Previdência | SP | 117.417,3 | 22,4 | 108.371,4 | 19,1 | 5.435,2 | 3.699,2 | 8,1 | 1.561,3 | 19.706,0 |
| 2 | 2 | Itaú Vida | SP | 82.578,6 | 25,6 | 81.784,0 | 28,3 | 1.074,8 | 1.046,0 | 19,3 | 382,3 | 17.654,0 |
| 3 | 3 | Brasilprev | SP | 67.574,3 | 37,4 | 66.949,2 | 38,0 | 176,7 | 178,4 | 18,9 | 6,0 | 18.067,4 |
| 4 | 4 | Zurich Santander Brasil ¹ | SP | 23.531,3 | 6,6 | 23.761,2 | 7,8 | 2.344,4 | 1.873,6 | 5,8 | 453,2 | 2.972,2 |
| 5 | 5 | Caixa Vida e Previdência | DF | 19.863,1 | 18,7 | 19.402,7 | 19,8 | 105,8 | 101,4 | 76,1 | 9,0 | 3.821,0 |
| 6 | 6 | HSBC Vida | PR | 11.764,0 | 23,1 | 11.747,8 | 23,5 | 63,5 | 64,1 | -13,9 | 4,9 | 2.831,6 |
| 7 | 7 | Icatu Seguros* | RJ | 8.451,4 | 26,6 | 7.881,8 | 25,2 | 1.126,7 | 1.105,5 | 41,8 | 619,2 | 849,6 |
| 8 | 8 | Sul América Pessoas e Previdência | RJ | 3.639,8 | 0,4 | 4.158,9 | 10,2 | 482,2 | 548,2 | 54,9 | 242,6 | 481,0 |
| 9 | 9 | Safra Vida e Previdência | SP | 3.119,6 | 18,7 | 2.987,9 | 21,6 | 156,0 | 150,8 | 4,7 | 34,0 | 475,9 |
| 10 | 10 | MetLife Seguros e Previdência | SP | 3.044,2 | 27,3 | 2.722,5 | 25,4 | 756,4 | 697,2 | 10,4 | 279,4 | 317,3 |

Fonte: VALOR ECONÔMICO (2013).

3.1.2 Previdência Privada Fechada

Vale frisar que a presente investigação tem como foco de análise as *Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC*, ou fundos de pensão.

Segundo dados da *Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc*.

Segundo a PREVIC, em setembro de 2012 o setor de previdência complementar fechado contava com 330 entidades, com um ativo total de R\$ 649 bilhões (BRASIL, 2012).

Em volume de ativos, dentre as EFPCs do Brasil destacam-se a *Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ*, com R\$ 162,4 bilhões. A *Fundação Petrobrás de Seguridade Social – Petros*, com 72,1 R\$ bilhões. E a *Fundação dos Economistas Federais – Funcef*, com R\$ 51,3 bilhões.

Da mesma forma, a fiscalização das EFPC é feita pela *Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc* e regulada pela *Secretaria de Políticas de Previdência Complementar - SPPC*, ambos órgãos vinculados ao Ministério da Previdência Social. Todavia, ao *Conselho Monetário Nacional – CMN*, secretariado pelo Banco Central, cabe a tarefa de emitir normas sobre os investimentos e limites de aplicação dos fundos de pensão, definido na Resolução nº 3.792, de 2009 (BRASIL, 2009a). Diante do fenômeno da internacionalização dos mercados, essa norma, além de outras inovações, passou a permitir investimentos no exterior.

Os fundos de pensão podem ser classificados conforme os seus planos de benefícios: a) "**plano comum**", quando administram um ou mais planos acessíveis ao universo de participantes ou b) "**multiplano**", quando administram planos para diversos grupos de participantes, com independência patrimonial.

Ainda podem ser agrupados de acordo com seus patrocinadores e instituidores: a) **singulares**, com vínculo apenas a um patrocinador ou instituidor e b) **multipatrocinados**, quando se vinculam a mais de um patrocinador ou instituidor.

Em setembro de 2013, haviam 324 EFPCs no Brasil e as 10 maiores em volume de ativos, que correspondem a 60,5% do total, são os seguintes (BRASIL, 2013):

Tabela 2 - Relação das 10 maiores EFPC, segundo seus ativos (em milhões)

| Pos | EFPC | Ativos | % | Patrocínio |
|--------------------|---------------|----------------|---------------|------------------|
| 1 | PREV/BB | 170.028 | 25,3% | Público Federal |
| 2 | PETROS | 72.258 | 10,8% | Público Federal |
| 3 | FUNCEF | 53.128 | 7,9% | Público Federal |
| 4 | FUNCESP | 22.713 | 8,4% | Privado |
| 5 | ITAU UNIBANCO | 18.242 | 2,7% | Privado |
| 6 | VALIA | 17.202 | 2,6% | Privado |
| 7 | BANESPREV | 14.284 | 2,1% | Privado |
| 8 | SISTEL | 14.178 | 2,1% | Privado |
| 9 | FORLUZ | 12.385 | 1,8% | Público Estadual |
| 10 | REAL GRANDEZA | 11.593 | 1,7% | Público Estadual |
| Total 10+ | | 406.010 | 60,5% | |
| Total Geral | | 671.379 | 100,0% | |

Fonte: BRASIL (2013).

3.1.3 Natureza Jurídica e Tipos de Patrocínio

No contexto do "Regime de Previdência Complementar", a Lei Complementar 109 de 2011 estabeleceu que os fundos de pensão são acessíveis a:

- 1) **Instituidores**: associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial;
- 2) **Patrocinadores**: empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Isso explica porque as estatísticas da Previc agrupam os fundos de pensão pela natureza jurídica (instituidor e patrocinador) e pelo tipo de patrocínio (privado ou público, separadamente pela esfera de governo). Nota-se na Tabela 3 o predomínio das entidades patrocinadas pelo setor privado, grupo que detém 68% da quantidade de fundos de pensão no país (BRASIL, 2013):

Tabela 3 - Quantidade de EFPC, por tipo de patrocínio predominante

| Patrocínio | Quantidade |
|-------------------|-------------------|
| Instituidor | 20 |
| Privado | 221 |
| Público Estadual | 44 |
| Público Federal | 37 |
| Público Municipal | 2 |
| Total | 324 |

Fonte: BRASIL (2013).

Entretanto, ao se avaliar os volumes de ativos desses fundos verifica-se que a participação relativa desse grupo reduz-se a 35% do total. Mais, ressalta-se a predominância das entidades patrocinadas pelo setor público, cujos ativos correspondiam a 65% do total das EFPCs em setembro de 2013 (BRASIL, 2013), conforme Tabela 4:

Tabela 4 - Ativo Total das EFPC, segundo patrocínio predominante

| Patrocínio | 1º Tri/2013 | 2º Tri/2013 | 3º Tri/2013 |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Público | 437.569.768 | 428.024.781 | 433.240.928 |
| Federal | 379.184.647 | 370.771.658 | 375.482.756 |
| Estadual | 58.085.158 | 56.957.819 | 57.460.545 |
| Municipal | 299.963 | 295.304 | 297.627 |
| Privado | 238.451.643 | 232.501.590 | 236.274.241 |
| Instituidor | 1.698.633 | 1.754.490 | 1.863.857 |
| Total | 677.720.044 | 662.280.861 | 671.379.026 |

Fonte: BRASIL (2013).

Por sua vez, dentre as EFPCs patrocinadas pelo setor público, observa-se uma concentração de ativos nos 3 maiores (Previ, Petros e Funcef), que administravam 68% dos ativos dos fundos de pensão brasileiros, conforme Tabela 5.

Tabela 5 - Relação das 10 maiores EFPC, segundo seus ativos e por patrocínio predominante

| Pos | Instituidor | | | Privado | | | Público | | |
|--------------------|-----------------|--------------|--------------|------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| | Patrocínio | Ativos | % | Patrocínio | Ativos | % | Patrocínio | Ativos | % |
| 1 | QUANTA | 628 | 33,7% | FUNCESP | 22.713 | 9,6% | PREV/BB | 170.028 | 39,2% |
| 2 | HSBCINSTITUIDOR | 363 | 19,5% | ITAU UNIBANCO | 18.242 | 7,7% | PETROS | 72.258 | 16,7% |
| 3 | OABPREV-SP | 254 | 13,6% | VALIA | 17.202 | 7,3% | FUNCEF | 53.128 | 12,3% |
| 4 | OABPREV-SC | 109 | 5,9% | BANESPREV | 14.284 | 6,0% | FORLUZ | 12.385 | 2,9% |
| 5 | OABPREV-PR | 106 | 5,7% | SISTEL | 14.178 | 6,0% | REAL GRANDEZA | 11.593 | 2,7% |
| 6 | OABPREV-SC | 70 | 3,8% | FATL | 8.849 | 3,7% | FAPES | 9.372 | 2,2% |
| 7 | OABPREV-MG | 68 | 3,7% | PREVID. USIMINAS | 7.459 | 3,2% | CENTRUS | 8.405 | 1,9% |
| 8 | MUTUOPREV | 62 | 3,3% | TELOS | 5.731 | 2,4% | POSTALIS | 8.356 | 1,9% |
| 9 | JUSPREV | 59 | 3,2% | HSBC | 5.232 | 2,2% | FUNDAÇÃO COPEL | 6.907 | 1,6% |
| 10 | OABPREV-GO | 42 | 2,2% | VISÃO PREV | 4.730 | 2,0% | FACHESF | 5.479 | 1,3% |
| Total 10+ | | 1.762 | 94,5% | | 118.620 | 50,2% | | 357.909 | 82,6% |
| Total Geral | | 1.864 | 100% | | 236.274 | 100% | | 433.241 | 100% |

Fonte: BRASIL (2013).

3.1.4 Fundos de Pensão das Estatais

Nesta investigação optou o autor por pesquisar os fundos de pensão vinculados a empresas estatais federais, que correspondem à maior parcela de ativos, sendo que 5 deles estão entre os 10 maiores do Brasil, conforme Tabela 5. (Previ, Petros, Funcef, Centrus e Postalís).

A propósito, segue-se um breve perfil de alguns representantes desse subgrupo para uma melhor contextualização deste estudo. De forma geral, cabe-nos, para fins de simplificação, lembrar que todos eles estão sujeitos às regras dadas pela Lei Complementar 108 de 2011, o que, sobre alguns aspectos, iguala as suas estruturas de governança. Essa Lei, estabelece, dentre outras questões, que:

- 1) seus órgãos sociais são: Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal;
- 1) os conselhos deliberativo e fiscal têm composição paritária, com representantes de participantes e aposentados, mediante eleição direta, e, de outro lado, os indicados pelos patrocinadores;
- 2) ambos os conselhos têm mandato de 4 anos;
- 3) os conselheiros deliberativos podem ser reconduzidos uma vez, entretanto para os membros do Conselho Fiscal é veda a recondução/
- 4) o Conselho Deliberativo podem deve ter no máximo 6 membros e o seu presidente, indicado pelos patrocinadores, tem voto de qualidade;

- 5) a Diretoria Executiva também tem limite de 6 membros, entretanto a Lei não define paridade;
- 6) o Conselho Fiscal deve ter no máximo 4 membros e o seu presidente é indicado pelos participantes ou assistidos, tem voto de qualidade;
- 7) deve ser renovada a metade dos membros dos Conselhos Deliberativo e Fiscal a cada 2 anos.

3.1.4.1 Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ)

A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), foi criada em 1904 e constitui-se no maior fundo de pensão do Brasil e da América Latina. Tem patrocínio do Banco do Brasil e administra R\$ 168 bilhões de investimentos, com cerca de 191 mil participantes e ativos (ABRAPP, 2013).

Seus órgãos estatutários são o Conselho Deliberativo, com 6 membros, e o Conselho Fiscal, com 4 membros, e a Diretoria Executiva, com 6 membros, compostos paritariamente por indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes. Conforme define o seu Estatuto Social, a Previ tem a Diretoria Executiva com a seguinte composição:

- 1) indicados pelo patrocinador: Presidente, Diretor de Investimentos, Diretor de Participações;
- 8) eleitos: Diretor de Administração, Diretor de Planejamento e Diretor de Seguridade¹¹.

3.1.4.2 Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros)

A Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) foi criada pela empresa patrocinadora Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras em 1970. Administra um total de R\$ 64,2 bilhões, ocupando a segunda posição entre os maiores fundos de pensão do país, com cerca de 158 mil participantes e assistidos (ABRAPP, 2013).

Seus órgãos estatutários são o Conselho Deliberativo, com 6 membros, e o Conselho Fiscal, com 4 membros, compostos paritariamente por indicados pela Petrobras e eleitos pelos participantes. A Diretoria Executiva, indicada pelo

¹¹ Com informações de seu sítio eletrônico www.previ.com.br, acessado em 20.04.2014.

patrocinador, é composta por Presidente, Diretor de Seguridade, Diretor de Investimentos e Diretor Administrativo e Financeiro¹².

3.1.4.3 Fundação dos Economiários Federais (Funcef)

A Fundação dos Economiários Federais (Funcef) foi criada pela Caixa Econômica Federal – CEF em 1977. Apresenta um quadro de cerca de 135 mil participantes e ativos e administra um patrimônio de aproximadamente 53 bilhões, sendo o terceiro maior fundo de pensão do país (ABRAPP, 2013).

Seus órgãos estatutários são o Conselho Deliberativo, com 6 membros, e o Conselho Fiscal, com 4 membros, e a Diretoria Executiva, com 6 membros, compostos paritariamente por indicados pela patrocinadora e eleitos pelos participantes. A Funcef tem a Diretoria Executiva com a seguinte composição:

- 2) indicados pela CEF: Presidente, Diretor de Investimentos, Diretor de Participações Societárias e Imobiliárias;
- 9) eleitos: Diretor de Administração, Diretor de Planejamento e Controladoria e Diretor de Benefícios¹³.

3.1.4.4 Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus)

Igualmente estabelecida em 1977, a Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus) detém R\$ 8,4 bilhões de investimentos, o que a coloca na 13ª posição do *ranking* dos fundos de pensão, e um total de 1.630 de participantes e ativos (ABRAPP, 2013).

Seus órgãos estatutários são o Conselho Deliberativo, com 6 membros, e o Conselho Fiscal, com 4 membros, sendo a metade indicada pelo Banco Central do Brasil, e a Diretoria-Executiva, com 4 membros. O patrocinador também indica todos membros da Diretoria-Executiva, composta por Diretor-Presidente, Diretor de Aplicações; Diretor de Benefícios; e Diretor de Controle, Logística e Informação. ¹⁴

¹² Com informações de seu sítio eletrônico www.petros.com.br, acessado em 20.04.2014.

¹³ Com informações de seu sítio eletrônico www.funcef.com.br, acessado em 20.04.2014.

¹⁴ Com informações de seu sítio eletrônico www.centrus.org.br, acessado em 20.04.2014.

3.1.4.5 Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís)

O Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís) foi criado em 1981. Possui ativos de R\$ 8,2 bilhões, situando-se na 14ª entre os maiores fundos de pensão. Com um total de cerca de 137 mil participantes e assistidos, tem a maior quantidade de participantes em atividade do *ranking* dos fundos de pensão brasileiros (ABRAPP, 2013).

O Postalís é patrocinado pela Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT), ou simplesmente “Correios”, estatal criada em 1969, que indica a Diretoria Executiva da entidade, composta de 4 membros: Diretor-Presidente, Diretor Financeiro, Diretor de Seguridade e Diretor Administrativo. Além destes, os Correios também indicam a metade do Conselho Deliberativo, incluindo seu Presidente, e do Conselho Fiscal, respectivamente, com 6 e 4 membros.¹⁵

3.1.4.6 Ceres - Fundação de Seguridade Social (Ceres)

A entidade fundada em fevereiro de 1979 pela Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (Embrapa) e pela extinta Embrater¹⁶.

Durante o período de desenvolvimento desta pesquisa, a Ceres possuía seis patrocinadoras, além dela própria:

- a) Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária - Embrapa;
- b) Empresa Brasileira de Assistência Técnica e Extensão Rural - Embrater, extinta pela Lei 8.029, de 12.04.90;
- c) Empresa de Pesquisa Agropecuária e Difusão de Tecnologia de Santa Catarina - Epagri;
- d) Empresa de Assistência Técnica e Extensão Rural do Estado de Minas Gerais - Emater-MG;
- e) Empresa de Pesquisa Agropecuária de Minas Gerais – Epamig;
- f) Companhia Integrada de Desenvolvimento Agrícola de Santa Catarina – Cidasc.

¹⁵ Com informações dos sítios eletrônicos www.postalis.org.br e http://pt.wikipedia.org/wiki/Empresa_Brasileira_de_Correios_e_Tel%C3%A9grafos, acessados em 20.04.2014.

¹⁶ Com informações de seu sítio eletrônico www.ceres.org.br, acessado em 20.04.2014.

Sua Diretoria Executiva é composta por um Diretor Superintendente, um Diretor de Seguridade e um Diretor de Investimentos. O Conselho Deliberativo tem 6 membros, sendo 3 eleitos e 3 indicados pela Embrapa, sendo um deles o Presidente. No Conselho Fiscal, além de 2 eleitos, há a indicação de um membro pela Embrapa e outro pela Emater-MG.

A fundação possui um quadro de cerca de 18 mil participantes e assistidos e administra R\$ 3,9 bilhões de reais em investimentos, situando-se na 25ª posição entre os fundos de pensão brasileiros (ABRAPP, 2013).

3.1.4.7 Fundação Codesc de Seguridade Social (Fusesc)

A Fusesc foi criada em 04.04.1978 para oferecer benefícios a empregados das estatais vinculadas ao Governo de Santa Catarina. No ano de 2013, os patrocinadores dos planos que administra eram:

- a) Banco do Brasil S.A., a partir da incorporação do Banco do Estado de Santa Catarina -BESC em 2008;
- b) Agência Catarinense de Fomento S.A. – Badesc;
- c) Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina – Codesc
- d) Corretora de Seguros e Administradora de Bens – Bescor
- e) Caixa de Assistência dos Empregados do Sistema BESC e CODESC, do BADESC e da FUSESC (SIM); e
- f) a própria Fusesc.

Sua Diretoria Executiva é composta por 3 membros, sendo um Diretor Superintendente e um Diretor Administrativo e de Seguridade, eleitos pelos participantes, e um Diretor Financeiro indicado pelos patrocinadores. O Conselho Deliberativo tem 6 membros, sendo 3 eleitos, 2 indicados pelo Banco do Brasil, sendo um deles o Presidente e outro membro indicado pelo Badesc. No Conselho Fiscal, além de 2 eleitos, há a indicação de um membro titular pelo Banco do Brasil, com respectivo suplente, e um titular pela Codesc, com suplente da Bescor¹⁷.

A Fundação administra um volume de R\$ 1,6 bilhão em ativos e possui 7.748 participantes e assistidos, sendo a 51ª no *ranking* brasileiro(ABRAPP, 2013).

¹⁷ Com informações de seu sítio eletrônico www.fusesc.com.br, acessado em 20.04.2014.

3.1.4.8 Instituto Conab de Seguridade Social (Cibrius)

O CIBRIUS foi fundado em 08.03.1979, instituído e patrocinado pela Companhia Nacional de Abastecimento – CONAB. Sua gestão é composta de uma Diretoria Executiva com um Diretor Superintendente, um Diretor de Seguridade e um Diretor Financeiro. O Conselho Deliberativo tem 6 membros, sendo 3 eleitos e 3 indicados pela Conab, sendo um deles o Presidente. No Conselho Fiscal, a Conab indica 2 membros e outros 2 são eleitos, incluindo o Presidente.¹⁸

A entidade atende cerca de 2.900 participantes e assistidos e, com a gestão de R\$ 740 milhões de reais de investimentos, ocupa a 102ª no ranking dos fundos de pensão (ABRAPP, 2013).

¹⁸ Com informações de seu sítio eletrônico www.cibrius.com.br, acessado em 20.04.2014.

4 OS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO DAS ESTATAIS NO AGRONEGÓCIO

Os investimentos dos fundos de pensão são regulados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), pela sua Resolução n° 3.792, de 24 de setembro de 2009, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Essa norma foi alterada pela Resolução CMN n° 3.846, de 25 de março de 2010, que trouxe mudanças nos investimentos em Sociedades de Propósito Específico (SPE), e, posteriormente, pela Resolução n° 4.275, de 31 de outubro de 2013, que, dentre outras providências, alterou as regras de certificação de dirigentes, ampliou o limite de participação dos fundos de pensão nas SPE voltadas para concessões de infraestrutura de 25% para 30% e permitiu o investimento de até 10% em fundos de dívida externa (BRASIL, 2009a).

Além das regras emanadas do CMN, os fundos de pensão devem obedecer as normas específicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além das emitidas pela Previc, responsável pela supervisão do setor de previdência complementar fechada. A Previc editou também guias de melhores práticas em investimentos que aborda questões como a Supervisão Baseada em Risco (SBR), o Ciclo do Investimento, a Macroanálise dos Investimentos, a Política de Investimentos, a Gestão dos Investimentos e a Avaliação do Risco e Controle (PREVIC, 2010, 2011).

4.1 Regulação do Conselho Monetário Nacional

Nesta seção são abordados alguns aspectos da Resolução CMN n° 3.792/2009, em vigor à data desta pesquisa, que está estruturada nos seguintes capítulos: i) da abrangência; ii) das diretrizes para aplicação dos recursos pelos administradores; iii) dos controles internos e de avaliação de risco; iv) da custódia e do registro de prestador de serviços; v) da política de investimento; vi) dos investimentos; vii) dos limites; viii) dos derivativos; ix) dos fundos de investimento; x) do desenquadramento passivo; xi) das vedações; xii) dos novos planos; xiii) das disposições transitórias e finais (BRASIL, 2009a).

Essa norma define que a Política de Investimentos deve ser elaborada por plano de benefícios e aprovada pelo Conselho Deliberativo, com conteúdo mínimo: alocação de recursos e limites, uso de derivativos, taxa mínima atuarial, meta de rentabilidade, metodologia de apuração de ativos, metodologia e critérios de avaliação de riscos observância de princípios de responsabilidade socioambiental.

E estabelece os seguintes limites, que estão melhor detalhados no Anexo 6.

- a) de alocação, por segmento (Renda fixa, Renda variável, Investimentos estruturados, Investimentos no exterior, Imóveis, Operações com participantes);
- b) de alocação por emissor ou patrocinador;
- c) de concentração por emissor;
- d) de concentração por investimento.

4.2 Análise dos Relatórios Anuais

Foram analisados os seguintes Relatórios Anuais de Informações, disponíveis nos *sites* de cada entidade pesquisada.

Quadro 1 - Relatórios Anuais de Informações Analisados

| EFPC | site | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Previ | www.previ.com.br | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Petros | www.petros.com.br | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Funcef | www.funcef.com.br | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Centrus | www.centrus.org.br | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Postalis | www.postalis.org.br | - | - | - | X | X | X | X | X | X |
| Ceres | www.ceres.org.br | X | X | X | X | X | X | X | X | X |
| Fusesc | www.fusesc.com.br | - | - | - | X | X | X | X | X | X |
| Cibrius | www.cibrius.com.br | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Fonte: Elaboração Própria

No Instituto Cibrius, foram consultadas as Demonstrações Contábeis do período de 2009 a 2012, o Relatório de Gestão da Diretoria Executiva – dez/2007 a nov/2011, e o Relatório de Gestão da Diretoria Executiva 2012.

A seguir, passa-se a relatar os investimentos identificados nesses documentos, relacionados ao agronegócio. Cabe a ressalva de que, nesses documentos não foram localizados os FIDCs contendo créditos em atividades do agronegócio, assim como em operações com derivativos apesar da previsão em

algumas políticas de investimento.

4.2.1 Investimentos em FMIEE e FIEEI

A Funcef, a Previ e a Petros são investidores do Fundotec II, FIEEI constituído em setembro de 2007 pela FIR Capital para investir em negócios inovadores no país, preferencialmente em Minas Gerais e Pernambuco. De acordo com dados da CVM, esse fundo tem em sua carteira R\$ 100.000,00 em ações ON e R\$ 6.096.809,40 (a preços de mercado de 31.12.2012) em debêntures da Safe Trace – Indústria e Comércio de Sistemas de Rastreabilidade S.A., empresa especializada na rastreabilidade da cadeia produtiva de alimentos.¹⁹ Com um patrimônio líquido de R\$ 53.489.943,53 em 2012, o Fundotec II tem investimentos de R\$ 8.301.662,41 (16%) da Previ, R\$ 10.373.456,00 (19%) da Petros.

Sob a forma de FMIEE, em 2010 o fundo Rio Bravo Nordeste II passou a ter entre suas aplicações a Multdia Indústria e Comércio S.A., indústria de bens alimentícios e distribuição de bens de consumo, sendo uma das principais empresas nacionais de cereais infantis²⁰. Em 2012, este fundo de investimento, com patrimônio de R\$ 76.584.320,62, tinha uma participação da Ceres e da Previ, ambos com alocação de R\$ 8.588.895,77 (11%).

Outro fundo dessa mesma categoria é o FMIEE “Inovadoras Stratus GC III”, lançado pela Stratus Investimentos em 2007, que tem na sua carteira ações da Mar & Terra, que produz em cativeiro e processamento em escala industrial peixes naturais da Amazônia e do Pantanal, a Brazil Timber, que atua no manejo florestal sustentável e investimento em ativos florestais, produzindo serrados e pisos, e a Amyris Brasil, que comercializa diesel a base de cana. O Stratus GC III tem um patrimônio de R\$ 33.705.547,58 e investimento de R\$ 8.382.787,11 (25%) pela Petros.

Com relação à Funcef, apesar de Mercantil (2007) informar a sua participação nos fundos Fundotec II e RB Nordeste II, mencionados anteriormente, e Mercatto Alimentos (que investe na Villa Germania Alimentos S.A. e na Hortigil

¹⁹ Com informações de http://www.fircapital.com/fircapital/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&conta=45&tipo=13254. Acesso em 31.03.2014.

²⁰ Com informações de <http://www.riobravo.com.br/EstrategiasInvestimento/Paginas/Nordestell.aspx>. Acesso em 30.04.2014.

Hortifruti S.A.) pelos relatórios analisados não sendo possível identificar o volume de participação dessa EFPC. Kauffman (2008) demonstra uma alocação relevante da Funcef no segmento de *Private Equity* e *Venture Capital*, acima da Petros e Previ, destacando a existência de fundo com investimento na JBS Friboi.

4.2.2 Investimentos em FIP

Nessa categoria de investimento, destaca-se o “FIP Brasil Agronegócio”, lançado em 2010 com capital comprometido de R\$ 840 milhões, com possibilidade de investimentos em toda a cadeia produtiva do agronegócio, desde o fornecimento de insumos ao processamento e distribuição. Em dezembro de 2012, esse fundo apresentava em suas Demonstrações Contábeis um patrimônio líquido de R\$ 274.463.109,73, com ações das empresas Agrifirma Brasil Agropecuária, Maylom Empreendimentos e Participações e Floresta Brasil Participações em sua carteira. A valor de mercado em 31.12.2012, e, dos fundos de pensão pesquisados, tem investimentos da ordem de R\$ 51.616.490,55 (19%), da Previ, R\$ 65.348.359,44 (24%), da Petros, e R\$ 4.901.127,00 (2%) da Ceres.

O FIP Brasil Sustentabilidade tem como as companhias-alvo aquelas cujas atividades se associem a projetos com potencial de geração de Redução Certificada de Emissão (RCE) no âmbito do Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL), previsto no Protocolo de Quioto, constituídas e com sede no país. Em 2012, contava com um patrimônio de R\$ 109.648.892,86, tem R\$ 18.231.945,72 (17%) aportados pela Previ e R\$ 10.418.254,69 (10%) pela Petros. Durante esta pesquisa, apurou-se que investe na Amata Brasil, empresa que produz madeira certificada, atuando no manejo de sustentável de florestas, e Eco Brasil Florestas, cujo objetivo é desenvolver projetos de reflorestamento em larga escala para uso múltiplo da madeira e produção de celulose.

O FIP Terra Viva tem como alvo o investimento no setor sucroalcooleiro, com destaque para o aporte de R\$ 86 milhões na Tonon Agricultura S.A. e R\$ 60 milhões na FTV Paraíso Participações S.A., investidora da Usina Paraíso. Detém um patrimônio líquido de R\$ 261.606.990,8 e tem aplicação da Previ e Petros, ambos no montante de R\$ 30.901.174,00, o que corresponde a 11% de participação.

Apurou o autor, também, que a Petros participa com R\$ 325.193.640,75 (25% do Patrimônio Líquido de 1.313.914.220,2) no FIP Florestal, que é investidor

da Eldorado Celulose e Papel S.A., da qual detinha a preços de 2012 um volume de R\$ 1.296.740.159,61 em ações e R\$ 15.316.092,74 em debêntures. O Relatório Anual da Funcef em 2012, apesar de não detalhar a aplicação nesse fundo, informa a participação o investimento de 8,5% desse empreendimento.

Com o objetivo de plantio de florestas industriais em áreas degradadas da Amazônia, a Global Equity deu início em 2010 ao FIP Vale Florestar. Esse FIP, com um patrimônio de R\$ 524.683.784,38 em 2012, investe integralmente seus recursos na Vale Florestar S.A. e tem a participação da Funcef e da Petros, que aplicou R\$ 524.683.784,38 (18%). A Vale Florestar foi criada como empresa do Grupo Vale e desde 2009 mantém parceria com a Suzano Papel e Celulose para melhoramento genético do eucalipto.

Em 2011, o Gestor BNY Mellon criou o FIP Bioenergia, que em 2012 conta com investimentos na Canabrava Agrícola S.A. e um patrimônio de R\$ 478.389.729,36, e um aporte de R\$ 95.598.725,60 (20%) pela Petros. A Canabrava atua na produção de etanol hidratado carburante em Campos dos Goytacazes, no Rio de Janeiro.

Apesar de não serem focados exclusivamente na participação em empresas do agronegócio, alguns FIPs também têm em suas carteiras empresas do setor. Pelos documentos analisados, identificou-se o FIP Brasil de Governança Corporativa: com um patrimônio de R\$ 568.128.961,27, com aplicações da Previ, de R\$ 113.625.792,3 e Petros com R\$ 142.032.240,3. Em 2012 esse fundo detinha cerca de R\$ 83 milhões em ações da Hortigil Hortifruti S.A.

4.2.3 Investimentos em CPR, CDCA, CRA e WA

Em relação aos títulos do agronegócio, mais precisamente Cédula de Produto Rural - CPR, Certificado de direitos creditórios do agronegócio - CDCA, Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA e Warrant Agropecuário - WA, foram localizados papéis somente no Postalis, a partir de 2007, com um volume de CDCA da ordem de R\$ 17.876.774,66.

Houve um crescimento dessas aplicações nos anos seguintes: 2008 – R\$ 107 milhões; 2009 – R\$ 145 milhões; 2010 – R\$ 135 milhões. E, a partir de 2011, uma redução para R\$ 42 milhões e, em 2012, o Postalis encerrou o ano com um volume de R\$ 43.510.074,39, que equivale a 0,75% dos recursos garantidores, com

CDCAs dos seguintes emissores: Cereagro S.A. - R\$ 12.663.117,69, Usina Continental S.A. - R\$ 29.667.557,97 e Palmali Alimentos - R\$ 1.179.398,73.

4.2.4 Investimentos em Debêntures

Pelo Relatório Anual de 2007 publicado pela Previ, identificou-se a existência na carteira daquela entidade de debêntures da Suzano Papel e Celulose S.A., com valor de R\$ 24.137.963,68, que na posição de dezembro de 2012 estavam a R\$ 35.506.661,921. Nesse mesmo documento, havia debêntures da Cia. Bebidas das Américas – Ambev, no valor de R\$ 101.108.726,93. Esses papéis permaneceram até 2011, com valor de 101.151.476,34, sendo resgatados durante o ano de 2012.

Os relatórios da Petros até o ano de 2010 não detalhavam as aplicações em debêntures. Já a partir de 2011, constam debêntures da Minerva, que atua na produção e comercialização de carne bovina, couro, exportação de boi vivo e derivados, e processamento de carne bovina, suína e de aves, no valor de R\$ 47.267.698,18, e em R\$ 48.002.327,57 na posição de dezembro de 2012.

Na carteira do Postalis, foi possível identificar os seguintes investimentos: Vigor Alimentos (R\$ 5.582.165,85, em dez/2006, resgatado durante o ano de 2007.), empresa ligada ao grupo JBS que produz derivados de leite, e Canabrava Energética (R\$ 45.839.589,91, em dez/2012), que atua na produção de etanol hidratado.

Com relação à Fusesc, constam debêntures da Buettner e da Teka, empresas têxteis do Estado de Santa Catarina, com a totalidade do valor provisionado como perdas nas Demonstrações Contábeis da Fundação, devido a processo judicial pelos debenturistas discordarem do plano de recuperação apresentado pelas empresas. As Demonstrações Contábeis do Instituto Cibrius informam também a existência debêntures da Buettner.

Nos documentos publicados pela Funcef e pela Centrus não foi possível identificar as debêntures relacionados a empresas do agronegócio.

4.2.5 Participações Acionárias

Neste ponto, o autor optou por ater-se a participações diretas dos fundos de pensão, sem enumerar aquisições de ações de pelos Fundos de Investimentos dos quais são cotistas.

Em seu Relatório Anual do Exercício de 2012, a Previ destacou alguns investimentos em ações, agrupados por setores da economia e por percentual de participação nas investidas. Desses dados, destacamos as relacionadas ao agronegócio.

Figura 2 - Participações Acionárias da Previ em empresas do agronegócio

| BEBIDAS E ALIMENTOS | |
|--|--------|
| Ambev | 2,89% |
| Íntegra a maior plataforma de produção e comercialização de cervejas do mundo, a AB InBev. Quarta maior cervejaria do mundo e líder do mercado latino-americano. | |
| BRF | 12,19% |
| Criada a partir da associação entre Perdigão e Sadia, é um dos maiores competidores globais do setor alimentício. | |
| BENS INDUSTRIAIS | |
| Kepler Weber | 17,56% |
| Líder em seu setor na América do Sul, fabrica equipamentos para armazenagem, beneficiamento e movimentação de grãos. | |
| WEG | 2,05% |
| Empresa especializada na fabricação e comercialização de motores elétricos, transformadores, geradores e tintas. | |
| PAPEL E CELULOSE | |
| Fibria Celulose S.A. | 1,4% |
| Maior empresa brasileira de celulose e papel, possui capacidade produtiva de 5,25 milhões de toneladas anuais de celulose. | |
| Suzano Papel e Celulose S.A. | 0,92% |
| Presente em mais de 80 países, é a segunda maior produtora global de celulose de eucalipto e líder regional no mercado de papel. | |
| Klabin | 0,07% |
| Maior produtora, exportadora e recicladora de papéis do Brasil. Líder nos mercados de papéis e cartões, também produz e comercializa madeira em toras. | |

Fonte: Elaboração Própria com dados de PREVI (2013).

Avaliados os Demonstrativos de Investimentos da Previ, segundo o plano de

benefício, apresentados nesse mesmo documento, obteve-se a Tabela 6, que demonstra um maior volume na participação na Ambev e na BRF, com 16% e 9% da carteira de ações, respectivamente. O total das aplicações nessas empresas equivale 26,7% do total dos investimentos em ações e a 7,8% do total dos recursos administrados pela Previ.

Tabela 6 - Investimentos da Previ em Ações de Empresas do Agronegócio

| Empresa | Valor - R\$ | % Ações | % Recursos |
|--------------------|---------------------------|----------------|-------------------|
| Ambev | 7.705.961.126,80 | 16,0% | 4,6% |
| BRF | 4.487.152.130,18 | 9,3% | 2,7% |
| Cosan | 773.794,50 | 0,0% | 0,0% |
| Fibria | 180.068.267,41 | 0,4% | 0,1% |
| JBS | 13.977.600,00 | 0,0% | 0,0% |
| Klabin | 8.720.222,00 | 0,0% | 0,0% |
| Kepler Weber | 56.103.505,60 | 0,1% | 0,0% |
| Marfrig | 3.797.344,00 | 0,0% | 0,0% |
| Susano | 73.449.012,24 | 0,2% | 0,0% |
| WEG | 343.657.890,00 | 0,7% | 0,2% |
| Total | 12.873.660.892,73 | 26,7% | 7,8% |
| Total Ações | 48.165.905.289,78 | 100,0% | |
| Recursos | 165.845.861.187,60 | | 100,0% |

Fonte: Elaboração Própria com dados de PREVI (2013).

5 NARRATIVAS SOBRE OS INVESTIMENTOS NO AGRONEGÓCIO

A decisão de analisar e refletir sobre certos depoimentos fornecidos durante as entrevistas, relativizando outros, justifica-se pela necessidade de priorizar e destacar aquelas narrativas nas quais o pesquisador observou nexos de inflexão ou contradição por serem representativos e instigantes para a compreensão do problema de pesquisa.

Neste capítulo, optou-se por não identificar os entrevistados individualmente, classificando-os em dois grupos: “F” – funcionários de nível de assessoramento e gerência dos fundos de pensão; e “E” – detentores de cargos estatutários nos fundos de pensão, tais como membros dos Conselhos Deliberativo, Fiscal e Consultivo e da Diretoria Executiva. O Quadro 2 traz um perfil dos entrevistados, na forma referida adiante.

5.1 Visão sobre o Agronegócio

Distribuídas em blocos, algumas questões do questionário tiveram como objetivo a coleta de impressões dos entrevistados sobre o agronegócio. Assim, o Bloco 3 traz questões gerais sobre o agronegócio, enquanto o Bloco 5 aborda a gestão dos ativos e passivos dos fundos de pensão e a visão sobre os riscos inerentes ao agronegócio.

Um ponto que surgiu com frequência nos depoimentos refere-se ao trato do agronegócio de forma indistinta, sem uma análise setorial na maioria dos fundos de pensão. Nessa linha, o entrevistado E1 afirmou que *“sempre olha o agronegócio como olhos de todo e qualquer investimento”*. Além dessa ausência de estudos focados em setores da economia ou, ainda papéis vinculados à atividade do agronegócio, nota-se, pela declaração do entrevistado F4 que alguns responsáveis por investimentos nos fundos de pensão têm preconceitos por experiências pessoais. Isso fica mais evidente quando afirma que *“... a gente conhece muito o pessoal de café e tal, e a gente vê que o pessoal usa o dinheiro para outras coisas, não só aplicação na safra ou para enriquecer a terra.”*

Como aspectos positivos do agronegócio, foram ressaltados, principalmente, a importância para o país e para a vida das pessoas, ponto ilustrado pelo

entrevistado E4 da seguinte na seguinte fala: “... as pessoas diariamente deveriam ter nas suas poupanças, deveriam pensar em alocar um volume de recursos para o agronegócio. Por quê? Para que fossem produzidos os alimentos e os vestuários, tudo aquilo que decorre do agronegócio para a vida das pessoas. ”

Um fator também lembrado pelos entrevistados é a ideia de que o agronegócio traz alguns fatores de riscos adicionais, impactados pela sazonalidade e riscos ambientais, por exemplo. Sobre isso, o entrevistado E4 declarou, ao apontar aspectos negativos do agronegócio que há “a questão da sazonalidade do agronegócio, da volatilidade, de riscos que o próprio negócio tem, principalmente decorrentes da natureza, porque é uma atividade que depende fundamentalmente da natureza. O processo agrícola é muito diferente, por exemplo, do processo industrial. ”

5.2 Planejamento dos Investimentos

O planejamento dos investimentos foi objeto do bloco de questões número 2 do roteiro de entrevistas, como se processam as transações de investimentos dos fundos de pensão estatais e como as opções de investimentos no agronegócio são consideradas nesse contexto. A opção por entrevistas atores de categorias diversas, como profissionais de assessoramento e gerência, do quadro dos fundos de pensão, e Diretores, com mandato definido estatutariamente, traz uma visão mais ampla desses aspectos.

No tocante ao planejamento, o Entrevistado E1, destacou da sua elaboração a relevância do passivo atuarial dos fundos de pensão. Nessa linha, citou “o estudo de ALM²¹ e a Política de Investimentos, baseado nos cenários macroeconômicos para poder dimensionar o retorno da carteira ao longo dos anos”. Em seguida, E1 descreveu o processo da seguinte forma: “A gente faz o planejamento em cima do passivo. Cria-se o cenário com base em premissas alinhavadas internamente para fazer o cálculo matemático do retorno esperado conforme composições possíveis de carteira.

²¹ Segundo Marques (2011, p. 20), “a origem da atividade denominada *Asset and Liability Management* se deu em função da necessidade de gestão de riscos bancários, nos Estados Unidos. O modelo determinístico de Chambers e Charnes, de 1961, é pioneiro em ALM (KOSMIDOU; ZOPOUNIDIS, 2004).”

Acrescentou, ainda:

“No caso essas composições de carteira são trabalhadas no sistema de Cash Flow Management com até mil cenários de mercado para ver se ele suporta ou não suporta, para poder dimensionar as bandas de alocação. As bandas de alocação que existem de cada segmento de investimento. Então você na verdade dimensiona o cenário esperado de mercado, pega os investimentos que você tem em carteira, produz o seu passivo, o que que você tem que pagar e faz um estudo de ALM e dimensiona isso tudo dentro da política de investimentos para daí então poder fazer uma operação.”

A gestão de ativos e passivos ("ALM") também foi destaque nas entrevistas com E5, F2, F3 e F4. Sobre esse tema, o Entrevistado E5 explicou que:

“O setor não influencia no ALM, vai de forma consolidada. O ALM é visto muito mais do passivo para o ativo, então o passivo da Previ ele é muito previsível. É o fluxo de caixa dos pagamentos das pensões, a mortalidade, então estatisticamente você consegue prever o quanto você vai ter que ter de caixa ano a ano. E o que resta você tem que aplicar com uma taxa mínima de retorno e a partir dessas duas informações você tenta compor o ativo, quais são os fluxos de caixa que você precisa para fazer o matching? Não entra no mérito se esse fluxo de caixa será gerido por agronegócio ou por óleo e gás, consolida tudo.”

Alguns entrevistados também falaram sobre a utilização da Matriz de Atratividade Setorial pela Previ. O Entrevistado E2, assim a descreveu:

“Além de fazer as análises setoriais ainda definem como é que tá a atratividade a aderência daquele setor para portfólio de investimento da Previ, então ele compara se a Previ tá muito investida naquele setor, se tá pouco investida, se não investiu nada, se já está com o limite extrapolando, então isso aí também define se o setor é definido como atrativo e também se tem o limite de alocação para esse setor.”

E complementa: *“... não me lembro de ter visto agronegócio, o que a gente viu lá é o setor de alimentos, de alimentação. Esse é um setor bem atrativo para a Previ.”*

Em sua fala, o Entrevistado E5, explica que *“são segmentos macros. E para cada um desses segmentos ele tem uma sugestão de alocação setorial. Então, por exemplo, no setor de óleo e gás a gente já está acima do que é desejado para uma carteira que tem uma correlação ótima? Não chega a ser Markowitz²², mas é uma coisa que eles tentam juntar um pouco de cenário com um pouco de como está a carteira atual.”*

²² Referência ao conceito de eleger-se um risco inferior ao risco apresentado pelo ativo de menor risco de uma carteira de ativos, modelo desenvolvido pelo economista norte-americano Harry M. Markowitz, Fonte: Nobleprize.org

Em várias entrevistas, excetuando-se a Previ (que tem uma Diretoria exclusiva para planejamento), observou o autor que o processo de planejamento se vale de um cenário macroeconômico elaborado por empresa especializada, muitas vezes a mesma que trata do estudo de ALM. A partir desses dados, é elaborada a Política de Investimentos, de acordo com a necessidade de cada plano de benefícios, porém, muitas vezes sem tratar especificamente do agronegócio como estratégia de investimento. Como uma exceção, observa-se na Ceres um interesse específico no agronegócio.

5.3 Avaliação de Riscos

Os entrevistados vinculados aos fundos de pensão com menor volume de investimentos, informaram que a avaliação de riscos é feita por empresa contratada, que também elabora o modelo de ALM. Alguns desses fundos estão em fase de desenvolvimento elaborando estudos complementares internamente, entretanto, o desenvolvimento de modelos de risco proprietário é restrito aos 3 maiores Previ, Petros e Funcef.

O agronegócio é visto, muitas vezes, como detentor de riscos, conforme exemplificado pelo Entrevistado E1, no seguinte trecho: *“... título de dívida de agronegócio a gente olha com viés negativo, essa é a verdade. Porque a gente enxerga que título de dívida de agronegócio emitido por produtores, por exemplo de CPR, ela tem um risco que não condiz com seu retorno.”* Esse entendimento é corroborado pelo Entrevistado E4 *“...pensando em agronegócio, nós temos que saber que os Fundos de Investimento são muito mais sensíveis às intempéries provocadas pela natureza do que outros setores do comércio ou da indústria.”*

Da mesma forma, E3 ratifica a aversão ao agronegócio “dentro da porteira”, ao afirmar que *“na produção, onde tem risco de negócio, a gente identifica que tem risco, e se nós entendermos que esse risco não é aceitável, nós não fazemos a operação.”* E mais adiante, *“Quando foi criado CRA, o diretor lá dessa bolsa ... conseguiu vender no mercado privado esses papéis, mas Fundo de Pensão não vai entrar nisso aí porque eles não têm as características que a [Resolução n.] 3.792, que regulamenta toda a aplicação financeira dos Fundos de Pensão. Quando olho lá a questão do risco envolvido na área produtiva, a gente cai fora. Aqui já passou (sic) várias tentativas, produção de eucalipto, produção de hortigranjeiros, gado, cereais,*

peixe... Não passa nenhuma. ”

Quanto à metodologia de avaliação de riscos, o Entrevistado E3 enumerou alguns fatores importantes a se considerados no âmbito dos fundos de pensão:

“A Previc tem uma legislação para cada tipo de ativo. Então sempre a gente analisa bastante o risco de liquidez e o risco de crédito, o risco do proponente. O mais usado é crédito e liquidez. Então isso a gente analisa pra qualquer, pro ativo. E tem outros riscos também que você tem que considerar quando você tá analisando papel, e a gente analisa com base no rating do emissor. Se a gente vai comprar uma Debênture por exemplo, a gente analisa qual é o rating que esse emissor tem. E nosso órgão de destino é emissor de rating A para C. Se o Brasil fosse uma empresa nós não compraríamos dele porque o Brasil é 3B, e nós não compramos B. Nem AB, é A pra cima. (Entrevistado E5)”

E complementa:

“A parte de riscos e ativos, gente analisa tudo (Variância, bV@R, V@R, Rating). Analisa se o papel está enquadrado dentro da política convencional, dentro da legislação, isso é feito mensalmente e os papéis semanalmente. Toda semana a área de controles internos faz a avaliação de risco de todos os investimentos. São 5 segmentos: renda fixa, renda variável, estruturados, imóveis e operações com participantes. (Entrevistado E5)”

5.4 Investimentos no Agronegócio

Muitos dos fundos de pensão menores terceirizam grande parte da administração das suas carteiras de investimentos, aplicando em Fundos de Investimentos, diferentemente dos 3 maiores (Previ, Petros e Funcef), que atuam diretamente na gestão de grande parte dos seus recursos (Entrevistado E5).

Alguns empreendimentos do agronegócio são formados como cooperativas, mais comum nesse setor que em outros da economia, o que impede o investimento por fundos de pensão. E5 declarou que é *“uma questão de risco de crédito. É uma dificuldade muito grande de um analista de crédito especificar o risco de uma cooperativa.”*

5.4.1 FIDC

Em relação aos FIDCs lastreados com recebíveis do agronegócio, há uma preocupação grande com relação ao risco do gestor, muitas vezes de pequeno porte e que atuam em nicho de mercado. Há também uma preocupação com risco,

algumas vezes pela concentração geográfica e também como exemplifica E1:

“Se a ADM está empacotando aquele crédito e está passando pra frente, será que ela tá fazendo isso porque ela quer ou será que ela talvez esta vislumbrando um risco um pouco maior naquela operação e quer desovar? Então existe esse outro lado do negócio que faz com que a gente também sinta uma certa insegurança.”

Como forma de proteção, busca-se em alguns casos, uma garantia real para esses investimentos, como explica E3:

“A gente só investe no FIDC quando tem uma garantia real muito palpável. Existe até um CRI voltado para o agronegócio. Um armazém de recebimento de grão da CONAB, pode ser um bom negócio, porque tem um valor bem acima da dívida. Depende muito da estrutura do ativo.”

5.4.2 LCA

No caso da LCA, nota-se que o papel não parece ser atrativo para os fundos de pensão, haja vista que a vantagem de não haver dedução de imposto de renda é indiferente uma vez que já são isentos. Assim, o que tem se observado na mídia é que os Bancos têm ofertado a LCA para clientes do segmento “private”, algumas vezes com aplicação mínima em torno de R\$ 1 milhão. Esse ponto foi abordado por E1 da seguinte forma:

“... todas as suas fundações já são por sua natureza isentas de imposto de renda, você não tem nenhum benefício fiscal ao comprar uma LCA, então acaba que o mercado de pessoa física tem condição de tomar a LCA numa taxa muito menor do que uma fundação. Então, por exemplo, se você entregar para uma pessoa física uma LCA pagando 90% de CDI, a pessoa física vai comprar ...”

Para “competir” com títulos públicos, F4 avalia que a LCA poderia ter um “prêmio de risco”, uma vez que atingir a meta com NTN compradas do Governo, sem risco, seria muito mais vantajoso. Esse pensamento é corroborado pelo entrevistado E5:

“... a gente não paga imposto de renda, a gente compara aquilo com NTN-B ou com qualquer produto que tenha taxaço. Então quando chega pra nós, não chega numa taxa que é atrativa, e se chegar em uma taxa atrativa é porque tem alguma coisa errada.”

5.4.3 FIP

Os Fundos de Investimento em Participação são aplicações com grande

potencial de retorno, por outro lado, com um risco alto. Nessa linha, alguns fundos têm recusado esses investimentos, muitas vezes por falta de retorno ou uma estruturação que gera algumas preocupações com o risco.

“A gente sempre olha os fundos de participações em agronegócios e a gente entende que poderia agregar em cima da diversificação de carteira para você pulverizar os riscos, mas o que acaba acontecendo quando aparece esse modelo de FIP, ele vem com custos elevados e com uma expectativa de retorno que não condiz com os riscos dele, e acaba fazendo com que a gente fique de fora. Então hoje os fundos que a gente vê por aí, que estão abertos, que estão captando, eles têm custos elevados com retorno não satisfatório, é isso que acaba ocorrendo. Ele não tem rating. Então você faz uma análise interna e na tua análise interna você pondera vários pontos e acaba colocando que a promessa de retorno é insuficiente pro risco que você assume. (Entrevistado E1, grifo nosso)”

“Na verdade o que a gente analisou aqui uma vez foi um FIP de investimento de plantio de eucalipto mas mais voltado para celulose. Você planta eucalipto, corta, vende... Seria um FIP de 8 anos. Mas há o risco envolvido na operação, como incêndio, a própria administração do negócio. Então resolvemos não aportar. (Entrevistado F4)”

A Previ tem um diferencial que é uma Matriz de Atratividade Setorial específica para o segmento de Private Equity. No momento, considerando que a Previ investiu no FIP Brasil Agronegócio, o setor está com percentual maior que o indicado no modelo.

“A tendência é que o Private Equity na Previ aumente. Porque quando a gente olha o percentual do Private Equity nos outros Fundos, muitos deles já estão próximos ao limite. A Previ tem menos de 1% dos 160 bi aplicados em Private Equity, então a gente tem 9% pra crescer, o volume de custo é muito grande só que existe uma restrição na legislação, que você só pode ter 1% de um Private Equity e tá começando a faltar parceiros para Previ porque como os outros já estão perto do limite e nós somos o maior de todos você tem que pegar um monte de fundos pequenos para conseguir fazer um de porte razoável já que os outros grandes estão no seu limite. A outra forma de a gente conseguir crescer é fazendo Private Equity com investidores estrangeiros que queiram investir no Brasil. (Entrevistado E5)”

Com relação à entrada de investidores estrangeiros, algumas barreiras são relatadas nessa entrevista:

“Tem uma série de questões que nos chegam, por exemplo, existe uma legislação que impede que estrangeiros tenham terrenos no Brasil. E quando você fala de investimentos em agronegócio, às vezes você quer ir no início de cadeia. Comprar o terreno, desenvolver, e eventualmente fazer lá a plantação e tal. Essa

restrição obriga os estrangeiros a irem na cadeia um pouco mais pra frente. Outra questão são as tradings, que não nos veem assim como aliados, nos veem como concorrentes. (Entrevistado E5)”

5.4.4 Debêntures

Quanto às debêntures, um informante relata a redução de oferta desses papéis.

“A emissão de Debêntures reduziu bastante. E no setor de agronegócios também há muito pouco. O mercado de dívida do Brasil... ele é incipiente. Mesmo que tenha a possibilidade de vender uma Debênture, não há liquidez e não tem volume que chega para atender a todos. (Entrevistado E1)”

5.5 Governança de participações

Os 3 maiores fundos de pensão têm uma postura “ativista” em relação aos seus investimentos em renda variável, como abordado no trabalho de Punsuvo et al. (2007). Um exemplo dessa estratégica é a atuação da Previ frente à BR Foods.

“Se a gente está em uma empresa com uma participação relevante em renda variável, a gente tem que ter governança. ... Essa mudança na BR Foods deu por conta de uma insatisfação de nós, acionistas. Então a gente acabou fazendo com que a estratégia da empresa abrisse horizontes para o mercado externo aproveitando o boom que commodities estava vivendo. (Entrevistado E5).”

Um outro aspecto em relação à participação em bloco de controle, seja individualmente ou mediante acordo de acionistas, é ressaltado por outro entrevistado E4, corroborado por E1.

“Em termos negativos, para um Fundo de Pensão, muitas vezes, quando você tem um controle, as vezes você acaba tendo uma concentração de recursos naquele investimento. Então pro Fundo, do ponto de vista do Fundo de Pensão, como já mencionei, não é interessante colocar todos os ovos na mesma cesta. Essa diversificação é importante. (Entrevistado E4)”

5.6 Sugestões para o Agronegócio

Buscou-se no bloco 6 do roteiro desta investigação sugestões dos dirigentes de fundos de pensão para estimular o setor do agronegócio, assim como indicações de caminhos que poderiam gerar investimentos dessas entidades.

Nesse sentido, são sugeridas algumas alternativas como a melhoria do setor de armazenagem.

“... a inovação tecnológica ela parou na porteira da fazenda, da porteira pra fora nós temos vários problemas a enfrentar ainda, e que eventualmente algum desses problemas poderiam dar origem a algum tipo de ativo para financiar a solução desse problema e receber remuneração. Os mais marcantes são infraestrutura, começando pela parte de armazenagem que é muito falha, grande parte da armazenagem está fora da porteira da fazenda, isso não é de todo ruim, o que é de todo ruim é que a armazenagem estando nas mãos de intermediários financeiros e não nas associações de produtores. E essa armazenagem acaba carregando para dentro da gestão desse negócio uma margem muito boa, dificilmente você vai ver um armazém quebrar. Uma exceção são as cooperativas, aí elas podem quebrar por má gestão. Então fora da porteira da fazenda nós temos várias oportunidades que podem surgir se forem bem desenvolvidas e se você conseguir organizar esses ativos e tornar ele palatável para os Fundos de Pensão. A própria armazenagem, por exemplo, a armazenagem de grãos, que é uma deficiência que o Brasil tem ainda, se você conseguir estruturar o Fundo de Investimento em Participações pra você comprar participação em empresa de armazenagem, você pode de alguma maneira botar mais dinheiro no agronegócio. Outra situação: infraestrutura e logística portuária. (Entrevistado E3).”

Ao comentar sobre grandes empresas da agroindústria, Ambev e JBS, alguns pontos positivos foram levantados por E3, como a segurança, liquidez e o enquadramento na política de investimentos. E ao ser questionado sobre o olhar dos gestores de FIDC e FIP para o agronegócio:

“Poucos gestores tem um olhar sobre o setor, porque a maioria não são homens do agronegócio, normalmente engenheiros, administradores ou economistas. Têm uma vivência de mercado financeiro, com uma ótima estritamente financeira, sem compreender o agronegócio. (Entrevistado E3)”

Um dos entrevistados optou por destacar o reduzido número de empresas do agronegócio com ações negociadas em bolsa.

“Mas aí eu diria que o setor de maior dificuldade de alocação de recursos, por exemplo, até para o agronegócio é em grande parte a ausência de empresas do agronegócio com ações nas bolsas de valores.

[...]

...o setor de carnes, onde você pega tanto a área de frangos, de suínos e de bovinos. Porque você tem uma cadeia bem estruturada nessa área, tem empresas bem organizadas inclusive com atuação internacional, com ações nas bolsas de valores, então são empresas que tem um grau de transparência pro mercado muito maior. Então são setores que são interessantes em termos de aplicações de recursos no agronegócio. Hoje você tem um setor de energia do agronegócio principalmente quando você fala do setor

sucroalcooleiro, então é um setor também que tem crescido e tem demonstrado, em que pese as interferências governamentais nesse setor energético, que tem criado dificuldades pra ele, mas que não deixa de ser também um setor que tá bem estruturado, tem boas empresas e que poderiam gerar bons resultados. E depois você tem o setor da soja, você tem o setor do café... (Entrevistado E4)”

Outro entrevistado optou por fornecer uma visão dos fundos de pensão da América do Norte.

A gente está olhando muito, o que já acontece no Estados Unidos e no Canadá, que é aquela parte de florestas. Estamos olhando com muito carinho esse setor porque isso tem a ver um pouco com a indústria de celulose, porque se 70% dessas plantas derem certo, vai ser necessário uma quantidade de eucalipto plantada gigantesca, que não tem hoje. E a verticalização dessa parte na empresa é muito difícil porque ela exige muito capital, então lá nos Estados Unidos e Canadá, eles conseguiram fazer FIPs florestais que geram a madeira necessária para as empresas de celulose e se o preço não estiver adequado, você não faz nada, você deixa lá a madeira e ela cresce vegetativamente 5% ao ano, o que é bom para o Fundo de Pensão, é como se você tivesse um investimento com forward. Uma espécie de call. E acho que isso tende a ser a tendência... Como essas empresas não tem capital para fazer a aquisição das terras, acho que os Fundos de Pensão vão poder atuar muito forte. Aí nós estamos falando claro que 5/10 bilhões de reais de investimentos nessa área. Tem muita coisa acontecendo. (Entrevistado E5).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos dados em relatórios anuais, em conjunto com as percepções dos gestores dos fundos de pensão, indica que, apesar dos esforços em matéria legislativa, o agronegócio ainda não é considerado atrativo para os chamados "investidores institucionais". Entende-se que a reflexão aqui apresentada não ficou restrita à pequena amostra de entrevistas (não obstante o peso dos entrevistados), embora tenham sido uma importante ferramenta de aproximação ao objeto de estudo. Porém, é inegável que os depoimentos obtidos mediante as entrevistas forneceram sustento para os argumentos aqui apresentados. No entanto, essas constatações foram contrastadas com os dados documentais e com a revisão teórica realizada ao longo da pesquisa.

De acordo com os depoimentos colhidos junto aos dirigentes dos fundos de pensão sobre o quesito do que é o agronegócio e o seu risco verifica-se que, em suas avaliações individuais, há a predominância do entendimento da "fazenda" como unidade central de originação do negócio e a negação da agroindústria como atividade de risco. Os entrevistados também informaram que, em linhas gerais, os gestores de fundos de investimentos carecem de conhecimentos a respeito do agronegócio, talvez pela sua origem profissional construída em "bancos de atacado", característica que distingue os bancos de investimento e de alta renda daqueles bancos comerciais e de grande varejo.

Alguns constrangimentos puderam ser vivenciados nesta investigação. Houve alguma dificuldade para concretizar as entrevistas, não apenas pela escassez de tempo na agenda dos entrevistados, mas, sobretudo, devido à coincidência, ao início do exercício de 2014, ao direto envolvimento em atividades de planejamento de investimentos e na reavaliação anual das políticas de investimento. Em outros casos, os documentos publicados pelos fundos de pensão não detalharam características dos investimentos de suas carteiras, algo que deveria ser formalmente exigido pela PREVIC para maior transparência (ou como o jargão de mercado diz, "*full disclosure*" das informações possíveis) para os participantes dos planos e das entidades públicas de vigilância.

Nesse aspecto, no final de 2013, por meio da Instrução Normativa nº 5, a Previc buscou padronizar as informações e definir o conteúdo mínimo das informações públicas, mas parece ainda um longo caminho. Essa norma se encontra

suspensa até 2014, entretanto, esse movimento do órgão fiscalizador indica que futuros estudos deverão se valer de mais informações mais amplas sobre seus investimentos.

De forma geral, à exceção dos gestores de um dos fundos vinculado a patrocinadoras com atuação no agronegócio, caso particular da Ceres, os dirigentes dos fundos de pensão estatais não demonstraram em suas entrevistas avaliar o setor de forma específica, se valendo exclusivamente de avaliação generalizada de seus portfólios de investimentos pontuais, com ponderação de risco-retorno e das necessidades identificadas em estudos de ALM. Registre-se, contudo, uma atuação diferenciada foi observada na Previ, que avalia os setores e utiliza uma “matriz de atratividade” como balizador dos investimentos, de forma geral e os do segmento de *Private Equity*, em separado.

Não obstante o manifesto otimismo das autoridades federais ao criar os chamados “novos títulos do agronegócio”, nestes últimos dez anos não observou-se interesse direto dos fundos de pensão por essas opções de investimento, excetuando-se alguns títulos na carteira do Postalis, que parecem estar em vias de liquidação.

Destaca-se na pesquisa o papel relevante do segmento de previdência complementar fechada no crescimento do mercado de *Private Equity* no Brasil. Com a participação ativa dos 3 maiores fundos, em alguns casos, porém sob os auspícios do BNDES. Outro ponto importante é a postura ativista desses fundos de pensão, participando da gestão e em alguns casos, em decorrência da crise financeira mundial de 2007/2009, como na BRF, promovendo até a reformulação da estratégia e a direção da companhia.

Por fim, dentre as sugestões de novas ideias para futuras pesquisas, assinalam-se:

- a) avaliar as forças e os diversos atores envolvidos na governança dos fundos de pensão;
- b) avaliar se há influência governamental nas decisões de investimentos dos fundos de pensão vinculados ao governo;
- c) avaliar a gestão dos fundos de pensão vinculados a Estados e municípios;
- d) avaliar se até que ponto as questões geográficas e políticas influenciam nos investimentos de fundos de pensão de outros países;

- e) avaliar comparativamente os investimentos dos fundos de pensão brasileiros, no agronegócio, em relação a outros países, tais como Argentina; Holanda, EUA, Canadá e Austrália;
- f) avaliar a utilização de CPR nas operações troca-troca, quando ocorre a troca de parte da produção futura por insumos agrícolas.

Finalmente, à luz da Teoria do Agente e Principal, um último aspecto a ser complementarmente aprofundado, que seria próprio para um trabalho de pós-graduação em Gestão de Agronegócios, poderia contemplar o estudo da questão de governança entre fundos de pensão privados e públicos, em particular com relação à atratividade do setor agroalimentar, ou por outra, o estudo das redes em curso no âmbito dos fundos de pensão estatais em face do estreito relacionamento entre seus patrocinadores e o Executivo do Governo Federal.

REFERÊNCIAS

- ABRAPP. **Consolidado estatístico - set/2012**. São Paulo, 2012. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Documentos Pblicos/ConsolidadoEstatistico_09_2012.pdf>. Acesso em: Acesso em: 13 mar. 2014.
- _____. **Consolidado estatístico - set/2013**. São Paulo, 2013. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Documentos Pblicos/ConsolidadoEstatistico_092013.pdf>. Acesso em: Acesso em: 1 abr. 2014.
- ABVCAP; KPMG. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011/2012**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2325.pdf>>. Acesso em: 1 abr. 2014.
- AMARAL, H. F. et al. Fundos de pensão como financiadores da atividade econômica. **Revista de Administração de Empresas - RAE Eletrônica**, v. 44, n. 2, p. 79–91, 2004.
- BARROS, G. S. DE C. Dívida agrícola e sustentabilidade do agronegócio. In: **Agronegócio Brasileiro: Perspectivas, desafios e uma agenda para seu desenvolvimento**. Piracicaba, SP: ESALQ/USP Centro de Estudo Avançados em Economia Aplicada – CEPEA, 2006.
- BM&FBOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merc cap.pdf>>. Acesso em: 1 abr. 2014.
- BRASIL. **Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001**. Brasília, 2001a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp109.htm>. Acesso em: 1 abr. 2013.
- _____. **Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001**. Brasília, 2001b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp108.htm>. Acesso em: 1 abr. 2013.
- _____. **Resolução CMN nº 3.121, de 26 de setembro de 2003**. Brasília, 2003a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res &ano=2003&numero=3121>>. Acesso em: 13 mar. 2014.
- _____. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Brasília, 2003b. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst391.htm>>. Acesso em: 13 mar. 2014b.
- _____. **Exposição de Motivos Interministerial nº 00110/2004 MF/MAPA**. Brasília, 2004a. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Exm/EMI-110-MF-MAPA-04.htm>. Acesso em: 1 abr. 2013.

_____. **Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004.** Brasília, 2004b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm>. Acesso em: 1 abr. 2013.

_____. **Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009.** Brasília, 2009a. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=109082281&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 13 mar. 2014.

_____. **Texto integral da Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 479/09 E 480/09.** Brasília, 2009b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\\inst\inst422consolid.doc>. Acesso em: 28 abr. 2014.

_____. **Previdência Complementar: Estatística Trimestral - setembro 2012.** Brasília: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), 2012. Disponível em: <http://www.mpas.gov.br/arquivos/office/1_121218-095108-545.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2014.

_____. **Previdência Complementar: Estatística Trimestral - setembro 2013.** Brasília: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), 2013. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2013/05/Relatorio-Previc-3º-Trim2013_FINAL.pdf>. Acesso em: 28 abr. 2014.

BURANELLO, R. M. Novos Títulos para Financiamento do Agronegócio. **Disclosure das Transações Financeiras.** São Paulo, set. 2005. Disponível em: <http://www.webfinder.com.br/disclosure/PDF/disclo_set0105.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2014.

CELLARD, A. A análise documental. In: **POUPART, J. et al. A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos.** Petrópolis: Vozes, 2008.

COASE, R. H. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law and Economics**, v. 3, n. 1, p. 1, jan. 1960.

CVM. **Mercado Primário x Mercado Secundário.** São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html>. Acesso em: 26 maio. 2014.

FENAPREVI. **Planos de Caráter Previdenciário - Dados Estatísticos - Dezembro - 2013.** Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.cnseg.org.br/fenaprevi/estatisticas/>>. Acesso em: 19 abr. 2014.

FONTES FILHO, J. R. **Estudo da Validade de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma análise segundo as Teorias da Agência e Institucional.** 2004. 185f. Tese (Doutorado em Administração) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

FREIRE, J. L. DE S.; BURR, L. M. A. **Diferenças entre FMIEE e FIP**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/boletins/diferencas-entre-fmiee-e-fip/>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

GASQUES, J. G.; VILLA VERDE, C. M. Novas Fontes de Recursos , Propostas e Experiências de Financiamento Rural. **Texto Para Discussão 392**. IPEA, 1995. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1822>. Acesso em: 1 abr. 2013.

GONÇALVES, J. S. et al. Novos Títulos Financeiros do Agronegócio e o Novo Padrão do Financiamento Setorial. **Informações Econômicas**, v. 35, n. 7, p. 63–90, 2005.

GONÇALVES, J. S. et al. Padrão do Financiamento das Agro-Commodities com Base nos Novos Títulos Financeiros. In: **V International PENSEA Conference on Agri-food Chains/Networks Economics and Management. Anais...** Ribeirão Preto, SP: 2007

GRÜN, R. Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. **Mana**, v. 9, n. 2, p. 7–38, out. 2003.

_____. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 20, n. 58, p. 67–90, jun. 2005a.

_____. O “nó” dos fundos de Pensão. **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 73, 1 nov. 2005b.

GVCEPE. **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital: Relatório de Pesquisa - Dezembro 2008**. São Paulo, 2008. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf>. Acesso em: 1 mar. 2014.

HASHIZUME, M. **Mercado freia agronegócio e expõe os problemas do campo**. São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Mercado-freia-agronegocio-e-expoe-os-problemas-do-campo/7/2760>>. Acesso em: 28 abr. 2014.

JARDIM, M. A. C. **Entre a Solidariedade e o Risco: Sindicatos e Fundos de Pensão em Tempos de Governo Lula**. 2007. 421f. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais, Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.

_____. **Governo Lula e a política de fundos de pensão: domesticação do capital ou domesticação do governo?** Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/acervo/acervo_artigo.asp?idMateria=1268>. Acesso em: 27 out. 2011.

_____. “Domesticação” e/ou “Moralização do Capitalismo” no Governo Lula: Inclusão Social Via Mercado e Via Fundos de Pensão. **Revista de Ciências Sociais**, v. 52, n. 1, p. 123–159, 2009a.

_____. “Nova” elite no Brasil? Sindicalistas e ex-sindicalistas no mercado financeiro. **Sociedade e Estado**, v. 24, n. 2, p. 363–399, ago. 2009b.

_____. Fundos de pensão: O Investimento dos fundos de pensão durante o governo Lula, a construção de crenças de responsabilidade social e sustentabilidade e o recente interesse por investimentos na Amazônia brasileira. **Observatório de Investimentos na Amazônia**. Brasília, jun. 2010. Disponível em: <http://www.inesc.org.br/biblioteca/textos/livros/obs-de-invest-da-amazonia_estudo-1>. Acesso em: 1 mar. 2013.

_____. Fundos de Pensão, Sindicalistas e recomposição das elites. In: **A Natureza Social das Finanças: Fundos de Pensão, Sindicalistas e recomposição das elites**. São Carlos: Edusc, 2011. p. 232.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

KAUFFMAN, R. Aposta forte. São Paulo, 2008. **Capital Aberto Especial - Private Equity e Venture Capital**. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/aposta-forte/>>. Acesso em: 17 maio. 2014.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 184.

LEITE, S. Padrão de financiamento, setor público e agricultura no Brasil. In: **Políticas Públicas e Agricultura no Brasil**. Porto Alegre, RS: Editora UFRGS, 2001.

LIMA, L. C. DE O. **Inovações financeiras e competitividade no agribusiness brasileiro**. 2003. 232f. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) – Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.

LOPES, E. M. T. et al. **A Concentração Industrial no Brasil e a Defesa da Livre Concorrência de Mercado - Análise da Agroindústria nas últimas duas décadas**. Trabalho apresentado como requisito parcial para aprovação na Disciplina “Coordenação em Sistemas Agroindustriais”, Propaga, Universidade de Brasília, 2013.

LOURENÇO, L. C. DE B. **A Construção do Estado Estratégico: a percepção dos atores intervenientes nas políticas públicas para a agricultura no Brasil no período de 1991-2005**. 2008. 205f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais) - Centro de Pesquisa e Pós-Graduação sobre as Américas – CEPPAC, Universidade de Brasília, Brasília, 2008.

MACHADO, N. M. C. Karl Polanyi e a Nova Sociologia Económica: Notas sobre o conceito de (dis)embeddedness. **Revista Crítica de Ciências Sociais**, v. 90, p. 71–94, 2010.

MANZINI, E. J. Considerações sobre a elaboração de roteiro para entrevista semi-estruturada. In: **MARQUEZINE, M. C.; ALMEIDA, M. A.; OMOTE, S. (Orgs.) Colóquios sobre pesquisa em Educação Especial**. Londrina: Eduel, 2003. p. 11–25.

MARQUES, D. **Asset and Liability (ALM) para Entidades Fechada de Previdência Complementar no Brasil: Validação de um modelo de otimização com a aplicação a um caso prático**. 2011. 150f. Dissertação (Mestrado Profissional em Regulação e Gestão de Negócios) – Programa de Pós-Graduação Profissional em Regulação e Gestão de Negócios, Universidade de Brasília, 2011.

MARQUES, P. V.; MELLO, P. C. DE; MARTINES FILHO, J. G. **Mercados Futuros e de Opções Agropecuárias**. Série Didática, n. D-129, p. 334, 2006.

MARQUES, P. V.; SILVA, G. DE S. E. **Os cinco novos instrumentos não tradicionais de financiamento do agronegócio brasileiro**. Série Pesquisa. Piracicaba, SP: Departamento de Economia, Administração e Sociologia (Esa/q/USP), 2006.

MASSUQUETTI, A. **A mudança no padrão de financiamento da agricultura brasileira no período 1965-97**. 1998. 233f. Dissertação (Mestrado em Economia Rural) - Curso de Pós-Graduação em Economia Rural, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1998.

MERCANTIL, G. **Funcef investe em empresas emergentes**. 2007. Disponível em: <http://www.funcef.com.br/ccom/PageSvr.aspx/Get?id_doc=1117>. Acesso em: 17 maio 2014.

METRICK, A.; YASUDA, A. **Venture Capital & The Finance of Innovation**. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 2011. p. 575.

OLIVEIRA, C. **Financiamento Agrícola no Brasil: Um Análise dos Novos Títulos de Captação de Recursos Privados**. 2007. 98f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais) – Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, 2007.

OLIVEIRA, C.; CARVALHO, G. R. **Financiamento da Agricultura Brasileira: Os Novos Instrumentos de Captação de Recursos Privados**. XLIV Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural - SOBER. **Anais...**Fortaleza, CE: 2006.

OLIVEIRA, C. DE; CARVALHO, G. R.; TRAVASSOS, G. F. **Os títulos do agronegócio brasileiro : uma análise comparativa entre a percepção dos especialistas no seu lançamento e a situação atual**. XLVIII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural - SOBER. **Anais...**Campo Grande, MS: 2010

PAIXÃO, L. A. **A previdência complementar fechada : uma visão geral**. 2007. Disponível em: <http://www.mpas.gov.br/arquivos/office/3_081014-111321-983.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2013.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil: conceito evolução perspectivas**. Rio de Janeiro: Editora E-papers, 2003. p. 98

PEREIRA, F.; MIRANDA, R. B.; SILVA, M. M. Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna. **Texto Para Discussão 480**, 1997.

PREVI. **Relatório 2012**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2012/pt/home/index.html>>. Acesso em: 1 maio 2014.

PREVIC. **Guia Previc - Melhores Práticas em Fundos de Pensão**. Brasília, 2010 Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_101112-163932-055.pdf>. Acesso em: 1 maio 2014.

_____. **Guia de Melhores Práticas em Investimento**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/Previc/guiaprevic2011.pdf>. Acesso em: 1 maio 2014.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. DE C. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63–72, dez. 2007.

RAMALHO, C.; FURTADO, C. V.; LARA, R. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital - 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/8419>>. Acesso em: 1 maio 2014.

RODRIGUES, F. **Represamento de reajustes terá de ser diluído em 3 anos, diz Coutinho**. 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/poder/poderpolitica/2014/04/1438353-entrevista-com-luciano-coutinho.shtml>>. Acesso em: 1 maio 2014.

SANTANA, R. L. F. DE. **Mudança institucional e os fundos de pensão no Brasil**. 2012. 110f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de Brasília, 2012.

SCARAMUZZO, M. Fundos de investimentos elevam aporte no campo. **Valor Econômico**, 2009. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/793915/fundos-de-investimentos-elevam-aporte-no-campo>>. Acesso em: 9 out. 2011.

SILVA, G. DE S. E. **Novos Instrumentos de Financiamento do Agronegócio Brasileiro e uma Análise das Alternativas de Investimentos para o CDA/WA**. 2006. 243f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, USP, Piracicaba, SP, 2006.

SILVA, G. DE S. E; MARQUES, P. V. **Letra de Crédito do Agronegócio (LCA): um título de crédito para financiamento do agronegócio**. XLIII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural - SOBER. **Anais...**Ribeirão Preto, SP: 2005.

SILVA, S. S. E. **Intersecção de Classes: Fundos de Pensão e Sindicalismo no Brasil**. 2011. 426f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, 2011.

SOUZA, A. B. DE. **Securitização de Recebíveis da Agroenergia: Um Estudo de Caso Baseado em Títulos do Agronegócio**. 2010. 145f. Dissertação (Mestrado Profissional em Agronegócios) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

SOUZA, J. V. P. DE. **Novas estratégias de financiamento do agronegócio: uma análise sobre a viabilidade de emissão do CDCA pelas cooperativas**. 2007. 167f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, 2007.

SOUZA, J. V. P. DE; BIALOSKORSKI NETO, S. **Novos títulos de financiamento para a agropecuária: a análise da emissão internacional de CDCA por cooperativas agropecuárias**. XLV Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural - SOBER. **Anais...**Londrina: 2007.

SOUZA, W. R.; BACHA, C. J. C. **A Utilização dos Novos Instrumentos de Crédito em Estratégias de Portfólios para Diminuição do Custo Financeiro**. XLVII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural - SOBER. **Anais...**Porto Alegre, RS: 2009.

UQBAR. **Anuário Finanças Estruturadas 2010**. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2010.pdf>>. Acesso em: 9 out. 2011.

UQBAR. **Anuário Finanças Estruturadas 2014**. São Paulo: 2014. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2014.pdf>>. Acesso em: 1 abr. 2014.

VALOR ECONÔMICO. Ranking Finanças - As 50 Maiores de Previdência e Vida. **Revista Valor 1000**, v. 13, p. 244–245, ago. 2013.

VIAN, A. **Os novos títulos do agronegócio**. 1. ed. Brasília: Febraban, 2005. p. 160.

WAHL, C. Título agrícola atrai fundos de pensão. **Diário Comércio Indústria & Serviços – DCI**, São Paulo, 11 abr. 2005. Disponível em: <<http://www.dci.com.br/Titulo-agricola-atrai-fundos-de-pensao-14-95408.html>>. Acesso em: 9 out. 2011.

ZACLIS, L.; KALANSKY, D. Os Novos Instrumentos de Financiamento para o Mercado Agropecuário e a Securitização de Recebíveis do Agronegócio. **Disclosure das Transações Financeiras**, p. 2–7, jan. 2005. Disponível em: <http://www.webfinder.com.br/disclosure/PDF/disclo_jan0105.pdf>. Acesso em: 9 out. 2011.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Roteiro de entrevistas

1. Sobre o informante

- 1.1. Gênero/idade:
- 1.2. Cargo:
- 1.3. Tempo na função:
- 1.4. Área de responsabilidade/atribuições:
- 1.5. Escolaridade:
- 1.6. Antecedentes profissionais (no patrocinador, mercado, associações/sindicatos ou no fundo de pensão):
- 1.7. Vinculação com patrocinador, associação ou sindicato:

2. Sobre a tomada de decisões no tocante a investimentos

- 2.1. Como são planejados os investimentos?
- 2.2. Prevaecem critérios substantivos (valores) ou racionais (cálculo)?

3. Sobre o agronegócio

- 3.1. O agronegócio é um setor de interesse para os investimentos do Fundo X?
- 3.2. Descreva aspectos positivos dos investimentos no agronegócio
- 3.3. Descreva aspectos negativos dos investimentos no agronegócio

4. Quanto aos títulos do agronegócio e outros investimentos no setor

- 4.1. Como ocorre a tomada de decisões de investimento nos títulos do agronegócio?
- 4.2. Os investimentos no agronegócio são “publicitados” na sua entidade?
- 4.3. Quais os fatores essenciais para a decisão desse tipo de investimento?
- 4.4. Há intenção de expansão de investimentos em nesses papéis?
- 4.5. Indique os setores preferidos: Carnes, Grãos, Oleaginosas, Biocombustíveis, Café, Açúcar, Alimentos Industrializados etc.

5. Quanto à avaliação de Risco e Gestão de Ativos e Passivos

- 5.1. Como se dá a avaliação dos investimentos no agronegócio?
- 5.2. Na avaliação quais os fatores impactam positivamente o agronegócio?
- 5.3. Na avaliação quais os fatores impactam negativamente o agronegócio?

5.4. O agronegócio é considerado no modelo de gestão de risco da entidade?

5.5. Como tem sido os investimentos no agronegócio (acima/abaixo do previsto)?

5.6. Que fatores (rentabilidade, sustentabilidade, preço) destaca no agronegócio para suprir futuras reservas para o Fundo?

6. Conclusões e sugestões de melhoria

6.1. Quais setores do agronegócio poderiam ser interessantes para os investimentos da sua entidade?

7. Há restrições diante das empresas do setor?

7.1. Quais as experiências – positivas ou negativas - em questões de governança em participadas do setor do agronegócio?

ANEXOS

ANEXO A

Tabela 7 - As Maiores Empresas do Brasil, em 2011, ligadas ao Agronegócio (dentre 250 empresas)

| Posição em 2011 | Empresa | Setor | Receita Líquida | Ativo Total | Patrimônio Líquido | Ato de Concentração |
|-----------------|-------------------------|-------|-----------------|-------------|--------------------|---------------------------|
| 3 | JBS | A | 61.796,8 | 47.410,9 | 21.599,2 | Aquisição |
| 12 | BRF Brasil Foods | A | 25.706,2 | 29.983,5 | 14.109,9 | Fusão |
| 14 | Cosan | AA | 24.096,9 | 22.124,1 | 9.616,4 | Aquisição e Joint Venture |
| 16 | Bunge Alimentos | A | 23.056,7 | 12.160,4 | 4.018,4 | Aquisição |
| 17 | Marfrig | A | 21.884,9 | 23.823,4 | 4.898,5 | Aquisição |
| 21 | Nestlé | A | 9.266,3 | | | Aquisição e Joint Venture |
| 22 | Cargill | A | 18.872,6 | 8.505,9 | 1.379,1 | Não localizado |
| 35 | Copersucar | AA | 11.033,1 | 2.833,9 | 205,6 | Aquisição |
| 47 | LDC Brasil | A | 7.851,4 | 6.713,1 | 871,0 | Aquisição |
| 56 | Tereos Internacional | AA | 6.876,0 | 9.364,0 | 3.627,0 | Aquisição |
| 66 | Fibria | PC | 5.854,3 | 27.853,5 | 14.539,7 | Fusão |
| 68 | Coamo | Ag | 5.550,5 | 4.504,1 | 2.189,2 | Não localizado |
| 69 | Souza Cruz | BF | 5.550,2 | 4.253,8 | 2.079,2 | Aquisição |
| 70 | Makro | CAE | 5.499,8 | 1.918,9 | 500,2 | Não localizado |
| 72 | Gbarbosa | CV | 5.368,7 | 3.467,1 | 1.435,9 | Incorporação |
| 76 | Suzano Papel e Celulose | PC | 4.848,0 | 21.657,1 | 9.673,5 | Aquisição e Joint Venture |
| 77 | Heringer | QP | 4.704,0 | 2.594,2 | 473,6 | Aquisição |
| 82 | Bunge Fertilizantes | QP | 4.373,0 | 3.852,1 | 1.395,5 | Aquisição |
| 84 | André Maggi | A | 4.300,3 | 5.610,3 | 1.777,8 | Não localizado |
| 85 | Bayer | QP | 4.292,5 | 4.065,7 | 1.630,2 | Aquisição e Fusão |
| 90 | Coca-Cola Femsa | BF | 4.168,0 | 2.668,7 | 1.913,9 | Aquisição e Fusão |
| 91 | Klabin | PC | 4.159,7 | 12.741,6 | 4.958,3 | Aquisição |
| 98 | Minerva | A | 3.977,0 | 3.499,2 | 796,5 | Não localizado |
| 99 | Fertipar | QP | 3.881,0 | 2.190,6 | 941,1 | Não localizado |
| 101 | Syngenta | QP | 3.742,9 | 3.136,0 | 1.624,5 | Aquisição |
| 106 | Aurora | A | 3.517,2 | 1.996,9 | 745,0 | Não localizado |
| 108 | LDC-SEV | AA | 3.402,9 | 9.729,2 | 2.471,1 | Aquisição e Incorporação |
| 110 | Brazil Trading | CAE | 3.363,6 | 1.465,2 | 1.152,1 | Não localizado |
| 111 | Sotreq | CV | 3.358,1 | 1.655,0 | 510,2 | Não localizado |
| 113 | Du Pont | QP | 3.344,0 | 3.523,9 | 1.831,9 | Aquisição e Joint Venture |
| 117 | White Martins | QP | 3.296,0 | 5.005,3 | 2.588,4 | Não localizado |
| 120 | Mosaic | QP | 3.223,8 | 1.220,6 | 469,5 | Não localizado |
| 121 | Dow Brasil | QP | 3.184,8 | 1.914,6 | 313,0 | Aquisição |
| 125 | Schincariol | BF | 3.159,0 | 4.390,4 | 1.904,8 | Aquisição |
| 130 | Cooxupé | Ag | 3.041,4 | 2.281,1 | 493,4 | Não localizado |
| 131 | M. Dias Branco | A | 3.033,2 | 3.058,2 | 2.005,8 | Aquisição |

| Posição em 2011 | Empresa | Setor | Receita Líquida | Ativo Total | Patrimônio Líquido | Ato de Concentração |
|-----------------|-------------------------------|-------|-----------------|-------------|--------------------|---------------------------------|
| 132 | McDonald's | CV | 3.027,8 | - | - | Aquisição |
| 134 | Grupo Martins | CAE | 3.009,2 | 1.139,5 | 183,4 | Não localizado |
| 151 | Yara Brasil Fertilizantes | QP | 2.756,9 | 1.259,0 | 626,9 | Não localizado |
| 156 | C.Vale | Ag | 2.680,6 | 2.075,8 | 748,5 | Não localizado |
| 163 | Zaffari & Bourbon | CV | 2.518,9 | - | - | Não localizado |
| 174 | Unigel Participações | QP | 2.304,0 | 2.716,6 | 724,0 | Aquisição |
| 181 | LBR Lácteos Brasil | A | 2.212,8 | 3.323,8 | 1.742,4 | Aquisição e Joint Venture |
| 191 | Caramuru | A | 2.072,0 | 2.115,7 | 470,4 | Não localizado |
| 196 | Supermercado Angeloni | CV | 1.968,8 | 1.191,6 | 447,6 | Não localizado |
| 199 | Kimberly-Clark | PC | 1.936,2 | - | - | Aquisição, Fusão e Incorporação |
| 200 | Camera | CAE | 1.931,3 | 1.364,6 | 151,9 | Não localizado |
| 201 | Itambé | A | 1.931,3 | 1.600,3 | 321,1 | Aquisição |
| 203 | Cocamar | Ag | 1.908,5 | 3.489,1 | 1.594,5 | Incorporação |
| 209 | Spaipa Coca-Cola | BF | 1.883,5 | 1.115,5 | 666,5 | Fusão |
| 211 | 3M | QP | 1.875,9 | - | - | Não localizado |
| 213 | Santa Terezinha Participações | AA | 1.855,5 | 3.948,7 | 1.444,8 | Não localizado |
| 215 | Granol | A | 1.838,5 | 1.317,3 | 596,7 | Não localizado |
| 218 | Lar | Ag | 1.799,6 | 1.614,6 | 507,3 | Não localizado |
| 219 | Lincoln Junqueira | AA | 1.796,2 | 3.523,0 | 1.291,7 | Não localizado |
| 220 | Camil | A | 1.783,7 | 2.029,1 | 643,4 | Aquisição |
| 222 | Bianchini | A | 1.743,2 | 744,6 | 266,1 | Não localizado |
| 228 | Noble Brasil | CAE | 1.714,1 | - | - | Não localizado |
| 232 | Fiagril Participações | CV | 1.681,2 | 1.205,8 | 113,5 | Não localizado |
| 237 | Café Santa Clara | A | 1.618,7 | 864,5 | 301,9 | Joint Venture |
| 238 | Comigo | Ag | 1.584,4 | 1.323,9 | 730,2 | Não localizado |
| 239 | Tangará | CAE | 1.574,2 | 973,9 | 248,7 | Não localizado |
| 244 | Coop | CV | 1.538,3 | - | - | Não localizado |

Legenda: A (Alimentos), AA (Açúcar e Alcool), PC (Papel e Celulose), Ag (Agropecuária), BF (Bebidas e Fumo), CAE (Comércio Atacadista e Exterior), CV (Comércio Varejista) e QP (Química e Petroquímica)

Fonte: dados base (posição, empresa, setor, receita líquida, ativo total e patrimônio líquido) – Revista Valor Econômico (2013). Dados sobre a concentração, a cargo dos autores do artigo.

Fonte: (LOPES et al., 2013)

ANEXO B

Quadro 2 - Perfil dos Entrevistados

| Id. | Entidade | Tempo (anos) | Gênero | Formação | Vinculação |
|------------|-----------------|---------------------|---------------|----------------------|--|
| F1 | Centrus | NI | F | NI | Empregado, Assessoramento |
| E3 | Ceres | 3 | M | Economia e Agronomia | Estatutário, indicação do patrocinador. |
| F4 | Cibrius | 2 | M | Economia | Empregado, Gerência. |
| E1 | Fusesc | 3 | M | Administração | Estatutário, indicação do patrocinador. |
| F2 | Postalis | 1 | M | Contabilidade | Empregado, Analista. |
| F3 | Postalis | 1 | F | Contabilidade | Empregado, analista. |
| E5 | Previ | 4 | M | Estatística | Estatutário, indicação do patrocinador. |
| E2 | Previ | 2 | M | Economia | Estatutário, indicação do patrocinador. |
| E4 | Previ | 4 | M | Direito e Economia | Estatutário, eleito pelos participantes, vínculo com Associação. |

Legenda: F – Feminino; M – Masculino; NI – Não Informado

ANEXO C

Quadro 3 - Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE)

| | DENOMINAÇÃO DO FUNDO | ADMINISTRADOR | VALOR DO PL (R\$ mil) |
|--------------|---|--|--------------------------|
| 1 | AXIS FMIEE | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 439,1 |
| 2 | BRASIL 21 FMIEE | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | - |
| 3 | CAPITAL TECH INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - FMIEE | INVEST TECH PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS LTDA | 22.853,2 |
| 4 | CRP VI VENTURE - FMIEE | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 27.559,7 |
| 5 | CVENTURES PRIMUS FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS - FMIEE | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 67,1 |
| 6 | DGF INOVA FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS | DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA | 9.411,6 |
| 7 | EMPREENDEDOR BRASIL FMIEE | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 119.593,1 |
| 8 | FIPAC- FUNDO DE PARTICIPAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO-FMIEE | DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA | 29.522,1 |
| 9 | FMIEE CRIATEC | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 58.494,2 |
| 10 | FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA SANTA CATARINA | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 819,1 |
| 11 | FMIEE INOVADORAS STRATUS GC III | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | 39.044,1 |
| 12 | FMIEE STRATUS GC | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | 10.370,8 |
| 13 | FUNDO BURRILL BRASIL I FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS | BURRILL BRASIL GESTÃO DE RECURSOS S.A. | 3.572,8 |
| 14 | FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES STRATUS FLEET | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | 29.525,5 |
| 15 | FUNDO SC FIEEI | FIR CAPITAL BZPLAN GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A | 7.766,2 |
| 16 | FUNDOTEC II FIEEI | FIR CAPITAL PARTNERS - GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A | 44.373,6 |
| 17 | HORIZONTI FMIEE INOVADORAS | SPE HORIZONTI GESTÃO DE RECURSOS S/A | 13.488,9 |
| 18 | JARDIM BOTÂNICO VC I - FIEEI | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 71.647,6 |
| 19 | LIFE FMIEE | OLIVEIRA TRUST DTVM S.A. | 149,3 |
| 20 | MERCATTO ALIMENTOS FMIEE | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 70.189,5 |
| 21 | MVP TECH FUND FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA | RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA | 7.929,8 |
| 22 | NASCENTI FUNDO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS | SPE NASCENTI S/A | 5.044,7 |
| 23 | NETPOINTS FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES | INTRAG DTVM LTDA. | 6.931,2 |
| 24 | NORDESTE EMPREENDEDOR FMIEE | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 4.034,9 |
| 25 | NOVARUM FMIEE | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 3.554,9 |
| 26 | PARÂMETRO - FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES | BANCO J. SAFRA S.A. | 12.519,1 |
| 27 | PERFORMA INVESTIMENTOS SC-I FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS | PERFORMA INVESTIMENTOS LTDA - EPP | 6.879,2 |
| 28 | REIF RETURNING ENTREPRENEUR INVESTMENT FUND FMIEE | DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA | 18.989,9 |
| 29 | RIO BRAVO INVESTECH II FMIEE | RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA | 14.126,5 |
| 30 | RIO BRAVO NORDESTE I FMIEE | RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. | 10.723,3 |
| 31 | RIO BRAVO NORDESTE II FMIEE | RIO BRAVO INVESTIMENTOS S.A. | 95.287,9 |
| 32 | RSTEC FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 1.321,5 |
| Total | | | 746.230,4 |

Fonte: CVM. Posição em 31.12.2013

ANEXO D

Quadro 4 - Fundos de Investimento em Participações (FIP)

| Nº | DENOMINAÇÃO DO FUNDO | ADMINISTRADOR | VALOR DO PL (R\$ mil) |
|----|--|--|--------------------------|
| 1 | TRX METROFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES III | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 2 | 2+CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 70.925,0 |
| 3 | 2BCAPITAL - BRASIL CAPITAL DE CRESCIMENTO I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 3.078,8 |
| 4 | 4 IRMÃOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 107.296,5 |
| 5 | 868 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIO | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 6 | AC2 FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 251.521,6 |
| 7 | ACQUA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 244.611,1 |
| 8 | ACTIS BD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 65.151,8 |
| 9 | ACTIS BRASIL ENERGIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 155.295,3 |
| 10 | ACTIS ED FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 180.638,2 |
| 11 | ACTIS FR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 100.127,8 |
| 12 | ACTIS LT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 137.741,5 |
| 13 | ADVENT VAREJO I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 20.881,0 |
| 14 | ADVENT VAREJO II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 175.670,0 |
| 15 | ADVERTISING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 36.236,1 |
| 16 | AG INVEST FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 784.337,1 |
| 17 | AGFA FIP | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 211.402,1 |
| 18 | AGGREGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES 924 | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 19 | AGN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 76.309,1 |
| 20 | AGRI VALUE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 21 | AGRO ASSETS FIP | RB CAPITAL INVESTIMENTOS LTDA | 8.636,5 |
| 22 | ÁGUIA BRANCA FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 70.387,2 |
| 23 | AKANGATU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 50.750,0 |
| 24 | AKKA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 85.192,5 |
| 25 | ALAOF BRASIL INFRA HOLDINGS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 113.121,8 |
| 26 | ALKES II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | - |
| 27 | ALPHA CO-INVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 52.880,6 |
| 28 | ALPHA GENESIS FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 424,3 |
| 29 | ALTO MINHO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 6.799,0 |

| | | | |
|----|---|--|-------------|
| 30 | ANGEL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 12.556,9 |
| 31 | ANGRA INFRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 960.780,1 |
| 32 | APICE FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 1.595,5 |
| 33 | APX BRAZIL FIP | CITIBANK DTVM SA | 1.230.973,5 |
| 34 | ARCH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 525.660,5 |
| 35 | ARROW - FIP | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 563.820,8 |
| 36 | ASCET I - FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 1.408,0 |
| 37 | ATENAS FIP | FATOR S.A. CORRETORA DE VALORES | 158.828,1 |
| 38 | ÁTICO FLORESTAL - FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 159.353,9 |
| 39 | ÁTICO GERAÇÃO DE ENERGIA - FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 231.063,5 |
| 40 | ÁTICO GESTÃO EMPRESARIAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 41 | ATIVITÁ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | FOCO DTVM LTDA. | 59.763,2 |
| 42 | AUBURN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 46.523,1 |
| 43 | AUTOGROUP BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA SA | - |
| 44 | BARBARA LUNI REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 45 | BARO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 38.666,0 |
| 46 | BATUTA FIP | OBOÉ DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A. | 10.437,9 |
| 47 | BCRE DEVELOPMENT FUND II FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 36.072,9 |
| 48 | BCVI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 6.718,9 |
| 49 | BERTIN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA SA | 4.949.941,0 |
| 50 | BHG MODAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM HOTELARIA | INTRAG DTVM LTDA. | 37.574,9 |
| 51 | BIJUPIRÁ FIP | CITIBANK DTVM SA | 125.722,0 |
| 52 | BJJ FIP | CITIBANK DTVM SA | 270.793,4 |
| 53 | BKK REALTY FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 54 | BM 888 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 187.336,2 |
| 55 | BM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 22.415,2 |
| 56 | BNY MELLON AMBIENTAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 176.068,5 |
| 57 | BNY MELLON GTD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 39.398,5 |
| 58 | BOREAL FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 39.495,5 |
| 59 | BOTAFOGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 226.545,2 |
| 60 | BOZANO ÓLEO E GÁS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 199.972,6 |
| 61 | BR CPF FOOD BRAZIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 69.137,2 |
| 62 | BR EDUCACIONAL FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 450.440,2 |
| 63 | BR EDUCATION VENTURES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 1.000,0 |
| 64 | BR PARTNERS LOGÍSTICA FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 46.519,8 |
| 65 | BR PARTNERS OUTLET PREMIUM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BR PARTNERS GESTÃO DE RECURSOS LTDA | 74.879,6 |
| 66 | BRAPINVEST FIP | GRADUAL CCTVM S/A | 31.222,7 |
| 67 | BRAPINVEST II FIP | GRADUAL CCTVM S/A | 54.171,9 |
| 68 | BRAPINVEST III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 27.603,2 |

| | | | |
|-----|--|--|-------------|
| 69 | BRAPINVEST IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GRADUAL CCTVM S/A | 10.345,4 |
| 70 | BRASIF FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 269.940,1 |
| 71 | BRASIL 63 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 374.575,5 |
| 72 | BRASIL AGRONEGÓCIO - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 311.386,7 |
| 73 | BRASIL MEZANINO INFRA-ESTRUTURA FIP | DARBY ADMINISTRAÇÃO DE INVESTIMENTOS LTDA | 152.842,5 |
| 74 | BRASIL PORTOS E ATIVOS LOGÍSTICOS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BB GESTÃO DE RECURSOS DTVM S.A. | 93.601,4 |
| 75 | BRASIL PRIVATE EQUITY III - FIP | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 28.940,3 |
| 76 | BRASIL SUSTENTABILIDADE - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 136.809,1 |
| 77 | BRASOIL FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 72.047,3 |
| 78 | BRAZIL GOLDEN ART - BGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 40.610,8 |
| 79 | BRAZIL XXI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 434.215,0 |
| 80 | BRAZILIAN PRIVATE EQUITY IV - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 20.872,9 |
| 81 | BRB QAM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIO PARANÁ I | BRB DTVM SA | 982,5 |
| 82 | BRE/ALPHA - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 632.943,7 |
| 83 | BREOF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 28.500,8 |
| 84 | BRESCO FIP | CITIBANK DTVM SA | 196.676,2 |
| 85 | BRIO REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 16.156,9 |
| 86 | BROAD STREET BRAZIL INVESTMENTS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 32.189,0 |
| 87 | BROOKFIELD AMERICAS INFRASTRUCTURE (BRAZIL POWER) FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BROOKFIELD BRASIL ASSET MANAGEMENT INVESTIMENTOS LTDA | 509.841,5 |
| 88 | BROOKFIELD BRAZIL AGRILAND FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BROOKFIELD BRASIL ASSET MANAGEMENT INVESTIMENTOS LTDA | 518.740,5 |
| 89 | BROOKFIELD BRAZIL RETAIL FIP | BROOKFIELD BRASIL ASSET MANAGEMENT INVESTIMENTOS LTDA | 2.202.771,4 |
| 90 | BROOKFIELD BRAZIL TIMBER FIP | BROOKFIELD BRASIL ASSET MANAGEMENT INVESTIMENTOS LTDA | 704.669,0 |
| 91 | BRUTELLE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 83.690,2 |
| 92 | BRZ ALL - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 216.737,9 |
| 93 | BTC FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 936.661,8 |
| 94 | BTG PACTUAL E&P FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 2.278.832,4 |
| 95 | BTG PACTUAL ECONOMIA REAL FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 74.018,7 |
| 96 | BTG PACTUAL INFRAESTRUTURA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 66.428,2 |
| 97 | BTG PACTUAL OIL&GAS FIC FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 2.695.701,2 |
| 98 | BTG PACTUAL PRINCIPAL INVESTMENTS FIP | CITIBANK DTVM SA | 2.408.278,2 |
| 99 | BTG PACTUAL REAL ESTATE DEVELOPMENT FUND I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 6.983,4 |
| 100 | BTG PACTUAL SAÚDE FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 894.576,8 |
| 101 | BTG PACTUAL VANGUARDA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | - |
| 102 | BVIA FIP | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 665.006,0 |
| 103 | CAIXA FIP AMAZÔNIA ENERGIA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 1.178.214,6 |
| 104 | CAIXA FIP CEVIX | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 1.170.833,5 |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| 105 | CAIXA FIP SANEAMENTO | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 638.841,6 |
| 106 | CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MZO LOGÍSTICA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 34.189,8 |
| 107 | CAPITAL MEZANINO FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 185.093,2 |
| 108 | CAPITAL MEZANINO PRIVADO I FIP | INTRAG DTVM LTDA. | - |
| 109 | CAPITAL TECH II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 486,0 |
| 110 | CARMEL FIP | TENDÊNCIA ASSET MANAGEMENT LTDA. | 113.620,0 |
| 111 | CASA & VÍDEO FIP - CONTROLE | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 20.235,6 |
| 112 | CENTRAL VEREDAS - FIP | BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. | 5.566,9 |
| 113 | CONQUEST FIP | FOCO DTVM LTDA. | 155.685,9 |
| 114 | CORONFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 6.560,0 |
| 115 | COWAN FIP | BANCO MODAL SA | 399.653,8 |
| 116 | CRP BG FIP | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 2.906,2 |
| 117 | CRP EMPREENDEDOR - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 7.130,9 |
| 118 | CRP VII FIP | CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES | 195.002,4 |
| 119 | CRT FIP | OLIVEIRA TRUST DTVM S.A. | 23.239,9 |
| 120 | CSHG REALTY DEVELOPMENT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A. | 12.693,1 |
| 121 | CTS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 168.804,4 |
| 122 | CULTURINVEST FIP 1 - FIP | CULTURINVEST INVESTIMENTOS S/A | - |
| 123 | CYPRESS M3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | - |
| 124 | D2HFP - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 13.654,6 |
| 125 | DELTA FM&B FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 120.723,9 |
| 126 | DELTA III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 421.014,6 |
| 127 | DESENVIX FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 50.185,1 |
| 128 | DIBRA - FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 7.285.547,9 |
| 129 | DJL REAL ESTATE FIP | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 10.031,8 |
| 130 | DLM BRASIL TI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 51.195,7 |
| 131 | DONEC I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 75.836,5 |
| 132 | DXA EXCELSIOR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 3.050,3 |
| 133 | DXA WEAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 26.140,5 |
| 134 | DYNA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 98.684,9 |
| 135 | DYNA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 80.730,5 |
| 136 | DYNA III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 58.766,1 |
| 137 | DYNAMO BRASIL FIP | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 32.779,5 |
| 138 | ECO REALTY - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 24.972,6 |
| 139 | ECP DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO SEQUÓIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 40.267,8 |
| 140 | ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 75.021,3 |
| 141 | ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 45.302,0 |
| 142 | EDTECH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 2.883,8 |

| | | | |
|-----|--|--|-------------|
| 143 | EL PASO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 38.552,8 |
| 144 | ENERGIA PCH FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 802.767,4 |
| 145 | ENERP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | DAYCOVAL ASSET MANAGEMENT ADMINISTRACAO DE RECURSOS LTDA | 4.702,2 |
| 146 | EOS FIP I | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 6.480,5 |
| 147 | EOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES REAL ESTATE I | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 148 | ERTT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 136.508,8 |
| 149 | ESTRUTURA III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 262.770,3 |
| 150 | ETB FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 832.651,7 |
| 151 | EUCALYPTUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 133.204,3 |
| 152 | EVERGREEN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 9.853,3 |
| 153 | F ARTÉSIA SÉRIE AZUL IP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 59.026,1 |
| 154 | F PRIVATE EQUITY PDG IP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 57.600,7 |
| 155 | F TRIÂNGULO IP | LECCA GESTAO DE RECURSOS LTDA | 9.352,3 |
| 156 | FAMA PRIVATE EQUITY I - FIP | CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A. | 36.381,5 |
| 157 | FARO CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 83.692,0 |
| 158 | FDS PRÓSPERO I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 42.774,0 |
| 159 | FDS PROSPERO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 42.772,5 |
| 160 | FDS PRÓSPERO III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 42.773,1 |
| 161 | FDS PRÓSPERO IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 42.773,3 |
| 162 | FINANCIAL BSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 21.454,7 |
| 163 | FINANCIAL INVESTIMENTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | FINANCIAL CREDITO INVESTIMENTOS LTDA | 495.050,7 |
| 164 | FIP - BRASIL DE SERVIÇOS | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 18.642,2 |
| 165 | FIP - BRASIL DE VAREJO | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | - |
| 166 | FIP AMAZON | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 156.974,4 |
| 167 | FIP ARACUÍ | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 114.376,4 |
| 168 | FIP ARCO-IRIS | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 201.612,8 |
| 169 | FIP BCSUL VERAX 5 PLATINUM | BCSUL VERAX SERVICOS FINANCEIROS LTDA | 258.374,2 |
| 170 | FIP BCSUL VERAX EQUITY 1 | BCSUL VERAX SERVICOS FINANCEIROS LTDA | 207.767,6 |
| 171 | FIP BIRD | SOLIDUS SA CCVM | 46.878,3 |
| 172 | FIP BRASIL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 417.766,1 |
| 173 | FIP BRASIL ENERGIA | BANCO BRADESCO S.A. | 1.227.039,3 |
| 174 | FIP BRASIL EQUITY II | GRADUAL CCTVM S/A | 50.947,3 |
| 175 | FIP BRASIL ÓLEO & GÁS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 7.488,3 |
| 176 | FIP BRAZIL GROWTH AND DEVELOPMENT | BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL) S/A | 146.824,2 |
| 177 | FIP BRB - CORUMBÁ | BRB DTVM SA | 5.893,3 |
| 178 | FIP CAIXA AMBIENTAL | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 407.650,6 |
| 179 | FIP CAMIL | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 401.695,9 |
| 180 | FIP CEDRO | LECCA GESTAO DE RECURSOS LTDA | 36.883,4 |
| 181 | FIP CIMENTOS | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| 182 | FIP COLISEU | BANCO MODAL SA | 1.851.926,0 |
| 183 | FIP DA SERRA | INTRAG DTVM LTDA. | 1.887.281,5 |
| 184 | FIP DVA | BANCO MODAL SA | 112.114,0 |
| 185 | FIP ENSEADA | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 90.856,3 |
| 186 | FIP FIGAS | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 24.757,8 |
| 187 | FIP FRANCHISING VENTURES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 71.400,3 |
| 188 | FIP G3 BRASIL INVESTOR I | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 72.359,9 |
| 189 | FIP GGPAR | GOVERNANÇA & GESTÃO INVESTIMENTOS LTDA | 7.796,0 |
| 190 | FIP GOVERNANCA E GESTAO | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 139.156,7 |
| 191 | FIP LAKE | BANCO MODAL SA | 55.860,8 |
| 192 | FIP MMC | BANCO MODAL SA | 112.250,8 |
| 193 | FIP MULTISSETORIAL PLUS | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 662.762,6 |
| 194 | FIP NORDESTE ENERGIA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 22.598,0 |
| 195 | FIP ÓRCADAS | RLT INVESTIMENTOS LTDA | 5.712,3 |
| 196 | FIP PCP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 1.253.024,3 |
| 197 | FIP PROGRESSO | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 192.081,7 |
| 198 | FIP RAH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | DILLON S/A DTVM | 49.462,5 |
| 199 | FIP RIO CORPORATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 85.611,3 |
| 200 | FIP SOCCER BR 1 | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 50.358,5 |
| 201 | FIP TAG | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 21.744,5 |
| 202 | FIP TERRA VIVA - FIP | DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA | 271.049,7 |
| 203 | FIP TRAVESSIA | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 49.021,3 |
| 204 | FIP TREVISÓ - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 12.105,5 |
| 205 | FIP VELA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 71,7 |
| 206 | FIP VII-2 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 109.340,8 |
| 207 | FIP VITIS-VINIFERA | BANCO FATOR S/A | - |
| 208 | FIP VOLLUTO | SUL AMÉRICA INVESTIMENTOS DTVM S.A. | 614.159,2 |
| 209 | FIP VOTORANTIM WAREHOUSE | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 25.901,2 |
| 210 | FLORESTAL FUNDO DE INVESTIMENTOS PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 1.554.702,6 |
| 211 | FLORESTAS DO BRASIL FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 215.972,8 |
| 212 | FOCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EDUCACIONAL | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 2.066,1 |
| 213 | FORT FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 79.827,0 |
| 214 | FRETUS FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 2.427,3 |
| 215 | FS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 323.567,9 |
| 216 | FUNDO ARTESIA SERIE BRANCA DE INVEST.PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 12.381,0 |
| 217 | FUNDO ARTESIA SERIE VERDE DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 97.937,2 |
| 218 | F BRASCAN DE PETROLEO E GAS FIP | BRKB DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 71.871,8 |
| 219 | FUNDO BRASIL DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS - FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 254.381,7 |
| 220 | FUNDO DE DIAGNÓSTICOS PARA O BRASIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 28.270,6 |
| 221 | FUNDO DE EDUCAÇÃO PARA O BRASIL - FIP | PIP ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA | 479.744,7 |
| 222 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES DISCIPLINA | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 13.836,4 |
| 223 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - AMC | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 3.790,6 |
| 224 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 376.138,6 |

| | | | |
|-----|--|---|-----------|
| 225 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY II | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 26.249,4 |
| 226 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL DE PRIVATE EQUITY III | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 37.132,4 |
| 227 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO II | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 7.670,9 |
| 228 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO III | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 5.658,5 |
| 229 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO IV | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 73.743,3 |
| 230 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - LACAN FLORESTAL | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 52.644,9 |
| 231 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - SAFRA CAPITAL | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 6.410,4 |
| 232 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ADINVEST TECNOLOGIA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 233 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AJL | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 23.371,4 |
| 234 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ALEXANDRIA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 235 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ALFA 7 | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 6.813,9 |
| 236 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AMALFI | BANCO MODAL SA | 3.811,9 |
| 237 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AXON BRASIL PRIVATE EQUITY FUND II | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 221.929,7 |
| 238 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BALI | BANCO MODAL SA | 52.264,5 |
| 239 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BEIRA RIO | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 20.699,4 |
| 240 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BIOENERGIA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 625.692,3 |
| 241 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BIOTEC | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 37.707,5 |
| 242 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BPAC1 | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 467,4 |
| 243 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BPAC2 | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 467,0 |
| 244 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 115.056,8 |
| 245 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PETRÓLEO 2 | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 20.569,1 |
| 246 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PETRÓLEO I | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 71.621,0 |
| 247 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PLURAL II | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 5.182,3 |
| 248 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRASIL PLURAL III | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 7.976,9 |
| 249 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BRAVO | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 6.200,0 |
| 250 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BROPP 1 | BANCO PETRA S.A. | 21.708,4 |
| 251 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES BVPE PLAZA | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 98.700,8 |
| 252 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES C.A. | BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. | 26.711,4 |
| 253 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA AMSTERDAM | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 10,3 |
| 254 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA BARCELONA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 184.944,3 |
| 255 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA CYRELA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 18.165,8 |
| 256 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 44.263,4 |
| 257 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA MILÃO | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 13.669,0 |
| 258 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CAIXA VENEZA | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 51.950,2 |

| | | | |
|-----|---|---|-----------|
| 259 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES CAJATI | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 18.371,9 |
| 260 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CARIBE | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 320.424,0 |
| 261 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES COMP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 262 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES CRIATEC II | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 5.331,8 |
| 263 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES DEVELOPMENT FUND WAREHOUSE | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 88.672,5 |
| 264 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EBPARK | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 937,9 |
| 265 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM EMPRESAS SUSTENTÁVEIS NA AMAZÔNIA | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 6.472,5 |
| 266 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL I | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 91.753,2 |
| 267 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL II | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 131.573,2 |
| 268 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL III | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 129.487,8 |
| 269 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES EM INFRAESTRUTURA ANESSA | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 66.223,1 |
| 270 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA ENERGIAS RENOVÁVEIS | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 48.936,8 |
| 271 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA XP OMEGA I | CITIBANK DTVM SA | 108.158,6 |
| 272 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ESTORIL | BANCO MODAL SA | 68.189,6 |
| 273 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES EVOLUTION GLOBAL PARTNERS | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 8.990,5 |
| 274 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EXCLUSIVE REALTY I | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 14.988,4 |
| 275 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FELIX | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 56.044,2 |
| 276 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FKG I | BANCO PETRA S.A. | 60.348,1 |
| 277 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GALILEU | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 8.208,6 |
| 278 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GAMMA | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 203.389,6 |
| 279 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GENOMA I | BANCO PETRA S.A. | 85.881,1 |
| 280 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GENOMA II | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | - |
| 281 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES GIF IV REAL ESTATE | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 214.839,0 |
| 282 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GIF IV REAL ESTATE II | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 33.853,1 |
| 283 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GJ REAL ESTATE | BANCO MODAL SA | 3.311,1 |
| 284 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GREEN CAPITAL I | CITIBANK DTVM SA | 126.497,5 |
| 285 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GRP EMPREENDIMENTOS COMERCIAIS | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 286 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GX | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 4.174,8 |
| 287 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES IMOBILIARIA LATINI BERTOLETTI | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 288 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS CONEXT | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 289 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES IMPERA | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 58.698,6 |

| | | | |
|-----|---|---|-----------|
| 290 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INCUBE | BANCO MODAL SA | 1.951,6 |
| 291 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INSEED FIMA - FUNDO DE INOVAÇÃO EM MEIO AMBIENTE | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 4.366,1 |
| 292 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES INTEGRA | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 34.959,0 |
| 293 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ITACARÉ CAPITAL II | CITIBANK DTVM SA | - |
| 294 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES KINEA PRIVATE EQUITY II | CITIBANK DTVM SA | 125.460,9 |
| 295 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES KINEA PRIVATE EQUITY III | INTRAG DTVM LTDA. | 28.365,4 |
| 296 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES LATIN AMERICA | GRADUAL CCTVM S/A | 76.421,8 |
| 297 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES LIGNA | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 103.259,7 |
| 298 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES LSH | BRB DTVM SA | 152.212,1 |
| 299 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES MDMM | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 10.302,3 |
| 300 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MELROSE | BANCO MODAL SA | 132.677,1 |
| 301 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO BRASIL ENERGY | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 302 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO BRASIL MULTISSETORIAL | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 22.327,2 |
| 303 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES NSG BI | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 302.270,2 |
| 304 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES NSG VAREJO E ALIMENTAÇÃO | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 413.736,0 |
| 305 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES NUTRINVEST | BANCO MODAL SA | 88.382,3 |
| 306 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OAS EMPREENDIMENTOS | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 316.592,9 |
| 307 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OLIMPIA | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 989,0 |
| 308 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PACALU | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 113.945,7 |
| 309 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PERFORMA KEY DE INOVAÇÃO EM MEIO AMBIENTE | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 25.036,4 |
| 310 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PETRA | BANCO MODAL SA | 36.135,2 |
| 311 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PIANA | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 24.198,4 |
| 312 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PITANGA | INTRAG DTVM LTDA. | 2.023,2 |
| 313 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PLURAL CAPITAL SPORTS I | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 30.935,4 |
| 314 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PLURAL CAPITAL SPORTS II | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 21.151,4 |
| 315 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES PORTO CAIS MAUA | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 61.440,5 |
| 316 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES POTENTIA BIOENERGY | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 183.523,5 |
| 317 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PPN | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 46.499,0 |
| 318 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PUMA | GRADUAL CCTVM S/A | 30.109,7 |
| 319 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES QUARTZO | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 207.448,9 |
| 320 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RAVELLO | BANCO MODAL SA | 34.863,0 |
| 321 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES RB CAPITAL PORTFOLIO II | CITIBANK DTVM SA | 66.070,0 |
| 322 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RDP-BENX | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 10.762,2 |
| 323 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RG ESTALEIROS | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 561.497,4 |
| 324 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RPEV1BRAZIL | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 40.310,2 |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| 325 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SACCHARUM | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 33.786,6 |
| 326 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SANTANA | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 139.009,5 |
| 327 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SAÚDE | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 172.645,0 |
| 328 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SILVERSTONE | BANCO MODAL SA | 36.401,8 |
| 329 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SONDAS | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 4.155.766,6 |
| 330 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES TAHITI | BANCO MODAL SA | 5.475,1 |
| 331 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TERRA BRASIS RE 1 | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 26.879,0 |
| 332 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TERRA BRASIS RE 2 | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 11.959,1 |
| 333 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TRX DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO I | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 55.531,9 |
| 334 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TURISMO BRASIL | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 2.276,1 |
| 335 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TURQUESA | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 388.054,4 |
| 336 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES USINA INVEST MALLS | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 235.048,8 |
| 337 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM AGEM | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 617.197,3 |
| 338 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM BFT | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 86.344,1 |
| 339 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM PERFORMANCE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 4.791,8 |
| 340 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VP | BANCO MODAL SA | 198,2 |
| 341 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VRC CONSUMO 8 | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 60.348,3 |
| 342 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES VRC17 | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 74.743,0 |
| 343 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ZARAGOZA | BANCO MODAL SA | 27.871,0 |
| 344 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES ZEST PAR | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 2.750,6 |
| 345 | FUNDO DE INVESTIMENTO PARTICIPAÇÕES VOTORANTIM CELTA | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 129.158,4 |
| 346 | FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES - BRASIL EMPREENDIMENTOS | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 613.314,4 |
| 347 | FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES ADINVEST IMOBILIÁRIO | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 348 | FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES MEZANINO ÓLEO E GÁS INFRAESTRUTURA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 349 | FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES ORDEM | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 26.175,9 |
| 350 | FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES SITUS | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 8.816,9 |
| 351 | FUNDO DE RASTREAMENTO DE VEICULOS PARA O BRASIL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 33.512,0 |
| 352 | FUNDO DE SERVIÇOS LOGÍSTICOS PARA O BRASIL - FIP | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 213,2 |
| 353 | FUNDO GULF I DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 92.306,8 |
| 354 | FUNDO GULF II DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 153.218,2 |
| 355 | FUNDO JACUMÃ DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST DTVM S.A. | - |
| 356 | FUNDO RUBI DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LECCA GESTAO DE RECURSOS LTDA | 7.049,1 |
| 357 | FUNDO VICTORY DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES | DILLON S/A DTVM | 67.648,1 |
| 358 | G.A. BRASIL FIP | INTRAG DTVM LTDA. | |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| | | | 800,9 |
| 359 | G.A. BRASIL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 197.329,2 |
| 360 | G.A. BRASIL III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 245.560,4 |
| 361 | G5 BR INFRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 218.753,9 |
| 362 | G5 EVERCORE VENTURE CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 87,1 |
| 363 | G5 LABEL - FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 10.282,3 |
| 364 | G5 MARLIN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA SA | 73.464,8 |
| 365 | G5 PB PARTNERS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 68.571,2 |
| 366 | G5 PRÓTON FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 84.116,5 |
| 367 | G5 RS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 46.844,4 |
| 368 | G5 STAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA SA | 147.884,4 |
| 369 | GA BRASIL IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 361.225,1 |
| 370 | GA BRASIL V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 402.612,9 |
| 371 | GAMA FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 377.061,0 |
| 372 | GAMA I FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 373 | GAP HERITAGE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 374 | GAP REALTY I FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 5.773,8 |
| 375 | GAP REALTY II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 376 | GARDENS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 52.903,2 |
| 377 | GBX TIETÊ II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 132.004,4 |
| 378 | GCP I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 30.186,7 |
| 379 | GENERAL ATLANTIC FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 520.885,8 |
| 380 | GERA EDUCAÇÃO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 34.458,9 |
| 381 | GERADOR CONVIDA ARATU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 42.522,7 |
| 382 | GERIBÁ MCMV I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 14.964,7 |
| 383 | GESHEFT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 16.349,4 |
| 384 | GESTÃO E CRESCIMENTO I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 1.330.542,0 |
| 385 | GIF - III FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 349.310,4 |
| 386 | GIF I - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 11.968,4 |
| 387 | GIF II - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 133.303,1 |
| 388 | GIF IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 1.544.837,3 |
| 389 | GIF RUMO FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 200.312,4 |
| 390 | GJP FIP | CITIBANK DTVM SA | 1.328.842,6 |
| 391 | GLOBAL EQUITY AQUICULTURA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CITIBANK DTVM SA | 20.604,4 |
| 392 | GLOBAL EQUITY PROPERTIES FIP | CITIBANK DTVM SA | 844.237,7 |
| 393 | GMT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | |

| | | | |
|-----|---|--|-------------|
| | | | - |
| 394 | GP DESENVOLVIMENTO FIP | HSI - HEMISFÉRIO SUL INVESTIMENTOS S.A. | 43,9 |
| 395 | GP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 42.715,1 |
| 396 | GPCP4 FIP | GP INVESTIMENTOS LTDA | 17.063,4 |
| 397 | GPCP5 I - FIP | GP INVESTIMENTOS LTDA | 44.707,9 |
| 398 | GPRE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GPRE ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 184.125,0 |
| 399 | GRAVITAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 20.975,8 |
| 400 | GREEN CAPITAL PETRO FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 84.671,9 |
| 401 | GUARDEAQUI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. | 33.859,6 |
| 402 | H.I.G. BRASIL GROWTH - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 110.029,3 |
| 403 | H.I.G. BRASIL LBO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 32.692,8 |
| 404 | HAKA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 1.590,1 |
| 405 | HANKOE FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 1.008.246,8 |
| 406 | HMV FIP | BR PARTNERS GESTÃO DE RECURSOS LTDA | 78.012,3 |
| 407 | HOTEL VILLAGE DO LAGO - FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | - |
| 408 | HSI IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | HSI - HEMISFÉRIO SUL INVESTIMENTOS S.A. | 338.077,0 |
| 409 | HULA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 187.034,8 |
| 410 | HYDROS OPERAÇÕES INDUSTRIAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 1.440.038,5 |
| 411 | IBEX FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 185.683,4 |
| 412 | IDEE - FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 93.443,8 |
| 413 | IDEIASNET FIP I | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 415.904,8 |
| 414 | IDEIASNET FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES II | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 10.102,4 |
| 415 | IFC ALAC BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 71.977,8 |
| 416 | INCORTEL DESENVOLVIMENTO HOTELEIRO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 417 | INDÚSTRIAS SUCROALCOOLEIRAS FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 418 | INFINITY FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 516.250,1 |
| 419 | INFRA SANEAMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 237.372,9 |
| 420 | INFRABRASIL FIP | MANTIQU INVESTIMENTOS LTDA | 1.236.123,3 |
| 421 | INHAMBU II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 75.594,8 |
| 422 | INNOVA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 60.042,0 |
| 423 | INOVA EMPRESA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 10.005,6 |
| 424 | INOVAÇÃO PAULISTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 1.816,1 |
| 425 | INSIGHT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 133.822,5 |
| 426 | INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DE VAREJO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 182.706,1 |
| 427 | INVESTIDORES INSTITUCIONAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 67.202,1 |
| 428 | INVESTIDORES INSTITUCIONAIS III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 94.500,6 |
| 429 | INVESTIMENTOS FLORESTAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BROOKFIELD BRASIL ASSET MANAGEMENT INVESTIMENTOS LTDA | 1.279.055,6 |
| 430 | ITACOATIARA FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 217.871,2 |
| 431 | ITAÚNA BI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 17.574,8 |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| 432 | JK 360 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 131.736,0 |
| 433 | KBO REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 434 | KIMBERLITE FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPACOES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 40.253,1 |
| 435 | KINEA CO-INVESTIMENTO I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 150.721,6 |
| 436 | KINEA CO-INVESTIMENTO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 75.639,1 |
| 437 | KINEA I PRIVATE EQUITY FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 78.325,0 |
| 438 | KINEA I REAL ESTATE EQUITY FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 88.448,3 |
| 439 | L2 PARTICIPAÇÕES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BR PARTNERS GESTÃO DE RECURSOS LTDA | 140.947,6 |
| 440 | LAJOTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 542.882,7 |
| 441 | LANDMARK REAL ESTATE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 45.485,1 |
| 442 | LEBLON EQUITIES PARTNERS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 93.619,3 |
| 443 | LEBLON EQUITIES PARTNERS II-A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 14.741,2 |
| 444 | LEBLON EQUITIES PARTNERS V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 52.874,1 |
| 445 | LEBLON EQUITIES PARTNERS VII FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 3.867,9 |
| 446 | LEBLON EQUITIES VI - PMES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 447 | LOG 3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO BNP PARIBAS BRASIL S/A | 61.503,0 |
| 448 | LOGÍSTICA BRASIL - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 420.820,5 |
| 449 | LPP INVESTIMENTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 1.194.580,3 |
| 450 | LPP INVESTIMENTOS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 1.094.786,0 |
| 451 | MACROINVEST FROMAGE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 5.849,4 |
| 452 | MAG - FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 48.021,0 |
| 453 | MALLS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GERAÇÃO FUTURO CORRETORA DE VALORES S/A | 10.534,9 |
| 454 | MÁXIMA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | MAXIMA S/A CCTVM | - |
| 455 | MÁXIMA PRIVATE EQUITY III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | MAXIMA S/A CCTVM | 17.665,8 |
| 456 | MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO | MERCANTIL DO BRASIL DISTRIBUIDORA S/A TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS | 52.288,0 |
| 457 | MCAP CORES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 27.301,4 |
| 458 | MCL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 299.827,1 |
| 459 | MCP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 23.073,3 |
| 460 | MDC I FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 44.493,3 |
| 461 | MERITI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 22,4 |
| 462 | METODO FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 46.179,6 |
| 463 | MODAL I FIP | BANCO MODAL SA | 12.780,3 |
| 464 | MSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 4.960,1 |
| 465 | MSP FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 290.916,0 |
| 466 | MULTINACIONAL SUPPLY CHAIN FUND FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 467 | MULTINER FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 1.110.197,7 |
| 468 | MULTISETORIAL SUDESTE FIP | FOCO DTVM LTDA. | 32.355,1 |
| 469 | MYRTALES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | - |
| 470 | NALA FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 250.500,8 |

| | | | |
|-----|---|---|--------------|
| 471 | NEO CAPITAL MEZANINO FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 200.177,7 |
| 472 | NEO VISTA REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 18.057,6 |
| 473 | NORCON I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 204.217,6 |
| 474 | NORTE DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 475 | NORTE ENERGIA FIP | BANCO FATOR S/A | 31.801,6 |
| 476 | NORTHVIEW FIP | FOCO DTVM LTDA. | 12.386,5 |
| 477 | NOVA ENERGY I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 639.433,9 |
| 478 | NOVA ENERGY II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 479 | NOVA MILANO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 9.729,4 |
| 480 | NOVA MINERAÇÃO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 6.936,4 |
| 481 | OLEO E GAS FIP | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 288.983,6 |
| 482 | OP I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 29.376,3 |
| 483 | OPPORTUNITY AGRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 800.632,7 |
| 484 | OPPORTUNITY HOLDING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 437.077,3 |
| 485 | P2 BRASIL INFRAESTRUTURA FIP | P2 GESTÃO DE RECURSOS LTDA. | 1.381.279,9 |
| 486 | PAF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 37.345,5 |
| 487 | PANDINI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 91.789,1 |
| 488 | PÁTRIA - BRAZILIAN PRIVATE EQUITY III FIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 1.437.611,0 |
| 489 | PÁTRIA BRAZILIAN PRIVATE EQUITY FUND IV - FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 757.109,2 |
| 490 | PÁTRIA CARTÕES CORPORATIVOS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 15.837,8 |
| 491 | PÁTRIA ECONOMIA REAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES' | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 52.025,1 |
| 492 | PÁTRIA ENERGIA FIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 284.539,4 |
| 493 | PÁTRIA ENERGIA RENOVÁVEL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA | PIP ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA | 50.022,5 |
| 494 | PÁTRIA FIT - FIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 39.723,5 |
| 495 | PÁTRIA PRIVATE EQUITY FUND III CO-INVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 37.284,3 |
| 496 | PÁTRIA PRIVATE EQUITY II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 4.633,0 |
| 497 | PÁTRIA REAL ESTATE FIP | PIP ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA | 1.809,6 |
| 498 | PÁTRIA REAL ESTATE II - FIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 507.379,3 |
| 499 | PÁTRIA REAL ESTATE III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 143.917,6 |
| 500 | PÁTRIA SETORIAL I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 4.016,3 |
| 501 | PÁTRIA SETORIAL II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 30.361,3 |
| 502 | PÁTRIA SPECIAL OPPORTUNITIES I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 379.142,9 |
| 503 | PATRIARCA PRIVATE EQUITY FIP | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 7.158,3 |
| 504 | PATRIMONIAL BLUE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 1.636,0 |
| 505 | POLAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 139.543,4 |
| 506 | POLAR II FIP | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 11.331.546,3 |
| 507 | POLARIS FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 8.201,9 |

| | | | |
|-----|--|---|-------------|
| 508 | POLO CAPITAL V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 12.264,8 |
| 509 | POLO REAL ESTATE FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 34.418,8 |
| 510 | POLO REAL ESTATE II FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 511 | POLO REAL ESTATE III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 28.242,0 |
| 512 | POLO REAL IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 22.435,9 |
| 513 | PORT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 2.582,0 |
| 514 | PRIMUS REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 19.663,2 |
| 515 | PROPEL LPI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 11.345,6 |
| 516 | PROPEL NEOVILLE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 517 | PROSPERITAS I - FIP | HSI - HEMISFÉRIO SUL INVESTIMENTOS S.A. | 11.313,2 |
| 518 | PROSPERITAS II FIP | HSI - HEMISFÉRIO SUL INVESTIMENTOS S.A. | 414.680,5 |
| 519 | PROSPERITAS III FIP | HSI - HEMISFÉRIO SUL INVESTIMENTOS S.A. | 724.332,6 |
| 520 | PROYEK FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 12.196,4 |
| 521 | PYXIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 20.510,1 |
| 522 | QUANTUM - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 180.820,9 |
| 523 | RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 11.400,3 |
| 524 | RB CAPITAL FIP | RB CAPITAL INVESTIMENTOS LTDA | 219.989,4 |
| 525 | RB CAPITAL REAL ESTATE I - FIP | RB CAPITAL INVESTIMENTOS LTDA | 1.265,7 |
| 526 | RB CRÉDITO II FIP | RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA | 42.428,9 |
| 527 | REAL ESTATE BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 78.088,9 |
| 528 | REDENTOR FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 1.525.139,5 |
| 529 | RG SALAMANCA I FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 168.756,5 |
| 530 | RHPBK COINVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 141.237,1 |
| 531 | RI-AVIGNON FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 151.302,5 |
| 532 | RIO AGROBUSINESS FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 533 | RIO BRAVO ENERGIA I FIP | CAIXA ECONOMICA FEDERAL | 550.457,5 |
| 534 | RIO BRAVO INVESTECH I FIP | RIO BRAVO INVESTIMENTOS LTDA | 321,7 |
| 535 | RIO BRAVO INVESTIMENTOS FIP | RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DISTRIBUIDORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS LTDA | 186.412,1 |
| 536 | RIO ENERGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 66.636,6 |
| 537 | RIVIERA GR INDUSTRIAL FIP | BRB DTVM SA | 42.333,2 |
| 538 | RN INDÚSTRIA NAVAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 364.704,0 |
| 539 | ROVI INVEST FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 1.754.767,5 |
| 540 | RW BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 150.390,1 |
| 541 | SAGA PELICAN FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 54.903,7 |
| 542 | SAGA PIGEON FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 543 | SAGA URUBU FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 544 | SALAMANCA II - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 140.608,1 |
| 545 | SALAMANCA III - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 2.352,3 |
| 546 | SALMON FIP | CITIBANK DTVM SA | 105.224,9 |

| | | | |
|-----|--|---|-----------|
| 547 | SALUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 257.459,8 |
| 548 | SANEAMENTO 100% FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 14.273,9 |
| 549 | SANGOLD FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 4.993,6 |
| 550 | SANTA BÁRBARA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 227.974,8 |
| 551 | SANTA MARINA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 14.354,6 |
| 552 | SANTFATI FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 24.984,3 |
| 553 | SANTOS DUMONT - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 63,4 |
| 554 | SANTOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 649.936,7 |
| 555 | SÃO JOAQUIM FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 556 | SÃO MIGUEL - FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 154.781,1 |
| 557 | SÃO PEDRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 31.784,9 |
| 558 | SCARSDALE - FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 5.665,8 |
| 559 | SCG I FIP | CITIBANK DTVM SA | 173.188,9 |
| 560 | SCG II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 279.944,7 |
| 561 | SCG III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 310.184,9 |
| 562 | SCPL BRAZIL REAL ESTATE I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 391.225,1 |
| 563 | SELECTA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | - |
| 564 | SERRA AZUL FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 18.034,6 |
| 565 | SILVER LAKE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 114.240,6 |
| 566 | SKY BLUE FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 84.719,7 |
| 567 | SPARGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 568 | SPECTRA I - FUNDO DE INVESTIMENTO DE PARTICIPAÇÕES | SPECTRA INVESTIMENTOS LTDA | 2.747,3 |
| 569 | SQUADRA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 63.240,3 |
| 570 | SQUARESTONE BRASIL II (SB2) - FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 96.775,4 |
| 571 | STAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. | 650.671,7 |
| 572 | STARWOOD BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 300.705,9 |
| 573 | STRATUS SCP BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | - |
| 574 | TARPON FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I | CITIBANK DTVM SA | 26.977,0 |
| 575 | TB FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 111.928,3 |
| 576 | TCP INDUSTRIAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 41.676,7 |
| 577 | TECHCOM FUND I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 37.302,5 |
| 578 | TECON FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 10.931,8 |
| 579 | TEKBIO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 580 | TELE FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 581 | TELLES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OURO PRETO GESTÃO DE RECURSOS S.A. | 427.471,0 |
| 582 | TELLUS REAL ESTATE - FIP | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 70.452,1 |
| 583 | TELLUS REAL ESTATE II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | GRADUAL CCTVM S/A | 3.485,2 |

| | | | |
|-----|---|--|-------------|
| 584 | TFB FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 75.723,0 |
| 585 | TI AZUL XXI - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 8.271,8 |
| 586 | TI NTP - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 10.366,2 |
| 587 | TI OPC - FUNDO DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 86.109,7 |
| 588 | TI OPC 1 - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 16.125,4 |
| 589 | TIERRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 60.858,7 |
| 590 | TIRADENTES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 9.241,8 |
| 591 | TITANIUM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRA-ESTRUTURA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 632,2 |
| 592 | TMG II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 306.717,5 |
| 593 | TOSCANA II FIP | JS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS S/A | 80.788,5 |
| 594 | TOTEM FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES INFRAESTRUTURA, ÓLEO & GÁS | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 595 | TPG VI FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 201.757,8 |
| 596 | TREECORP FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I | BANCO PETRA S.A. | 2.761,1 |
| 597 | TREND BANK FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 49.988,8 |
| 598 | TRINDADE AD FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 19.163,7 |
| 599 | TRINDADE AF INVEST FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 1.752.241,9 |
| 600 | TRINDADE V & V FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 601 | TRINDADE VENTURES FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | - |
| 602 | TRISCORP ATIVOS FLORESTAIS FIP | NSG CAPITAL SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A | 147.617,6 |
| 603 | TRIVELLA GUARANI I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | 2.033,1 |
| 604 | TRIVELLA M3 FIP | STRATUS INVESTIMENTOS LTDA | 11.959,1 |
| 605 | TRX METROFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 22.808,0 |
| 606 | TRX PARQUES LOGISTICOS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 42.660,6 |
| 607 | TRX REALTY I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 111.199,6 |
| 608 | TRX REALTY II FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 13.662,8 |
| 609 | TRX REALTY III FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 18.433,7 |
| 610 | TRX REALTY IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 26.874,8 |
| 611 | TS COINVESTIMENTO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 113.748,7 |
| 612 | UNIVERSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | INTRAG DTVM LTDA. | 15.518,2 |
| 613 | URBIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | INTRAG DTVM LTDA. | 52.987,6 |
| 614 | VALE FLORESTAR FIP | CITIBANK DTVM SA | 598.970,2 |
| 615 | VEG FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 407,0 |
| 616 | VENEZA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | FOCO DTVM LTDA. | 465.964,9 |
| 617 | VIAJA BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | MAXIMA S/A CCTVM | 73.327,0 |
| 618 | VILA RICA I FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 30.232,4 |
| 619 | VINCI CAPITAL PARTNERS II A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 124.783,4 |
| 620 | VINCI CAPITAL PARTNERS II B FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 319.119,9 |

| | | | |
|--------------|--|--|----------------------|
| 621 | VINCI CAPITAL PARTNERS II C FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 80.561,9 |
| 622 | VINCI CAPITAL PARTNERS II D FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 245.404,4 |
| 623 | VINCI CAPITAL PARTNERS II F FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 230.566,5 |
| 624 | VINCI CAPITAL PARTNERS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 99.990,3 |
| 625 | VINCI CAPITAL PARTNERS II H FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 355.375,1 |
| 626 | VINCI CAPITAL PARTNERS II J FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 627 | VINCI REAL ESTATE A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 628 | VINCI REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 31.560,1 |
| 629 | VINCITORE FIP | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 493.830,1 |
| 630 | VIRTUOSE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 4.061,6 |
| 631 | VISION AGRO FIP | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 25,4 |
| 632 | VISION AGRO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 1.449,5 |
| 633 | VISTA REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 44.174,1 |
| 634 | VITÓRIA FIP | FOCO DTVM LTDA. | 336.541,2 |
| 635 | VN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 97.687,6 |
| 636 | VOX IMPACT INVESTING I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 10.529,4 |
| 637 | VSAP11 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 61.842,9 |
| 638 | VSAP21 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 82.334,7 |
| 639 | VSAP22 FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 640 | W7BZ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 50.250,2 |
| 641 | WANKA FIP | CITIBANK DTVM SA | 87.189,6 |
| 642 | WP X BRASIL FIP | CITIBANK DTVM SA | 163.419,4 |
| 643 | WP X OMEGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 382.352,5 |
| 644 | WP XI A FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES | CITIBANK DTVM SA | 113.564,8 |
| 645 | WP XI B - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 198.804,8 |
| 646 | XANGÔ - FIP | OLIVEIRA TRUST SERVICER S/A | 10.508,3 |
| 647 | XN FIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 2.250,0 |
| 648 | YAFO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 135.501,2 |
| 649 | ZMF FIP | CRV DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A | 716.569,6 |
| Total | | | 140.779.129,6 |

Fonte: CVM. Posição em 31.12.2013

ANEXO E

Quadro 5 - Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP)

| Nº | DENOMINAÇÃO DO FUNDO | ADMINISTRADOR | VALOR DO PL (R\$ mil) |
|----|--|---|--------------------------|
| 1 | ALL BLACKS FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 50.005,2 |
| 2 | ÁTICO FICFIP - ÁTICO GERAÇÃO DE ENERGIA | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 3 | ÁTICO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - ÁTICO FLORESTAL | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 36.582,1 |
| 4 | BRADSEG III FICFIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 38.078,0 |
| 5 | BRAZILIAN PRIVATE EQUITY IV - FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇ | PATRIA INVESTIMENTOS LTDA | 10.558,8 |
| 6 | BTG PACTUAL INFRAESTRUTURA II FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVEST. EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 69.102,7 |
| 7 | BTG PACTUAL PRINCIPAL INVESTMENTS FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICI | CITIBANK DTVM SA | 311.468,0 |
| 8 | ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL II FIQ DE FIP 2 | CITIBANK DTVM SA | - |
| 9 | ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | CITIBANK DTVM SA | 45.761,3 |
| 10 | FIC FIP JMF | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 781.248,8 |
| 11 | FIC FIP PRIVATE EQUITY 114 | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 19.717,7 |
| 12 | FIC PÁTRIA REAL ESTATE FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 660,2 |
| 13 | FICFIP PATRIA REAL ESTATE II | CITIBANK DTVM SA | 8.405,7 |
| 14 | FICFIP PATRIA REAL ESTATE TOP II | CITIBANK DTVM SA | 14.850,4 |
| 15 | FICFIP REAL ESTATE BRASIL | BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL) S/A | 27.178,8 |
| 16 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PÁTRIA PRIVATE EQUITY IV | CITIBANK DTVM SA | 4.296,4 |
| 17 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES AIRBORNE | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 6.297,5 |
| 18 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES KINEA PRIVATE EQUITY II | CITIBANK DTVM SA | 11.040,4 |
| 19 | FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES SONDAS | CITIBANK DTVM SA | 266.816,1 |
| 20 | GAMA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 21 | GARANTIA CRÉDITO VAREJO FIQFIP | RIO BRAVO INVESTIMENTOS - DISTRIBUIDORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS LTDA | 6.956,6 |
| 22 | GIF III FICFIP | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 502.249,5 |
| 23 | GIF IV FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BEM - DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. | 2.156.114,6 |
| 24 | GOVERNANÇA FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | LIONS TRUST ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA | 64.127,2 |
| 25 | HAMILTON LANE FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 12.557,6 |
| 26 | IDEIASNET FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES I | BRL TRUST SERVIÇOS FIDUCIÁRIOS E PARTICIPAÇÕES LTDA | 356.720,8 |
| 27 | INFRA PATRIMONIAL I FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BR-CAPITAL DTVM S.A. | 181.672,0 |
| 28 | ITAÚ PRIVATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DO FIP BRASIL PETRÓLEO 2 | INTRAG DTVM LTDA. | 5.543,0 |
| 29 | ITAU PRIVATE PATRIA REAL ESTATE III FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FIP | INTRAG DTVM LTDA. | 26.075,7 |

| | | | |
|---------------|--|---|--------------------|
| 30 | JACKSON - FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM | 240.011,0 |
| 31 | MERITI FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BANCO PETRA S.A. | 21,0 |
| 32 | NOVA I FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 490.222,2 |
| 33 | P2 BRASIL INFRAESTRUTURA FIQFIP | P2 GESTÃO DE RECURSOS LTDA. | 42.596,0 |
| 34 | P2 BRASIL INFRAESTRUTURA TEAM FIQFIP | P2 GESTÃO DE RECURSOS LTDA. | 18.654,6 |
| 35 | PÁTRIA REAL ESTATE II PRIVATE - FICFIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 232.410,6 |
| 36 | PÁTRIA REAL ESTATE III PRIVATE - FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 111.650,5 |
| 37 | PÁTRIA SPECIAL OPPORTUNITIES I TEAM - FIQFIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 24.831,0 |
| 38 | PÁTRIA SPECIAL OPPORTUNITIES I-FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO DE INVEST. EM PARTICIPAÇÃO | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 248.490,5 |
| 39 | PÁTRIA TEAM REAL ESTATE II - FIQFIP | PÁTRIA INVESTIMENTOS LTDA | 6.984,5 |
| 40 | PIRATININGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 123.703,1 |
| 41 | SPREZZATURA FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | - |
| 42 | VALÊNCIA FIC FIP | PLANNER CORRETORA DE VALORES SA | 10.861,8 |
| 43 | VINCI CAPITAL PARTNERS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. | 560.963,4 |
| 44 | VRC3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES | BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. | 60.323,5 |
| TOTAL: | | | 7.185.808,4 |

Fonte: CVM. Posição em 31.12.2013

ANEXO F

Quadro 6 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Renda Fixa

| Investimento | Limites | | |
|---|---------|-------|------|
| Títulos públicos federais | - | 100 % | |
| Títulos públicos estaduais e municipais | 80 % | | |
| Cotas de FIC/FI Curto Prazo, referenciado, renda fixa | | | |
| TVM de instituição financeira + poupança | | | |
| Organismo multilateral | | | |
| CCB + CCCB + notas promissórias | | | 20 % |
| NCE + CCE | | | 20 % |
| FIDC + FIC-FIDC | | | 20 % |
| CRI | | | 20 % |
| CCI (com garantia real) | | | 20 % |
| CPR + CDCA + CRA + WA | | | 20 % |
| TVM de companhias abertas * + securitizadoras | | | 20 % |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 7 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Renda Variável

| Investimento | Limites | |
|---|---------|------|
| Novo mercado | 70 % | 70 % |
| Nível II | 60 % | |
| Bovespa Mais | 50 % | |
| Nível I | 45 % | |
| Tradicional + Fundo de índice + Cota de fundos de ações* | 35 % | |
| SPE | 20 % | |
| Outros | 3 % | |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 8 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Investimentos Estruturados

| Investimento | Limites | |
|----------------------|---------|------|
| FIC-FIP, FIP | - | 20 % |
| FIEE | - | |
| Fundo Imobiliário | 10 % | |
| Fundo Multimercado * | 10 % | |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 9 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Investimentos no Exterior

| Investimento | Limite |
|----------------------------------|--------|
| Ativos em fundos de investimento | 10 % |
| FIDE | |
| Fundos de índice do exterior | |
| Mercosul, BDR | |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 10 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Imóveis

| Investimento | Limite |
|--|--------|
| Empreendimentos imobiliários (desenvolvimento) | 8 % |
| Aluguel e renda | |
| Outros | |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 11 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Operações com Participantes

| Investimento | Limite |
|---------------|--------|
| Empréstimo | 15 % |
| Financiamento | |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 12 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Alocação por emissor

| Emissor | Limite |
|---|--------|
| Tesouro Nacional | 100 % |
| Tesouro estadual ou municipal | 10 % |
| Instituição financeira | 20 % |
| Companhia aberta ou assemelhada | 10 % |
| Organismo multilateral | 10 % |
| Companhia securitizadora | 10 % |
| Patrocinador | 10 % |
| Outros emissores (PF / PJ) | 5 % |
| SPE | 10 % |
| FIDC / FICFIDC | 10 % |
| FIP, FIC-FIP, FIEE, FII, Fundo Multimercado * | 10 % |
| Fundos de índice, cotas de fundos * | 10 % |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 13 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Concentração por emissor

| Emissor | Limite |
|---|--------|
| Companhia aberta (capital votante ou total) | 25 % |
| SPE | 25 % |
| Patrimônio líquido de instituição financeira | 25 % |
| Fundos de índice | 25 % |
| FIP, FIC-FIP, FIEE, FII, Fundo Multimercado * | 25 % |
| Cotas de fundos * | 25 % |
| Fundo com investimento do exterior | 25 % |
| Fundos de índice no exterior | 25 % |

Fonte: SPC/MS (2009)

Quadro 14 – Limites da Resolução 3.792/2009 – Concentração por investimento

| Investimento | Limite |
|--|--------|
| Série de TVM | 25 % |
| Classe ou série de cotas de FIDC | 25 % |
| Empreendimento imobiliário (desenvolvimento) | 25 % |

Fonte: SPC/MS (2009)