



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Política Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Rodrigo Silva Suguino

**ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO ENTRE 15 FUNDOS DE
PREVIDÊNCIA. VALE A PENA O INVESTIMENTO?**

Brasília
2020

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Sérgio Antônio Andrade de Freitas
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Rodrigo Silva Suguino

**ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO ENTRE 15 FUNDOS DE
PREVIDÊNCIA. VALE A PENA O INVESTIMENTO?**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília, como requisito parcial à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e consequente obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Área: Finanças

Orientador(a): Prof^ª. Dra. Mariana Guerra

Brasília
2020

SR696a Silva Suguino, Rodrigo
ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO ENTRE 15 FUNDOS DE
PREVIDÊNCIA. VALE A PENA O INVESTIMENTO? / Rodrigo Silva
Suguino; orientador Mariana Guerra. -- Brasília, 2020.
32 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) --
Universidade de Brasília, 2020.

1. Contabilidade e Mercado Financeiro. 2. Finanças. I.
Guerra, Mariana, orient. II. Título.

Rodrigo Silva Suguino

ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO ENTRE 15 FUNDOS DE
PREVIDÊNCIA. VALE A PENA O INVESTIMENTO?

Trabalho de Conclusão de Curso
(Monografia) apresentado ao Departamento
de Ciências Contábeis e Atuariais da
Faculdade de Economia, Administração,
Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
como requisito parcial à obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Contábeis, sob a
orientação da Prof^a. Mariana Guerra

Aprovado em ____ de _____ de 2020.

Prof^a. Dra. Mariana Guerra
Orientadora

Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Professor - Examinador

Brasília - DF, Dezembro de 2020.

A Deus, o justificador da minha fé.

AGRADECIMENTOS

Agradeço meus pais que sempre me permitiram experimentar o amor fraterno de uma família dando me conforto, carinho e sobretudo apoio o qual não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa de minha vida.

Aos meus filhos Kiko César e Mei Satsuki os quais, sempre com muitos “lambeijos”, depositaram amor sincero e vitalidade para ter fé no amor.

E o que dizer a você Mariana Suguino? Gratidão pela paciência, pelo incentivo, pela força e principalmente por não desistir de mim. Valeu a pena toda distância, todo sofrimento, todas as renúncias... Valeu a pena esperar... Hoje estamos colhendo, juntos, os frutos do nosso empenho! Esta vitória é muito mais sua do que minha!!!

À minha orientadora Mariana Guerra, por acreditar em mim e não desistir do meu projeto, por sempre ter me incentivado em todos os momentos desde as primeiras orientações, e por me mostrar a força e a dedicação de uma professora, a ti dou minha eterna gratidão.

À Universidade de Brasília, que me permitiu viver momentos inesquecíveis e adquirir conhecimento que eu jamais teria imaginado, aos funcionários da instituição, os quais sem eles, nada disso seria possível.

RESUMO

O objetivo deste estudo é analisar fundos de previdência como alternativa segura, racional e sugestiva de investimento. O presente trabalho se alicerça a partir das crises previdenciárias observadas, a atual reforma da previdência já em exercício, e sua tentativa de ajuste para com o Estado de Bem-Estar Social. Para tratar a questão problema, realizou-se estudo exploratório fazendo uso da abordagem da teoria do portfólio. Desta maneira, optou-se por uma pesquisa descritiva, de revisão documental, com base nas lâminas de 15 fundos de investimentos, sendo eles atrelados a benchmarks específicos - CDI, IMAB e IBOVESPA - dos cinco maiores bancos brasileiros, compreendidos entre 2015 e 2019. Desta amostra, verificamos o índice de sharpe de cada um dos fundos a fim de mensurar o desempenho observado comparado a um ativo livre de risco. Adicionalmente, aplicamos a correlação de pearson entre os fundos e seus benchmarks com o objetivo de verificar a aderência entre a performance do fundo e seu respectivo marcador referencial. Por se tratar de uma amostra contendo fundos de relevante patrimônio líquido de instituições significativas no mercado financeiro, existia expectativa de maiores retornos. Contudo, a depender da classe dos fundos de previdência, os resultados da análise apontaram que nem sempre os fundos de previdência recompensam retornos desejáveis, trazendo a provocação sadia, vale a pena o investimento?

Palavras-chave: Fundos de Previdência; Finanças; Índice de Sharpe, Rentabilidade.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 - Prazos e Alíquotas Regressivas - 2018	18
Quadro 2 – Fundos de investimento previdenciários selecionados.....	20
Quadro 3 – Desempenho fundos de renda fixa	22
Quadro 4 – Desempenho fundos indexados à inflação.....	23
Quadro 5 – Desempenho fundos multimercado	24
Quadro 6 – Correlação com benchmarks de referência	25
Tabela 1 - Tabela Progressiva - 2018.....	17

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 Estado-providência e do bem-estar social.....	12
2.2 Sobre o sistema previdenciário	14
2.3 Sobre fundos de investimento.....	15
2.4 Comparação de desempenho e Teoria do Portfólio	18
3. METODOLOGIA	19
4. RESULTADOS	21
4.1 Desempenho dos fundos	21
4.2 Correlação entre desempenho dos fundos e seus benchmarks.....	24
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
6. REFERÊNCIAS	28

1. INTRODUÇÃO

Com a promulgação da Emenda Constitucional 103, oriunda da Proposta de Emenda à Constituição 6/19, importantes alterações foram empregadas no acesso a aposentadoria. Uma das mudanças de peso mais significativo se trata na fixação da idade mínima para aposentadoria: 65 anos para os homens e 62 anos para as mulheres. Outra mudança relevante se dá pelo novo cálculo do benefício. Antes o trabalhador tinha como base de cálculo para sua aposentadoria os 80% maiores salários percebidos durante a sua vida laboral. No atual modelo será levado em consideração a média de todos os salários auferidos. Além disto, se completados 20 anos de contribuição, os homens terão apenas 60% desta média percentual, este, que subirá 2% para cada ano a mais trabalhado. No caso das mulheres, para que haja o gozo do benefício, se exigirá 15 anos de trabalho (Mugnatto, 2019).

Para otimizar a transição entre a antiga regra com os efeitos da nova previdência e garantir renda acessória findo o período laboral, uma das alternativas é a poupança, em consonância com Modigliani (1986). Sua visão, a frente do tempo, já predizia que despesas correntes financiadas por déficit orçamentário tendem a ser pagas por gerações futuras, e, no caso, a previdência social do Estado tem apresentado tal comportamento. Dessa forma, a conclusão repousa na tese de que a poupança privada, sob um regime de capitalização, planejada em ciclos de vida, independente do financiamento do Estado e da dívida nacional, tende a acumular capital privado a um custo social semelhante aos retornos perdidos em função da má alocação de recurso de capital por parte do Estado.

O ato de moderar as despesas, sejam pessoais e/ou com dependentes, e destinar parte da renda subjacente não aplicada a serviços ou bens de consumo definem o significado de poupança. Mas a gênese da poupança e sua causa está atrelada à ideia de que jovens pouparão para, quando não puderem ou desejarem trabalhar, terem proventos para consumo. Assim, como alternativa e como causa da necessidade da poupança, a disponibilidade de diversos fundos previdenciários suscita a indagação sobre sua utilidade como investimento de qualidade (Deaton, 2005).

Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo analisar o desempenho de fundos de previdência administrados pelos cinco maiores bancos de varejo, separados conforme classificação: renda fixa puro, referenciados pelo índice de preços e multimercados. A questão problema que norteará a discussão: os fundos de previdência Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL) administrados por bancos são uma alternativa racional para investimento?

Para tanto, o presente trabalho está estruturado em seis seções, iniciando-se por esta introdução. O referencial teórico trás, como destaque, a teoria do portfólio para sustentação do estudo. A metodologia, na seção três, descreve o processo de coleta e análise de dados. Por fim, na seção quatro, os resultados serão apresentados e analisados, por meio dos quais fora possível observar a rentabilidade dos fundos de previdência como alternativa de escolha de investimento racional face o rol de produtos de investimentos. As considerações finais e as conclusões são apresentadas nas últimas duas seções.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estado-providência e do bem-estar social

Analisando o horizonte temporal sobre as evoluções do sistema previdenciário, verifica-se na Inglaterra, no final do século XVIII, a implantação de um sistema que buscava atender àqueles que retrocediam a essência de cidadão. Denominada de Poor Law, sua sistemática tinha como desígnio ajustar um ordenado assistencial com as necessidades sociais básicas para permitir a manutenção da condição de cidadão na Inglaterra (Cavalcante, 1999).

Já o Estado de Bem-estar social, conhecido como *Welfare State*, se deu a partir das séries de atuações experimentadas nos Estados Unidos pós-depressão de 1929, implementadas com o propósito de recuperar a economia norte americana. Descriminado como *New Deal*, esta foi a operação de maior caráter público de seguridade e proteção social até então (Fiori, 1997).

No Brasil a primeira experiência de uma representação de uma seguridade social se deu através da Lei Eloy Chaves de 1923. Nela a categoria dos trabalhadores ferroviários aportava recursos para cobertura de aposentadorias findo o período laboral e também cobriam benefícios póstumos aos familiares dos trabalhadores. Seu regime era o de capitalização tendo a empresa patronal como vinculante (Camarano, 2016).

De lá para os dias atuais, modernizações e avanços aconteceram a medida em que o perfil demográfico da população se alterava. O sistema tripartite – em que Estado, empregador e trabalhador financiam a previdência – fora devidamente legalizado somente na Constituição Federal de 1930, acarretando o surgimento de Institutos e Aposentadorias e Pensões das mais diversas entidades de classes dos trabalhadores. Atualmente, no sistema de seguridade brasileiro, a partir da promulgação da Lei Orgânica da Assistência Social, criou se o Benefício de Prestação Continuada (BPC) que é tomado no sentido mais estreito como o

benefício assistencial ou amparo assistencial. Seu alcance se dá pelo preenchimento cumulativo de 2 requisitos obrigatórios, o primeiro de ser idoso ou pessoa portadora de deficiência e o segundo de inexistir qualquer meio de subsistência (Fachin, 2011).

Para Ellery Junior e Bugarin (2001), a forma de distribuição de benefícios, sejam eles de caráter de seguridade ou de assistência social, possui inegável impacto sobre o bem estar da sociedade, envolvendo questões que vão desde a solidariedade entre as gerações até problemas de distribuição de renda. Há, entretanto, críticos sobre a qualidade dos benefícios gerados para a sociedade, sobretudo no regime de repartição, em que os contribuintes do sistema financiam a previdência dos que estejam em gozo de seu benefício. Isto se dá pelo fato da previdência alterar os juros do mercado, pois o padrão de consumo do beneficiado é alterado em relação seu ciclo de vida gerando pressão inflacionária. Além disso, introduz uma taxa tributária distorcida sobre os seus contribuintes, que reduz o estoque de capital, podendo este aumentar ou diminuir o consumo, em função da economia estar, ou não, numa situação de ineficiência dinâmica.

As críticas ao Estado provedor são alicerçadas em três justificativas. A primeira de que tal intervenção gera desequilíbrios orçamentários com consequência de inflação e desemprego, penaliza a atividade produtiva e declínio dos investimentos. A segunda alegação se respalda no argumento de que a busca pela redução das desigualdades geraria uma mão-de-obra desencorajada pela competitividade corrompendo a ética do trabalho. Por fim, o último pretexto é respaldado pela reflexão que o alto nível de regulação e intervenção do Estado estaria concebendo eminentes índices de totalitarismo e autoritarismo (Draibe, 1998). Tal cenário provocou a reflexão sobre até que ponto poderia se acreditar nos pilares do pacto social-democrata e nas promessas e capacidade de entrega dos governos acerca do Estado de bem-estar social (Guimarães, 2015).

Mais recentemente, adicionou-se à discussão as consequências do acelerado processo de globalização. As empresas elevaram cada vez mais seus níveis de mobilidade mitigando as instabilidades regionais. O aparato tecnológico, que permitiu cada vez mais a produção em escala com altos graus de eficiência, expurgou grande quantitativo de força de trabalho, provocou a sua precarização e fomentou o desemprego. Com isso, um dos resultados imediatos foi a diminuição de arrecadação e aumento das despesas do Estado, em função de um menor quantitativo de trabalhadores no setor formal e produtivo e consequente aumento de demanda por seguros desemprego, pagamento de benefícios sociais, entre outros. Como efeito, e consequência, trouxe austeridade e o esvaziamento do orçamento público para proteção social (Morais, 2013).

Tal fenômeno foi observado em países europeus considerados desenvolvidos. Lá o sistema produtivo local demandava por maiores incentivos traduzidos na forma de subsídios, e o sistema financeiro que financiava as demandas e possuía em tesouraria grandes quantitativos de títulos da dívida pública, não simpatizava pelas garantias de liquidez do Estado. Nesta disputa de alçadas, com o conseqüente desequilíbrio das contas públicas, concluiu-se pela inviabilidade de aumento da arrecadação do estado através de espécies tributárias, pois seu efeito causaria desestímulo do setor produtivo ao invés de incentivá-los. Segundo Teixeira (2011), uma das alternativas encontradas, mais uma vez, foram medidas de austeridade e controle de gasto social.

Nesse histórico, as crises previdenciárias, em geral, apresentam um conjunto de sintomas até a sua deflagração. No Brasil, o dispêndio federal aumentou 41% acima do crescimento do seu PIB gerando uma perturbação no orçamento (Salomão, 2010). Outro exemplo a ser considerado, a Itália, que alcançou a segunda maior dívida europeia, na ordem de 121% do PIB, atrás apenas da Grécia e Japão dentre os países considerados desenvolvidos (Antunes, 2011).

Tem se ainda a experiência no setor previdenciário do Chile. Sendo o primeiro país a privatizar seu sistema previdenciário, o Chile adotou um regime de capitalização individual gerido por empresas privadas. Cada trabalhador fazia a sua poupança e entregava a um gestor privado não menos que 10% do salário por no mínimo 20 anos. Passados 35 anos da sua implantação, o novo modelo começou a conceber os seus primeiros aposentados e, para examinação, 90% passaram a receber menos de 149.435 pesos, o equivalente a R\$694,08. Vale lembrar que o salário-mínimo chileno é de 264 mil pesos, ou aproximadamente, R\$ 1.226,20, dados de 2015 (Oliveira, 2019).

2.2 Sobre o sistema previdenciário brasileiro

Hoje, o sistema previdenciário brasileiro possui dois modelos: um geral, de caráter obrigatório, e um complementar, que é facultativo (Moraes, Famá e Kayo, 2010). No modelo geral estão o regime geral de previdência social (RGPS), destinado aos empregados, empresários, autônomos, avulsos e trabalhadores especiais; e o regime próprio de previdência social (RPPS), voltado para os servidores públicos e militares que não se encontram filiados ao RGPS. Já a previdência complementar é facultativa e organizada de forma autônoma em relação ao RGPS e ao RPPS (Lima; Guimarães, 2016).

Diferente do regime geral de previdência social (RGPS e RPPS), em que o depósito do trabalhador é compulsório, o regime de previdência complementar (RPC) oferece proteção acessória e adicional, além de complementar o benefício do segurado no momento de gozo da aposentadoria. A adesão ao RPC, de forma facultativa, é dotada de uma sistemática de formação de poupança, que será capitalizada ao longo do tempo para conseqüentemente formação de reserva (Camarano, 2016).

Existem duas subdivisões dentro deste sistema: o aberto e o fechado. No primeiro, entidades privadas ou Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) administram os recursos pelos membros ali depositados e são acessíveis a qualquer pessoa física. Atualmente, bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários tem ofertado o regime. No segundo, o fechado ou Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), para a sua adesão, é necessário o vínculo empregatício com o patrocinador (empresa empregadora), é conhecido popularmente como Fundos de Pensão (Brasil, 1988).

Dentre os planos por sobrevivência da previdência de uma EAPC, existem dois tipos, o VGBL (Vida Gerador de Benefício Livre) e o PGBL (Plano Gerador de Benefício Livre). A semelhança é que ambos permitem, após um período de acumulação, escolher comprar renda vitalícia, por período determinado, ou um pagamento único ao beneficiário. Por sua vez, a diferença encontra-se na abordagem tributária. Nos dois planos o fato gerador de incidência do imposto de renda acontecerá somente no resgate. Contudo, no VGBL tal tributação incorrerá apenas sobre o ganho de capital; no PGBL, sobre todo o valor que será percebido de renda ou resgatado (SUSEP, 2020).

Apesar de aparente desvantagem do PGBL em relação ao VGBL, cabe destacar que, para aqueles que realizam de forma completa a sua declaração de ajuste anual de imposto de renda, as contribuições mensais no PGBL poderão levar a dedução de até 12% sobre sua renda bruta anual para fins de apuração de imposto de renda (SUSEP, 2020).

Outra característica singular é a impossibilidade de transferência entre planos, ou seja, de um VGBL para um PGBL e vice-versa. Permanecendo a intenção de mudança de planos, o investidor deverá necessariamente resgatar seu saldo acumulado para aplicação na outra modalidade de plano (SUSEP, 2020).

2.3 Sobre fundos de investimento

O primeiro fundo que se tem notícia no Brasil, conforme Gimenes (2015), teve início em 18 de janeiro de 1957. Nesta época não existia a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

e tampouco a Lei 6.404/76 (conhecida como Lei das S.A.). Por nome de CRESCINCO (Fundo Brasileiro de participações industriais e comerciais), administrado pelo grupo Rockefeller, tinha como objetivo permitir que a classe média brasileira alcançasse o mercado de capitais. Em seguida uma empresa, por nome de Deltec, existente no mercado e conhecida por vender ações das automobilísticas instaladas no Brasil projetou mais 4 fundos subsequentes.

O grande suporte ao crescimento da indústria de fundos teve origem no Decreto Lei n. 157 de 1967 durante o regime militar. Havia incentivo aos que recolhiam impostos com dedução de 10% para pessoas físicas e 5% para pessoas jurídicas aos quais seriam depositados em instituições financeiras com a finalidade de comprar ações e debêntures (Azevedo, 2007).

Desde sua criação, verificou-se crescimento vertiginoso com o passar do tempo. Em janeiro 1996, o somatório dos recursos alocados em fundos de investimentos era aproximadamente de R\$ 73,1 bilhões. Passados apenas dois anos e seis meses desde janeiro de 1996, aferiu-se crescimento de 88,2% no aporte de novos recursos em fundos de investimentos, alcançando o montante total de 137,6 bilhões de reais (Oliveira Filho, 1999).

Para dar uma noção da dimensão do Patrimônio Líquido (PL) dos fundos de investimento, comparado com a dívida pública brasileira, que em agosto de 2019 ultrapassou a marca dos 4 trilhões de reais. Em maio, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), os PLs dos fundos de investimentos, por sua vez, alcançaram a marca de 5 trilhões de reais.

Dentre as categorias de fundos de investimentos que subiram o seu patrimônio líquido, chama a atenção os da classe previdenciária. Entre 2002 e 2012, o patrimônio dos planos de previdência cresceu 37 vezes. Alguns fatos contribuíram para o progresso, tais como; o melhoramento na regulação do setor, sobretudo na década de 90, quando percebeu a consolidação dos fundos de previdência aberta como os PGBLs e VGBLs; e as regras aperfeiçoadas nos fundos de pensões, além de benefícios fiscais, os quais fomentaram a formação da poupança previdenciária (Filgueiras, 2012).

Em função da administração ser especializada na gestão monetária do fundo, o gestor poderá aplicar dispêndio aos cotistas pelos seus serviços prestados. Tal cobrança, regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central, incide sobre todo o capital até mesmo dos rendimentos. O percentual a ser aplicado pelo plano deverá necessariamente ser autorizado pela SUSEP (ANBIMA, 2020).

Sobre as taxas de carregamento, aplicadas para desestimular resgates prematuros de curtíssimo prazo, tem-se que essas são cobradas pelas instituições financeiras, sendo

destinadas ao custeio de emissão de documentos, despesas administrativas, despesas de pessoal, entre outros. Atualmente, em função de elevado grau de concorrência, verifica-se a incidência de taxas cada vez menores, muito embora a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP permita cobrar até 10% de carregamento (ANBIMA. 2020).

O mercado adota a taxa de carregamento de três formas diferentes a depender do plano contratado. Atualmente podem ser de forma antecipada, no momento em que há o aporte de capital a taxa de carregamento é arrecadada; postecipada, cuja a incidência da taxa englobará somente os casos de resgate ou portabilidade para outros planos; e por fim, de forma híbrida, permitindo a cobrança tanto no aporte tanto como no resgate. Em geral, o mercado negocia essa taxa em função do volume aplicado, sendo menor a sua alíquota quanto maior o volume investido (ANBIMA, 2020).

Acerca da tributação, quando o horizonte temporal de investimento for com visão de curto prazo, recomenda-se a escolha pelo regime progressivo. Outra informação relevante é para aqueles cuja percepção de renda mensal esteja enquadrada na faixa de isenção. Isso se dá pelo fato de que o tributo a ser recolhido obedece a tabela vigente já aplicadas aos salários (variam de zero a 27,5%, conforme Tabela 1).

Tabela 1 - Tabela Progressiva - IRPF

Base de Cálculo (R\$)	Alíquota (%)	Valor do IRPF (R\$)
Até 1.903,98	–	–
De 1.903,99 até 2.826,65	7,5	De 142,80 até 212
De 2.826,66 até 3.751,55	15	De 354,80 até 562,66
De 3.751,06 até 4.664,68	22,5	De 636,13 até 1.049,55
Acima de 4.664,68	27,5	A partir de 1.282,79

Fonte: Receita Federal do Brasil – RFB (2020).

Vale lembrar que, no resgate, para o VGBL, o recolhimento compulsório será de 15%, sobre os rendimentos e, posteriormente na declaração de ajuste anual do imposto de renda, as diferenças deverão ser compensadas. Já no PGDL, a incidência do imposto de renda será sobre todo o capital acumulado quando o resgate for efetuado, seja ele parcial ou total (SUSEP, 2020).

Na tributação regressiva, quanto maior o tempo de investimento, menor a alíquota incidente sobre o capital acumulado. Para aqueles que possuem visão de longo prazo observa-se a possibilidade de alcance do piso que é de 10% de tributação (SUSEP, 2020). O comportamento da alíquota obedece aos prazos apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 - Prazos e Alíquotas Regressivas - 2018

PRAZO DE ACUMULAÇÃO	ALÍQUOTA RETIDA NA FONTE (%)
Até 02 anos	35
Acima de 02 anos e até 04 anos	30
Acima de 04 anos e até 06 anos	25
Acima de 06 anos e até 08 anos	20
Acima de 08 anos e até 10 anos	15
Acima de 10 anos	10

Fonte: Receita Federal do Brasil – RFB (2020).

2.4 Comparação de desempenho e Teoria do Portfólio

Os patrimônios dos fundos de investimentos podem ter uma rica diversificação de ativos em sua composição ou não. Os gestores dos fundos fundamentam suas decisões na escolha dos ativos a serem investidos a partir dos estudos da análise dos títulos, análise das carteiras e, por fim, a seleção da carteira a ser investida.

Ainda que o risco de um ativo, esteja ele numa carteira ou de forma isolada, assemelhe ser igual, a Teoria do Portfólio pronuncia que os riscos podem apresentar níveis diferentes para um mesmo ativo. A evidência disto se dá pela forma como os seus ativos se correlacionam entre si dentro de uma carteira, ou seja, o modo como esses ativos desempenham em conjunto é tão significante quanto os seus riscos e resultados individuais, daí a importância da diversificação da carteira (Assaf Neto, 2003).

Quando Harry Markowitz publicou seu manuscrito em 1952, a técnica de diversificação dos ativos permitiu a redução ou até a eliminação total do risco não sistemático. Seu modelo, nesse sentido, enfoca a análise principal dos riscos, das quais variância e desvio-padrão são os seus componentes, e o retorno representado pela média (valor esperado) (Markowitz, 1952).

A hipótese criada por Markowitz (1952) sugere que deve haver uma carteira que maximiza o retorno esperado com consequente minimização do risco. Esta deverá ser, portanto, a carteira de investimento ideal para o investidor, segundo sua função utilidade. A combinação de todos os ativos com exposição ao risco traria como consequência uma curva intitulada de fronteira eficiente. Nela encontram-se o conjunto de carteiras, denominadas de carteiras eficientes, que apresenta a melhor relação risco e retorno (Silva, 2011).

Entender puramente a sistemática risco e retorno pode não ser suficientemente o bastante para comparação de desempenho de ativos ou das carteiras. Afinal, numa carteira existem, conforme a diversificação, ativos com diferentes graus de risco e também ativos livres de risco. Nisto, o Índice de Sharpe (IS) aperfeiçoa o modelo de decisão, pois trás o

retorno médio em excesso da taxa livre de risco por unidade de risco total. Desta forma, entende-se que quanto maior o IS, mais eficiente o desempenho apropriado ao risco. O inverso, IS negativos, por sua vez, permite compreender que a composição da carteira de ativos não justifica sua formação, afinal racional seria se esta fosse formada apenas por ativos livres de risco (Silva, 2020).

A literatura revela que o estudo sobre desempenho apresentam como a comparação mínima entre os ativos e/ou carteira com àqueles livres de risco. Outros escritos já trazem comparações com desempenhos do mercado aplicando a modelagem *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para alcançarem o retorno mínimo esperado. Por fim, verifica-se também na bibliografia acadêmica que é utilizado o alfa de Jensen para apurar o retorno médio extravasado entre o retorno médio esperado, calculado pelo CAPM, e o retorno médio real obtido pelo ativo. Quando este saldo positiva é observada a habilidade dos gestores na escolha e composição da carteira, sendo o seu inverso verdadeiro (Soares; Campani, 2020).

Soares e Campani (2020) analisaram o desempenho dos fundos de PGBL e VGBL administradas por seguradoras puras e pelos grandes bancos de varejo. Auferiram concomitantemente a influência da taxa de administração e tamanho dos fundos sobre o seu desempenho e concluíram que os fundos maiores apresentaram retornos líquidos mais altos; taxas de administração mais elevadas não justificam a escolha por investimento do fundo; houve perda de capital investido nos fundos que optaram por investir em ações.

Já Lopes e Furtado (2006) provaram que a inclusão de *private equity* (fundos que investem em empresas de capital fechado), *venture capital* (empresas de até médio porte com alto potencial de crescimento, mas muito novas e baixo faturamento) e mezaninos (híbrido de dívida e participação que dá ao credor os direitos de converter a dívida em uma propriedade ou participação societária na empresa) nos investimentos dos fundos fechados apresentam excelente oportunidade de diversificação.

De acordo com os exemplos supracitados, observa-se ganhos de performance nos fundos de investimentos quando, através da abordagem da fronteira eficiente e diversificação, adiciona determinada classe de ativos em sua carteira de portfólio.

3. METODOLOGIA

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, com o objetivo de identificar a existência de relações variáveis entre o desempenho de determinados fundos de investimentos com três benchmarks, segundo a classe dos fundos escolhidos, o CDI, o IMA-B e o

IBOVESPA. No que tange ao método utilizado, definiu-se por executar uma pesquisa documental, a partir das lâminas dos fundos de investimentos em um horizonte temporal compreendido entre 2015 a 2019. Foram aplicados testes estatísticos de correlação de Pearson entre o desempenho dos fundos e os indicadores de referência.

Adicionalmente, calculou-se o índice de Sharpe de cada fundo escolhido, de modo a subsidiar os objetivos apontados sobre a racionalidade de decisão sobre a alocação de investimentos em fundos previdenciários. Por meio do índice Sharp, calcula-se o retorno médio obtido em excesso da taxa livre de risco por unidade de risco total (Sharpe, 1994). Para a Teoria do Portfólio (Assaf Neto, 2003), em que se assume que melhores investimentos são aqueles cujo retorno sejam maiores, apresentando menores riscos possíveis, o cálculo de tal índice se torna relevante.

Quinze fundos de Investimento Previdenciários (ver Quadro 2) foram selecionados dos cinco maiores bancos brasileiros, segundo Banco Central do Brasil, levando em consideração o Resultado Líquido da data base de dezembro de 2019. Os dados dos fundos de investimento foram fornecidos pela MAIS RETORNO. A série histórica de desempenho fora delimitada entre janeiro de 2015 até dezembro de 2019 totalizando 60 observações mensais.

Quadro 2 – Fundos de investimento previdenciários selecionados

Classe	Nome Social do Fundo	Gestor
Renda fixa	BRASILPREV RT CLÁSSICO FIC FI RF	BB GESTAO DE RECURSOS DTVM S.A
	ITAU FLEXPREV ULTRA RF FIC FI	ITAU UNIBANCO S.A.
	BRADESCO H FIC FI RF PGBL\VGBL ATIVO	BANCO BRADESCO S.A.
	SANTANDER FIC FI XVI RF CP	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
	FIC FI PREVIDENCIARIO CAIXA PREVINVEST RF CP 150	CAIXA ECONOMICA FEDERAL
Índice de preços	BRASILPREV TOP INFLAÇÃO	BB GESTAO DE RECURSOS DTVM S.A
	ITAU FLEXPREV MASTER ÍNDICE PREÇO RF FIC	ITAU UNIBANCO S.A.
	BRADESCO FIC FI RF INFLAÇÃO LONGA	BANCO BRADESCO S.A.
	SANTANDER FIC FI INFLAÇÃO RF	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
	FI PREVIDENCIÁRIO CAIXA PREVINVEST ÍNDICE PREÇOS RF	CAIXA ECONOMICA FEDERAL
Renda variável 49	BRASILPREV MULTIMERCADO DIVIDENDOS I FIC FI	BB GESTAO DE RECURSOS DTVM S.A
	ITAU FLEXPREV PREMIUM V40 MULTIMERCADO FIC FI	ITAU UNIBANCO S.A.
	BRADESCO FIC FIM PGBL/VGBL V49/30	BANCO BRADESCO S.A.
	SANTANDER FIC FI 49 III MULTIMERCADO CP	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
	FI PREVIDENCIÁRIO CAIXA PREVINVEST MULTIMERCADO RV 49	CAIXA ECONOMICA FEDERAL

Fonte: elaboração própria.

Tais fundos foram subdivididos em 3 classes: dois conservadores, cuja composição se dá por instrumentos de renda fixa, a saber **Renda Fixa** e **Índice de Preços (NTN-B's – TESOIRO IPCA)**; e um agressivo, **Renda Variável até 49% da composição da carteira**, podendo investir em até 49% de ações (Campani, 2018), conforme composição da carteira.

Uma vez definido os parâmetros de desempenho comparativo, dos fundos analisados, obtiveram-se os percentuais de rentabilidade confrontado com os benchmarks CDI, IMA-B e IBOVESPA. Não obstante, acrescentou-se, a título de suporte na análise comparativa, o Índice de Sharpe das amostras. Foi constituída uma planilha com todas as informações supracitadas dos respectivos fundos analisados, entre os períodos de 2015 a 2019.

O índice de Sharpe, ferramenta de elevada utilidade do mercado financeiro, é utilizada na avaliação de fundos de investimento. De forma matemática, o índice (IS) é calculado pela razão entre o retorno do fundo (R_p) menos o retorno do ativo livre de risco (R_f) pelo desvio padrão do fundo ou sua volatilidade (σ_p) (Varga, 2001), conforme equação abaixo.

$$IS = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Para fins de análise, quanto maior o índice de Sharpe, melhor desempenho terá *performado* o fundo, pois este apresentará maiores retornos face os riscos apresentados, portanto mais competente e eficiente significará. Deste modo a aplicação para níveis de comparação se dará para fundos de mesma classe.

4. RESULTADOS

4.1 Desempenho dos fundos

Os fundos de Renda Fixa analisados eram de classificação conservadora e possuíam no mínimo 80% do seu patrimônio líquido em ativos de Renda Fixa expostos a variação da taxa SELIC. Tais fundos apresentaram patrimônio líquido (PL) médio de doze meses superiores a R\$ 500 milhões.

A conjectura do estudo era de que, em função dos fundos possuírem majoritariamente títulos públicos federais de renda fixa, o desempenho apresentado fosse igual ou superior ao desempenho do CDI para o período. Verificaram-se apenas 6 situações, dentre os fundos analisados, que apresentaram performance superior ao CDI do período, a saber: Santander em

2016; Bradesco e Santander em 2017; e Itaú, Bradesco e Santander, em 2019. No acumulado, apenas o Gestor do Fundo Santander conseguiu superar seu benchmarking (ver Quadro 3).

Nas lâminas dos fundos de investimentos, o gestor relata estratégia de posição de carteira, o que ocasiona as variações para menor nos desempenhos dos fundos. A taxa de administração e o recolhimento antecipado de Imposto de Renda (IR), denominado de “come-cotas”, são um dos determinantes para a performance apresentada.

Na análise dos Índices de Sharpe dos fundos de Renda Fixa (ver Quadro 3), por sua vez, observa-se que não há desempenho satisfatório que justifique a escolha pelos fundos em detrimento dos ativos livres de risco, o que traz provocação sadia sobre o porquê destes fundos como decisão racional para investimento.

Quadro 3 – Desempenho fundos de renda fixa

FUNDO DE PREVIDÊNCIA	RETORNO ANUAL %					
	2015	2016	2017	2018	2019	ACUM
BRASILPREV RT CLÁSSICO FIC FI RF	12,28	12,66	9,17	5,66	5,22	53,46
ITAU FLEXPREV ULTRA RF FIC FI	11,42	13,24	9,20	5,17	6,09	53,65
BRADESCO H FIC FI RF PGBL\VGBL ATIVO	11,27	14,17	10,29	5,52	7,12	58,30
SANTANDER FIC FI XVI RF CP	12,21	14,52	10,23	6,33	6,71	60,65
FIC FI PREVIDENCIARIO CAIXA PREVINVEST RF CP 150	11,97	12,68	8,69	4,99	5,11	51,27
CDI	13,47	14,18	10,11	6,58	5,85	59,98
FUNDO DE PREVIDÊNCIA	ÍNDICE DE SHARPE					
	2015	2016	2017	2018	2019	
BRASILPREV RT CLÁSSICO FIC FI RF	-3,43	-7,56	-1,52	-5,75	-3,13	
ITAU FLEXPREV ULTRA RF FIC FI	-3,43	-2,05	-1,16	-1,40	0,11	
BRADESCO H FIC FI RF PGBL\VGBL ATIVO	-1,35	-0,03	0,22	-0,88	1,18	
SANTANDER FIC FI XVI RF CP	-1,50	0,65	0,15	-0,30	0,96	
FIC FI PREVIDENCIARIO CAIXA PREVINVEST RF CP 150	-4,52	-8,06	-2,29	-11,32	-2,20	

Fonte: elaboração própria.

Sobre os fundos indexados à inflação e analisados no presente estudo, tem-se que possuíam no mínimo 80% do seu patrimônio líquido em Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B), podendo esta apresentar remuneração de juros semestral ou não. Todos os fundos elencados apresentaram patrimônio líquido médio de doze meses superiores a R\$ 900 milhões.

Os resultados apresentados no Quadro 4 indicam que, para tais fundos indexados à inflação, houve uma maior aderência sobre o desempenho apresentado versus seu benchmark. Sabe-se que a carteira de desses fundos, conforme mencionado, são compostas majoritariamente pelas NTN-Bs, cuja sistemática de remuneração é o IPCA do período mais sobre-preço até a data de vencimento. No recorte temporal, Itaú experimentou 3

oportunidades superiores ao benchmarking - 2016, 2018 e 2019 -, BB, CEF e Bradesco em 2, sendo os dois primeiros em 2015 e 2017 e o último em 2017 e 2018, e Santander somente em 2015.

Na análise dos Índices de Sharpe dos fundos indexados à inflação (ver Quadro 4), com exceção do ano de 2015, os índices foram positivos. O melhor ano para tais fundos foi 2019, quando paralelamente houve redução sistemática da taxa SELIC e, com a marcação a mercado, houve valorização das cotas destes fundos.

Quadro 4 – Desempenho fundos indexados à inflação

FUNDO DE PREVIDÊNCIA	RETORNO ANUAL %					
	2015	2016	2017	2018	2019	ACUM
BRASILPREV TOP INFLAÇÃO	15,42	15,42	12,65	9,89	13,14	86,44
ITAU FLEX PREV MASTER INDICE DE PREÇOS	5,09	27,32	10,82	12,48	24,62	107,68
BRADESCO FIC RF INFLAÇÃO LONGA	7,88	23,85	12,24	12,49	22,36	106,26
SANTANDER FIC INFLAÇÃO	13,72	13,74	10,94	8,23	11,44	72,95
CAIXA PREVINVEST INDICE DE PREÇOS	8,82	24,53	12,70	8,44	15,15	90,59
IMA-B	8,79	24,61	12,08	12,48	22,42	112,88
FUNDO DE PREVIDÊNCIA	ÍNDICE DE SHARPE					
	2015	2016	2017	2018	2019	
BRASILPREV TOP INFLAÇÃO	0,68	0,54	0,97	0,83	3,08	
ITAU FLEX PREV MASTER INDICE DE PREÇOS	-1,01	1,56	0,10	0,51	2,10	
BRADESCO FIC RF INFLAÇÃO LONGA	-0,86	1,60	0,35	0,64	2,32	
SANTANDER FIC INFLAÇÃO	0,08	-0,18	0,32	0,41	2,38	
CAIXA PREVINVEST INDICE DE PREÇOS	-0,62	1,77	0,44	0,31	2,11	

Fonte: elaboração própria.

Por fim, os fundos de renda variável apresentavam em seu patrimônio líquido até 49% em ações. A carteira de ações era composta por ações de empresas dos setores de petróleo e gás, mineração e siderurgia, financeiro, energia e saneamento, telecomunicações, consumo e varejo, construção transporte e logística, dentre outros. O patrimônio médio de doze meses dos fundos era superior a R\$ 22 milhões.

No desempenho dos fundos de renda variável ou multimercado (ver Quadro 5), observa-se movimentação simétrica para o ano de 2015, quando os 5 fundos analisados apresentaram performance superior ao Ibovespa. Em função da composição da carteira destes fundos permitirem o teto de até 49% em renda variável, a parte composta de títulos de renda fixa, exerce a função de amortecimento da volatilidade observada pelos ativos de maior risco.

Em contrapartida, nos anos subsequentes, a performance observada não acompanhou sistematicamente o IBOVESPA, também pelo fato dos demais 51% da carteira dos fundos estarem composto por títulos públicos federais. A composição híbrida destes fundos permitiu trazer níveis positivos constantes do índice de Sharpe a partir de 2016.

O destaque fica para 2019 em detrimento de queda da taxa SELIC e aumento substantivo do IBOVESPA que atingiu 115.645,34 pontos no mesmo ano.

Quadro 5 – Desempenho fundos multimercado

FUNDO DE PREVIDÊNCIA	RETORNO ANUAL %					
	2015	2016	2017	2018	2019	ACUM
BRASILPREV MULTIMERCADO DIVIDENDOS I FIC FI	1,17	16,76	14,34	7,72	17,27	72,75
ITAÚ FLEXPREV PREMIUM V40 MULTIMERCADO FIC FI	0,95	23,06	15,54	8,61	14,95	81,35
BRADESCO FIC FIM PGBL/VGBL V49/30	-3,16	21,49	14,96	7,71	15,35	68,05
SANTANDER FIC FI 49 III MULTIMERCADO CP	3,42	19,10	22,03	9,84	17,70	96,66
FI PREVIDENCIÁRIO CAIXA PREVINVEST MULTIMERCADO RV 49	0,90	24,70	17,19	10,98	18,15	93,29
IBOVESPA	-10,64	42,92	28,22	12,83	27,07	138,38
FUNDO DE PREVIDÊNCIA	ÍNDICE DE SHARPE					
	2015	2016	2017	2018	2019	
BRASILPREV MULTIMERCADO DIVIDENDOS I FIC FI	-1,70	0,28	0,59	0,10	1,91	
ITAÚ FLEXPREV PREMIUM V40 MULTIMERCADO FIC FI	-1,54	0,77	0,93	0,21	1,75	
BRADESCO FIC FIM PGBL/VGBL V49/30	-2,01	0,45	0,72	0,09	1,51	
SANTANDER FIC FI 49 III MULTIMERCADO CP	-1,46	0,51	1,59	0,32	2,21	
FI PREVIDENCIÁRIO CAIXA PREVINVEST MULTIMERCADO RV 49	-1,55	0,73	1,06	0,38	1,97	

Fonte: elaboração própria.

4.2 Correlação entre desempenho dos fundos e seus benchmarks

O comportamento esperado dos fundos analisados, em função da sua composição de carteiras, é que acompanhe o mais fidedigno possível o seu benchmark de referências. Em fundos de investimento de gestão ativa, espera-se até que o desempenho do fundo administrado supere seu índice de referência, ao passo que os de gestão passiva apresentem comportamento similar ao seu indicador financeiro. Isto posto, depreende-se que caso seja calculado análise de correlação entre os fundos e suas contrapartes de referências, obter-se-iam resultados de correlação forte (acima de 0,70).

Contudo, a indústria de fundos de investimento poderá desenganar a prescrição de que não haverá “sustos” quando observada a série histórica do seu desempenho. Isto porque, quando um investidor procura um investimento em um fundo de investimento, acredita no desempenho técnico do gestor do fundo e, pelo recurso disponível para formação carteira ser infinitamente maior, que poderá ter melhores acessos a taxas diferenciadas de remuneração de seu capital.

Conforme Quadro 6, observa-se que, para renda fixa, os fundos administrados pela Caixa Econômica Federal e pelo Banco do Brasil destacaram-se no quesito relação forte ao seu benchmark (no caso, o CDI). Apesar do Bradesco expressar menor correlação aos demais, ainda que forte, obteve ganhos superiores ao benchmark para o ano de 2017 e 2019.

Quadro 6 – Correlação com benchmarks de referência

CATEGORIA	FUNDO DE PREVIDÊNCIA	CORRELAÇÃO				
		2015	2016	2017	2018	2019
Renda fixa	BRASILPREV RT CLÁSSICO FIC FI RF	0,950086*	0,904131	0,939517*	0,967093	0,893049*
	ITAU FLEXPREV ULTRA RF FIC FI	0,998536	0,999453	0,996162	0,99947	0,997166
	BRADESCO H FIC FI RF PGBL/VGBL ATIVO	0,912516	0,97089	0,915415	0,96683	0,919983
	SANTANDER FIC FI XVI RF CP	0,980166	0,890525	0,923915	0,966696	0,985177
	FIC FI PREVIDENCIARIO CAIXA PREVINVEST RF CP 150	0,925817*	0,967067	0,942398*	0,961914	0,925284
Índice de preços	BRASILPREV TOP INFLAÇÃO	0,739336	0,301112	0,862192	0,920703*	0,958752*
	ITAU FLEX PREV MASTER INDICE DE PREÇOS	0,923233*	0,91141*	0,976586*	0,988909*	0,987514*
	BRADESCO FIC RF INFLAÇÃO LONGA	0,963806*	0,941776**	0,979055*	0,996678*	0,990673*
	SANTANDER FIC INFLAÇÃO	0,732259	0,290682	0,868945	0,920803**	0,955636*
	CAIXA PREVINVEST INDICE DE PREÇOS	0,82311	0,886415	0,985461*	0,869341	0,898899**
Multimercado	BRASILPREV MULTIMERCADO DIVIDENDOS I FIC FI	0,987811*	0,854828**	0,988836**	0,17451**	0,970369
	ITAU FLEXPREV PREMIUM V40 MULTIMERCADO FIC FI	0,283219*	0,551324*	0,804736*	0,165637*	0,579808*
	BRADESCO FIC FIM PGBL/VGBL V49/30	-0,03308**	0,5836*	0,652201**	-0,0152*	0,467236**
	SANTANDER FIC FI 49 III MULTIMERCADO CP	0,284952*	0,56223	0,723511**	0,204162*	0,612253*
	FI PREVIDENCIÁRIO CAIXA PREVINVEST MULTIMERCADO RV 49	0,962676**	0,936352*	0,993578**	0,670026*	0,748462**

Fonte: elaboração própria. Nota: (*) significativa estatística a 5%; (**) a 10%.

Nos fundos de índice de preços (inflação), houve correlação positiva forte em relação ao seu parâmetro avaliativo, o IMAB. A exceção foi fundo administrado pelo BB e do Santander no ano de 2016, apresentando correlação baixa – isto é, abaixo de 0,70 (ver Quadro 6). Isto não significa, contudo, baixos rendimentos. Os títulos federais de índice de preços, por natureza, apresentam a inflação do período mais um sobrepreço negociado no ato da compra como desempenho. De 2015 até 2017, observou-se uma desaceleração no IPCA acumulado para cada período, saindo de 10,67% a.a. até 2,95% a.a.. Em 2018 a inflação anual

foi de 3,75% a.a. e em 2019 4,31% a.a.. Apesar da queda, o desempenho destes fundos se mantinha ou melhorava sua performance a cada ano.

Já nos fundos multimercados, os registros dos períodos indicam que houve correlação forte, em geral, com destaque para Banco do Brasil e Caixa (ver Quadro 6). Por outro lado, quando da relação linear fraca, é possível afirmar, ainda, impacto do IBOVESPA no comportamento dos fundos. Isto se deve a estratégia e política de investimentos dos fundos multimercados apresentar vários fatores de risco, sem o compromisso de acúmulo em nenhum fator em especial. Ou seja, este tipo de fundo pode aplicar em câmbio, DI/SELIC, ações, índice de preços, podem usar derivativos para alavancagem, etc.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa foi desenvolvida a fim de verificar o desempenho de três classes distintas de fundos de previdência e analisar o seu grau de fidedignidade com os benchmarks que sustentam suas classificações das 5 maiores instituições financeiras do país. Fez-se, portanto, comparações de desempenho entre os fundos analisados dentro das mesmas classes, e, por fim, a correlação do desempenho dos fundos com seus marcadores financeiros.

Dentre os resultados obtidos, os fundos de previdência classe renda fixa apresentaram maior aderência, quando comparado seu desempenho frente ao seu marcador financeiro, o CDI. Apenas Santander conseguiu sobressair em até três eventos de superação ao seu benchmark, 2016, 2017 e 2019. Bradesco em até duas ocorrências, 2017 e 2019. E Itaú apenas em 2019 superou seu marcador. Os fundos geridos pelos bancos públicos não conseguiram, dentre o período analisado, exceder sua performance frente ao parâmetro comparativo.

Apesar do conservadorismo em querer superar o seu marcador, os fundos de previdência Renda Fixa foram obedientes quanto a sua relação de comportamento junto ao seu benchmark. Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil que não conseguiram ultrapassar em matéria de performance seu indicador financeiro, exteriorizaram correlações fortes de comportamento frente ao mesmo. Para aqueles cujo fator previsibilidade são decisivos na tomada de decisão, eis aí os grandes candidatos.

Com relação aos fundos atrelados a índices de preços, a exibição dos retornos apresentados superara em 2015 Itaú, BB e CEF. Já em 2016, o único fundo que ultrapassou a barreira do IMAB fora aquele administrado pelo Itaú. Em 2017, BB, Bradesco e CEF trespassaram o IMAB do ano. Em 2018, Itaú e Bradesco foram os mais competentes e em 2019, mais uma vez, apenas o Itaú excedeu o benchmark. Melhor desempenho para o Itaú

com 3 ocorrências e Santander com o menor tendo apenas 1 ocorrência de extrapolação de benchmark.

A performance se deu em função do movimento contínuo de queda orgânica da taxa SELIC. A carteira destes fundos é composta majoritariamente pelas NTN-Bs (atuais Tesouro IPCA+). Sua sistemática de remuneração é composta com um juro fixo + IPCA. E justamente os juros fixos negociados no ato da compra permitiu que, neste ciclo de baixa de taxa de juros, os fundos observados apresentassem melhor desempenho. Isto posto, correlação forte fora observada entre o desempenho dos fundos índices de preços com a movimentação do IMAB. Além disso, os fundos de índice de preços foram os que apresentaram índices de Sharpe positivos com maiores frequências. Neste sentido, para aqueles investidores, cujo rigor do conservadorismo seja desinteressante, e que queiram maiores ganhos face um risco administrado, o caminho de escolha destes fundos apresenta maior racionalidade em função dos melhores índices de Sharpe observados.

O investidor que opta pelos fundos multimercados, aceita a condição de exposição ao risco, pois busca espontaneamente maiores ganhos do que os observados pela Renda Fixa. Se em 2015 os desempenhos dos fundos multimercados analisados experimentaram perdas e baixo desempenho, nos anos subsequentes o retrato foi de retornos competitivos e satisfatórios. Entre 2016 e 2019, todos os fundos analisados apresentaram superação de desempenho quando comparados a SELIC acumulada no ano. Apesar de nas carteiras dos fundos multimercados também possuírem títulos de renda fixa, o gestor possui maior grau de liberdade para composição da sua carteira, diversificando com outros pesos outras classes de ativos financeiros.

As diversas opções e a sofisticação dos inúmeros produtos de investimentos nos dias atuais exigem uma análise prévia para uma melhor tomada de decisão. O brasileiro tem aportado cada vez mais recursos nos planos de previdência, mas muitas vezes não apresentam convicção se este é o melhor investimento para os devidos fins, qual seja, acumular reserva de capital para que possa colher os rendimentos das aplicações no futuro.

Pode dizer que, o brasileiro em geral, acostumado a taxas SELIC de dois dígitos, apresentou comportamento pouco agressivo aos longos dos anos ao permanecer em investimentos de renda fixa, pois estes, com segurança, retornavam mensalmente rendimentos iguais ou superiores a 1% a.m..

Contudo, de 2015 para os dias atuais, com uma relação dívida/PIB na ordem dos 76% em dados de janeiro de 2020, e expectativas para 100% dívida/PIB para 2021, além de baixos

níveis de investimento e inflação de demanda rendida a uma taxa de desemprego de 12%, observou-se queda da taxa SELIC.

Esse contexto impacta diretamente o comportamento daqueles investidores acostumado em obter retornos satisfatórios por meio alocação simplista de recursos em investimentos de renda fixa. Na busca por diversificação dos investimentos, as taxas de administração começaram a ser foco de atenção dos investidores e a despesa envolvida na gestão dos recursos passaram por um crivo de maior sensibilidade.

A discussão sobre tais taxas demandam estudos aprofundados, afinal, observam-se casos de planos de previdência tanto de empresas como de bancos que não tem conseguido cumprir suas metas em função do cenário de juros cada vez mais baixos (Filgueiras, 2012). Por outro lado, a tomada de decisão para diversificação dos investimentos pode ter como base complementar a comparação do desempenho das diversas classes de fundos de previdência.

Como sugestão para continuidade do tema e pesquisas futuras, tem-se: analisar o ano de 2020 e verificar se o comportamento dos mesmos fundos ou demais fundos analisados conseguiram entregar algum nível de previsibilidade financeira segundo seus benchmarks analisados, face o ineditismo de cenário de pandemia de 2020.

6. REFERÊNCIAS

Antunes, L. & Segala, M. (2011). Não pode acabar em pizza! antes restrita aos países da periferia da Europa, a crise bate na porta da Itália, a terceira maior economia do euro, e deixa o mundo com medo de um novo momento Lehman Brothers. *Revista Exame*, 45(22), p. 172+.

Assaf Neto, A. (2003) *Finanças Corporativas e Valor* (Cap.11, pp. 244-264). São Paulo: Atlas S.A.

Azevedo, S. (2007). *Fundos de Investimento: 50 anos de História*. Revista Capital Aberto.

Brasil. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico.

Camarano, A. A., & Fernandes, D. (2016). *A previdência Social Brasileira*. Política nacional do idoso: velhas e novas questões (Cap. 10, pp. 265-294). Rio de Janeiro: IPEA.

Campani, C. H., & Brito, L. M. de. (2018). Fundos de previdência privada: passividade a preços de fundos ativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(76), 148-163.

Cavalcante, T. M. N. (1999). *Cidadania e Acesso à Justiça*. Recuperado em 05 de outubro, 2020, de <http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/32195-38277-1-PB.pdf>

Deaton, A. (2005) Franco Modigliani and the life-cycle theory of consumption. *BNL Quarterly Review*, 58(233-234), 91-107.

- Draibe, S. & Henrique, W. (1998). Welfare Stat, crise e gestão da crise: um balanço da literatura internacional. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 3(6), 53-78.
- Ellery Junior, R. G, & Bugarin, M. N. S. (2003). Previdência Social e Bem Estar no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 57(1), 27-57.
- Fachin, Z., & Oliveira, E. D. (2011). Seguridade Social como Direito Fundamental: garantia de efetivação na Constituição brasileira. *Scientia Iuris*, 15(1), 175-197.
- Filgueiras, M. L. (2012). Pensão sem fundos. *Revista Exame*, 46(16), 178-180.
- Fiori, J. L. (1997). Estado de bem-estar social: padrões e crises. *Revista de Saúde Coletiva*, 7(2), 129-147.
- Franklin, B. (2003). *O Caminho da Riqueza* (L. S. Lima, ed.). Rio de Janeiro: Lórus do Saber.
- Gimenes, L. D. & Eid Junior, W. (2015). Análise da evolução da indústria brasileira de fundos de investimento no século XXI. [Working Paper]. Centro de estudos em finanças FGV, São Paulo, SP.
- Guimarães, A. Q. (2015). Economia, Instituições e Estado de Bem-Estar Social: Respostas à Nova Configuração do Capitalismo pós-1970. *Revista de Ciências Sociais*, 58(3), 617-650.
- Kerstenetzky, C. L. & Kerstenetzky, J. (2015). O Estado (de Bem-Estar Social) como Ator do Desenvolvimento: Uma História das Ideias. *Dados*, 58(3), 581-615.
- Lima, D. V. & Guimarães, O. G. (2016). *A Contabilidade na Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B. & Furtado, C. V. (2006). Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada. *Revista Contabilidade e Finanças*, 17(2), 108-126.
- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Moraes, M. A. S.; Fama, R. & Kayo, E. K. (2010). Teorias de consumo/poupança e o sistema previdenciários brasileiro. *Revista de Gestão*, 5(1).
- Moarais, J. L. B. & Wermuth, M. A. D. (2013). A Crise do Welfare State e a hipertrofia do estado Penal. *Sequencia*, 66, 161-186.
- Modigliani, F. (1986). Lyfe Cycle, Individual Thrift, and the wealth of Nations. *The American Economic Review*, 76(3), 297-313.
- Mugnatto, S. & Moraes, G. (2019). Reforma da Previdência é promulgada. Recuperado em: <https://www.camara.leg.br/noticias/611971-reforma-da-previdencia-e-promulgada/>.
- Oliveira Filho, B. G. (1999). Fundos de Investimentos no Brasil. *Revista Administração em Diálogo*, 1(1), 143-155.
- Oliveira, F. E. B. & Beltrão, K. *The Brazilian social security system*. Rio de Janeiro: Ipea, 2000. (Texto para Discussão, n. 775).
- Oliveira, S. C.; Machado, C. V. & Hein, A. A. Reformas da previdência Social no Chile: lições para o Brasil. *Cadernos de Saúde Pública*, 35(5), 1-5.

- Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe ratio. *The Journal of Portfolio Management*, 21(1), 49-58.
- Silva, R. F. M.; Carmona, C. U. M. & Lagioia, U. C. T. (2011). A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada no mercado brasileiro de ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(39), 175-192.
- Silva, W. A. M. & Malaquias, R. F. (2020). Análise das variáveis que afetam o desempenho de carteira das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 54-70.
- Soares, W. C. & Campani, C. H. (2020). Desempenho de fundos de previdência: uma análise focada em seguradoras puras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(84), 490-523.
- SUSEP. (2020). Previdência Complementar Aberta. Recuperado em: <http://www.susep.gov.br/menu/informacoes-ao-publico/planos-e-produtos/previdencia-complementar-aberta>.
- Salomão, A. (2010). Um aperto que vale a pena: Após a recente gastança promovida pelo governo, quem suceder a Lula não tem escolha: precisara fazer um ajuste. Se não o fizer, o país pagará o preço na forma de um crescimento mais modesto. *Revista Exame*, 44(16), p. 50+.
- Teixeira, D. V. (2011). A armadilha do trabalho: reflexões sobre tempo, dinheiro e previdência. *Revista Direito GV*, 7(2), 539-568.
- Varga, G. (2001). Índice de Sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(3), 215-245.