

ARTIGOS

PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR ABERTA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO HISTÓRICO DOS FUNDOS E COMPARAÇÃO COM O TESOURO DIRETO IPCA+ ENTRE 2011 E 2018

Gabriel Oliveira Medeiros

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de São João del-Rei (UFSJ).

E-mail: gabrieloliver.bq@gmail.com

 <https://orcid.org/0000-0001-5510-4577>

Thiago Periard do Amaral

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), mestre em Economia Industrial pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) e doutor em Economia pela Universidade Federal Fluminense (UFF). Professor adjunto do Departamento de Ciências Econômicas da UFSJ.

E-mail: thiagoperiard@ufs.edu.br

 <https://orcid.org/0000-0002-2320-2997>

Norberto Martins Vieira

Graduado em Ciências Econômicas, mestre em Economia Aplicada e doutor em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Professor associado do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de São João del-Rei (UFSJ).

E-mail: norbertovieira@ufs.edu.br

 <https://orcid.org/0000-0002-5763-0615>



Este artigo está licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição Não Comercial 4.0 Internacional

Como citar este artigo: Medeiros, G. O., Amaral, T. P. do, & Vieira, N. M. (2022). Previdência complementar aberta: Uma análise do desempenho histórico dos fundos e comparação com o Tesouro Direto IPCA+ entre 2011 e 2018. *Revista de Economia Mackenzie*, 19(2), 13–38. doi:10.5935/1808-2785/rem.v19n2p.13-38

Recebido em: 20/05/2021

Aprovado em: 16/08/2022

Resumo

O Brasil dispõe de diversos planos e categorias relacionados à previdência complementar aberta que são oferecidos por várias instituições financeiras. Porém, muitos desses investimentos possuem elevadas taxas de administração e *performance*, o que prejudica a rentabilidade final das aplicações. Diante disso, este estudo analisou os retornos históricos desses ativos nos períodos de 2011 a 2018 e 2016 a 2018, com o objetivo de atestar a qualidade dos fundos de aposentadoria privada aberta do país. Os resultados obtidos evidenciaram que os ativos de aposentadoria complementar aberta obtiveram baixo desempenho em comparação aos indicadores de mercado nas análises de rentabilidade acumulada no período de 2011 a 2018. Porém, no cenário com prazo mais curto, uma parcela maior de fundos obteve melhor desempenho. Por fim, constatou-se que significativa parte dos fundos de todas as categorias apresentou resultados acumulados inferiores aos títulos públicos do Tesouro Direto.

Palavras-chave: aposentadoria; previdência complementar aberta; Tesouro Direto; mercado financeiro; finanças pessoais.

Classificação *JEL*: G11, G110.

INTRODUÇÃO

É comum ao modo de vida dos seres humanos um ciclo no qual o indivíduo passa parte da sua vida exercendo alguma atividade profissional, acumulando patrimônio e fazendo suas reservas financeiras para que, futuramente, possa desfrutar de uma aposentadoria. A tranquilidade financeira ao final da vida é algo desejado na sociedade. Para isso, há tempos, a sociedade organiza diferentes formas de previdência e fundos de pensões. Com esses recursos, os indivíduos poderão garantir sua subsistência por meio de uma remuneração, seja ela fruto de seu próprio patrimônio acumulado, seja de regimes de repartição, como é o caso da Previdência Social brasileira.

Contudo, características demográficas do país estão em constante transformação, seja por hábitos culturais das famílias, por condições financeiras ou outros fatores. Diante disso, os sistemas de aposentadoria constantemente precisam ser adaptados às novas realidades, demandando reformulações.

Como destacado por Coelho e Camargos (2012), o trabalhador busca alternativas que assegurem certa tranquilidade na aposentadoria, pois o sistema de previdência social não fornece cobertura que garanta a integralidade dos rendimentos recebidos pelo trabalhador, salvo aqueles que recebem a remuneração do salário mínimo.

Segundo Coelho e Camargos (2012), até 2001 a previdência complementar no Brasil era regida pela Lei nº 6.435/1977 que, entre outras disposições, dividia os planos em dois campos: previdência complementar aberta e fechada. Contudo, a partir de 2001, os planos passaram a ser regulamentados pela Lei Complementar nº 109/2001.

A Lei Complementar nº 109/2001 define como previdência complementar o regime que atua com base na formação de reservas que garantam o fornecimento do benefício de aposentadoria privada, por meio da operação realizada por entidades de previdência privada.

A previdência complementar aberta se apresenta como uma das alternativas ao cidadão. Com base nos dados da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (2017) e da Associação Nacional de Previdência Privada (2003), as receitas obtidas pelo setor subiram de R\$ 9,428 bilhões em 2002 para R\$ 117,662 bilhões em 2017, representando um aumento da ordem de 1.148%. Esse crescimento pode indicar que essa forma de aplicação financeira está conquistando muitos participantes que procuram garantir seus níveis de segurança financeira para o futuro.

Existem diversas modalidades de planos de aposentadoria privada voltadas aos diferentes perfis de risco de investidores. Assim, considerando que os fundos atrelados aos planos de previdência privada possuem custos operacionais e que o investidor tem à sua disposição opções alternativas de investimento, como é o caso dos títulos públicos de longo prazo, é relevante a análise do desempenho dos rendimentos das cotas dos ativos previdenciários. Dessa forma, é possível comparar os resultados dos rendimentos dessas aplicações com indicadores de mercado e, posteriormente, com aqueles obtidos por meio de investimentos realizados diretamente pelo cidadão em papéis da dívida pública, na plataforma do Tesouro Direto.

Este estudo contribui para a tomada de decisão dos cidadãos em idade produtiva, uma vez que a análise comparativa dos rendimentos obtidos em

planos de previdência permite parametrizar o nível de qualidade das opções de aposentadoria fornecidas aos trabalhadores. Também foi analisado se os planos de aposentadoria privada aberta, oferecidos por entidades de previdência complementar, foram realmente as melhores alternativas disponíveis.

Após este texto introdutório, apresenta-se o referencial teórico. Em seguida, explica-se a metodologia de pesquisa. Depois, são discutidos os resultados. Por fim, indicam-se as conclusões do trabalho.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, são apresentadas as características gerais dos investimentos que foram analisados neste estudo. Desse modo, abordaremos os conceitos previdência complementar aberta e Tesouro Direto.

1.1 Previdência complementar aberta

De acordo com o Decreto nº 81.402, de 1978, a previdência complementar aberta é constituída por planos de pecúlios ou de rendas, operados por sociedades anônimas com fins lucrativos ou sociedades civis sem fins lucrativos, mantidos por meio de contribuições de seus participantes. Nesse segmento, os planos podem ser ofertados a qualquer pessoa natural que se interesse pela estrutura oferecida (Federação Nacional de Previdência Privada e Vida, [201?]).

A respeito da tributação (Tabela 1), as pessoas detentoras de planos de previdência privada aberta estão sujeitas à tributação na fonte, conforme alíquota progressiva de imposto de renda – IR (Lei nº 9.250, 1995).

Tabela 1

Alíquota progressiva mensal do IR

Base de cálculo (R\$)	Alíquota (%)	Parcela a deduzir do IR (R\$)
Até 1.903,98	–	–
De 1.903,99 até 2.826,65	7,5	142,80
De 2.826,66 até 3.751,05	15	354,80
De 3.751,06 até 4.664,68	22,5	636,13
Acima de 4.664,68	27,5	869,36

Fonte: Lei nº 13.149 (2015).

Segundo a Lei nº 13.149, de 2015, a cobrança mensal do IR é determinada por faixas de base de cálculo, sendo permitida a dedução de uma parcela, conforme as condições apresentadas a seguir.

Contudo, é facultada aos detentores de planos de previdência a opção por um regime de tributação regressivo (Tabela 2), no qual as alíquotas incidentes sobre os recebimentos diminuem conforme ocorre o crescimento do prazo de acumulação, de acordo com as seguintes condições (Lei nº 11.053, 2004).

Tabela 2

Alíquota regressiva do IR para fundos de previdência

Alíquota	Prazo de acumulação
35%	Inferior a 2 anos.
30%	Superior a 2 anos e inferior ou igual a 4 anos.
25%	Superior a 4 anos e inferior ou igual a 6 anos.
20%	Superior a 6 anos e inferior ou igual a 8 anos.
15%	Superior a 8 anos e inferior ou igual a 10 anos.
10%	Superior a 10 anos.

Fonte: Elaborada pelos autores com base na Lei 11.053 (2004).

As taxas que podem ser cobradas pelas entidades abertas de previdência complementar aos indivíduos correspondem à taxa de administração, *performance* e carregamento, e esta só pode incidir sobre o valor das contribuições no ato do pagamento ou, de forma postecipada, no resgate ou na portabilidade de recursos, por meio do cálculo proporcional ao saldo do valor nominal das contribuições (Ministério da Economia, 2017b).

As entidades abertas de previdência no Brasil são reguladas por órgãos federais. O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) atua como órgão normativo do sistema. Por sua vez, compete à Superintendência de Seguros Privados (Susep) o cargo de órgão executivo e fiscalizador da política de previdência das entidades abertas, bem como a autorização para funcionamento destas (Decreto nº 81.402, de 1978).

■ 1.2 Tesouro Direto

O Tesouro Direto é uma plataforma na qual os investidores podem realizar compras diariamente, por meio do endereço eletrônico do Tesouro Direto ou pelo *site* de uma instituição corretora de títulos ou de algum banco autorizado. Essas compras devem ser feitas a partir de 0,01 título, respeitado o investimento mínimo de R\$ 30,00, e não podem ultrapassar R\$ 1.000.000,00 mensais. O Tesouro Nacional garante, ainda, a recompra dos títulos dos investidores, diariamente, antes do vencimento. Contudo, essa negociação é realizada pelo preço unitário de venda do dia, podendo ocasionar ágio ou deságio do título (Ministério da Economia, [201?a]).

Os títulos que são ofertados por meio da plataforma do Tesouro Direto estão sujeitos à tributação regressiva de IR e Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que incidem sobre o lucro realizado na venda antecipada do título, se houver, e sobre os juros pagos no vencimento do título ou em cada pagamento de rendimento no caso de título com remuneração semestral. A alíquota do IR é de 22,5% para aplicações de um a 180 dias, 20% entre 181 e 360 dias, 17,5% entre 361 e 720 dias e 15% a partir de 721 dias. Já o IOF varia de 96% a 0% durante os primeiros 30 dias de aplicação. No caso de juros pagos por semestre, leva-se em consideração desde a data da aplicação até a data do pagamento da remuneração, e o IR referente à parcela dos juros é cobrado no ato do pagamento (Ministério da Economia, [201?a]).

As taxas incidentes ao investidor pelas operações com os títulos do Tesouro Direto são classificadas como negociação, custódia da B3 e taxa do agente de custódia. A primeira se refere ao percentual que pode ser cobrado no ato do investimento. A segunda corresponde à taxa cobrada semestralmente no primeiro dia útil de janeiro ou de julho, desde que o somatório desta com o valor repassado ao agente de custódia seja no mínimo R\$ 10,00 ou nos casos em que houver pagamento de juros, venda antecipada ou vencimento dos títulos. A terceira se refere à quantia cobrada pela instituição financeira que intermedeia a negociação no ato da compra e possui duas formas de cobrança. No primeiro ano, é cobrado, no ato da aplicação do investidor, o percentual equivalente a um ano completo do investimento, salvo em casos de vencimento inferior a esse prazo. A partir do segundo ano, a taxa ocorre de maneira proporcional à duração do investimento, e o débito ocorre juntamente com o percentual de custódia (Ministério da Economia, 2017a).

Entre 2011 e 2018, a taxa de custódia da B3 cobrada para investimento no Tesouro Direto era de 0,30% ao ano (Ministério da Economia, [2018]). Contudo, esse percentual, juntamente com a taxa do agente de custódia, não é

descontado do valor do investimento, sendo necessário o depósito da quantia equivalente por parte do investidor (Ministério da Economia, 2017a).

Neste artigo, faremos a análise considerando o investimento no Tesouro IPCA+, que é denominado, alternativamente, Notas do Tesouro Nacional série B Principal (NTN-B Principal). Sua rentabilidade é composta por uma taxa prefixada e pela variação da inflação medida pelo IPCA, o que garante um valor definido de rentabilidade real. O pagamento dos juros é feito integralmente no vencimento, bem como a retenção do IR sobre o retorno pago. (Ministério da Economia, [201?a]).

2

METODOLOGIA

2.1 Desenvolvimento da pesquisa

A pesquisa utilizou métodos de caráter quantitativo com o intuito de coletar e analisar dados a respeito dos rendimentos obtidos, das taxas cobradas nas operações e das categorias de composição dos fundos, bem como do Tesouro Direto. A tributação não foi considerada para análise, pois, por ocorrer apenas no resgate dos investimentos estudados, não influencia a rentabilidade ao longo do tempo. Ademais, a alíquota e a forma de tributação dependem do prazo de aplicação e, no caso da previdência privada aberta, da opção de adesão do investidor a algum dos regimes tributários oferecidos.

Os dados foram obtidos na base dos fundos de previdência privada aberta com o histórico de rendimento livre de todas as taxas incidentes na rentabilidade.¹ Os encargos de carregamento não foram considerados na análise, pois, por serem cobrados apenas nos aportes e/ou resgates, não impactam diretamente os retornos (Tabela 3).

1 Os dados referentes à previdência privada aberta utilizados são de propriedade da Anbima e foram disponibilizados para a elaboração do presente estudo.

Tabela 3

Fundos de previdência privada por categoria

Categoria	Quantidade de fundos
Ações	27
Balanceados até 15	44
Balanceados de 15 a 30	63
Balanceados maiores que 30	77
Data-alvo	40
Multimercado	471
Renda fixa	472
Total	1.194

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima, 2019b).

A base de dados utilizada incluiu informações de 1.194 opções de investimentos previdenciários, divididas em sete categorias, conforme apresentado na Tabela 3. Para tanto, foram selecionados todos os fundos abertos, de caráter previdenciário e pertencentes às categorias de risco ativas que dispunham de informações completas para as análises executadas.

Também se coletaram os dados referentes às taxas das NTN-B Principal do Tesouro Direto, às taxas de custódia cobradas pela B3 e às taxas de administração de responsabilidade dos agentes de custódia. Nesse caso, para os títulos do Tesouro Direto, classificados com IPCA+, consideraram-se aqueles que se encontravam ativos durante o período total abrangido pelo presente trabalho. Com isso, os papéis analisados foram os que possuem vencimento para os anos de 2019, 2024 e 2035.

Realizou-se uma análise descritiva dos fundos de previdência a fim de comparar o desempenho de cada categoria com *benchmarks*² de mercado: Ibovespa, Índice de *Hedge Funds* Anbima (Ihfa) e as taxas do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Cada categoria de previdência privada foi comparada aos indicadores de referência conforme a semelhança da composição do índice com o tipo de estratégia da classe de fundos, porém todos foram

2 Índices de referência (tradução nossa).

comparados ao CDI, a fim de evidenciar se as rentabilidades foram superiores a investimentos pós-fixados de baixo risco que usualmente são balizados pelas taxas do CDI.

A análise partiu da comparação dos retornos acumulados de cada fundo e da média aritmética deles com os índices. A rentabilidade acumulada foi calculada considerando os períodos 2011-2018 e 2016-2018, com base na disponibilidade de dados. O objetivo dessa análise foi verificar como as rentabilidades se comportavam em prazos menores e maiores, em comparação com os indicadores de mercado.

Segundo a empresa Brasil. Bolsa. Balcão³ ([201?a]), o Ibovespa é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na bolsa brasileira. Trata-se de um índice composto por uma carteira teórica de ações e *units*⁴ que atendem aos critérios definidos na sua metodologia. Sua composição é reavaliada a cada quatro meses, e ele representa 80% do número de negócios registrado no mercado de capitais brasileiro. Já o Iihfa é um índice formado por uma carteira teórica de fundos multimercado, conforme os critérios definidos, que serve como parâmetro de acompanhamento da evolução do segmento no Brasil (Anbima, 2011). Por sua vez, o CDI é uma categoria de título emitido por instituições financeiras com lastro em operações de mercado interbancário, que possui como objetivo o empréstimo remunerado de recursos entre instituições do setor. As taxas cobradas nas operações com CDI são comumente utilizadas como referência para correção de títulos pós-fixados, como Certificados de Depósito Bancário e outros (Fortuna, 2010).

Após a preparação dos dados, os títulos IPCA+ oferecidos pelo programa Tesouro Direto foram comparados com as opções de aposentadoria privada aberta, por meio do cálculo da rentabilidade acumulada dos papéis IPCA+ por meio de valor de mercado. Para tanto, foi considerada a variação percentual entre o preço unitário de compra dos títulos no primeiro dia útil do ano e o preço unitário de venda referente ao último dia útil do ano. Em seguida, ao final de cada ano, descontou-se a taxa de custódia da B3. Como o pagamento desse encargo não é feito por meio de débito no saldo da aplicação, o percentual foi descontado de cada ano somente após o cálculo dos retornos brutos acumulados. Não se considerou a taxa do agente de custódia, dada a isenção

3 Brasil. Bolsa. Balcão (B3) é uma empresa brasileira de capital aberto, responsável pela administração de mercados organizados de títulos e valores mobiliários.

4 As *units* são ativos de bolsa compostos por mais de uma classe de valores mobiliários (Brasil. Bolsa. Balcão, [201?b])

de sua cobrança em várias instituições financeiras. Para as comparações, utilizaram-se os intervalos de tempo entre 2011-2018 e 2016-2018, com base na disponibilidade de dados.

3 RESULTADOS

■ 3.1 Análise descritiva dos fundos de previdência privada

3.1.1 Fundos de ações

Conforme a classificação da Anbima (2019a), os fundos de ações são compostos por, no mínimo, 67% da carteira em renda variável e têm um índice de referência do mercado de ações.⁵

Para a análise do desempenho dos fundos de ações com caráter previdenciário, compararam-se ao Ibovespa o histórico de rendimento e a rentabilidade acumulada dos fundos. Além disso, foi feita uma comparação com a taxa CDI no mesmo período, uma vez que, por causa da exposição da carteira em ações, o risco dessas aplicações é elevado e, portanto, é desejável que o retorno seja maior do que aqueles de títulos de baixo risco, frequentemente balizados pelo CDI. Esses resultados são apresentados na Figura 1.

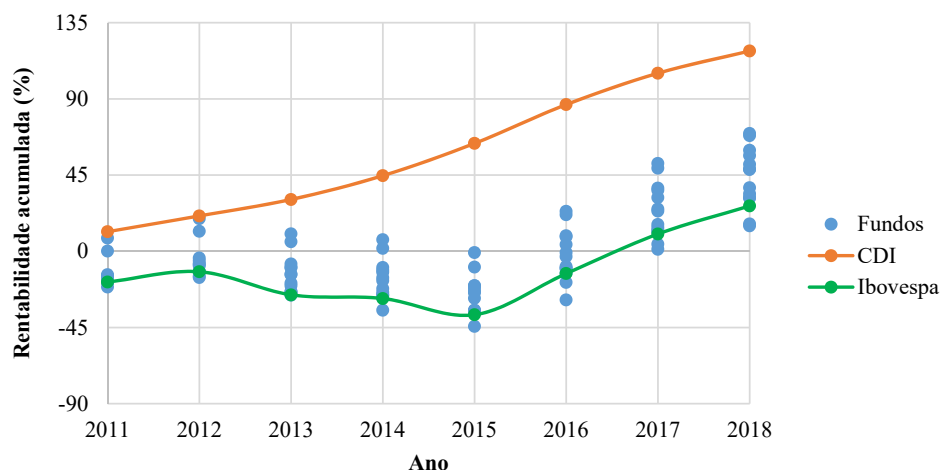
Do total de 13 fundos analisados no cenário, 11 superaram o Ibovespa ao final do período. A média de rendimento acumulado foi de 43,72%. Os pontos azuis, ilustrados na Figura 1, representam a rentabilidade acumulada em cada ano dos ativos previdenciários estudados. Já as linhas laranja e verde descrevem os resultados acumulados por ano das taxas do CDI e Ibovespa, respectivamente.

De acordo com os resultados apresentados, na avaliação da rentabilidade acumulada entre 2011-2018, a maior parte dos fundos conseguiu superar o Ibovespa. Porém, todos os fundos alcançaram retornos inferiores ao CDI. Contudo, como mostrado na Figura 1, o Ibovespa apresentou uma *performance* consideravelmente inferior ao CDI no período analisado.

5 Mais informações sobre as classificações dos fundos previdenciários estão disponíveis em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/nova-classificacao-para-fundos-de-previdencia-entra-em-vigor-8A2AB2916E282C51016E3CBF31E83B5F.htm

Figura 1

Rentabilidade acumulada 2011-2018 dos fundos de ações versus CDI versus Ibovespa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

Uma vez que, a partir de 2016, é possível observar a criação de mais fundos previdenciários, bem como uma queda representativa da taxa Selic, optou-se também pela realização de uma análise do período de 2016 a 2018. Ademais, busca-se verificar se há alguma alteração significativa na *performance* dos ativos em um prazo mais curto.

Quando se observa a rentabilidade a partir de 2016, o cenário se inverte, e a rentabilidade dos fundos supera a do CDI (Figura 2).

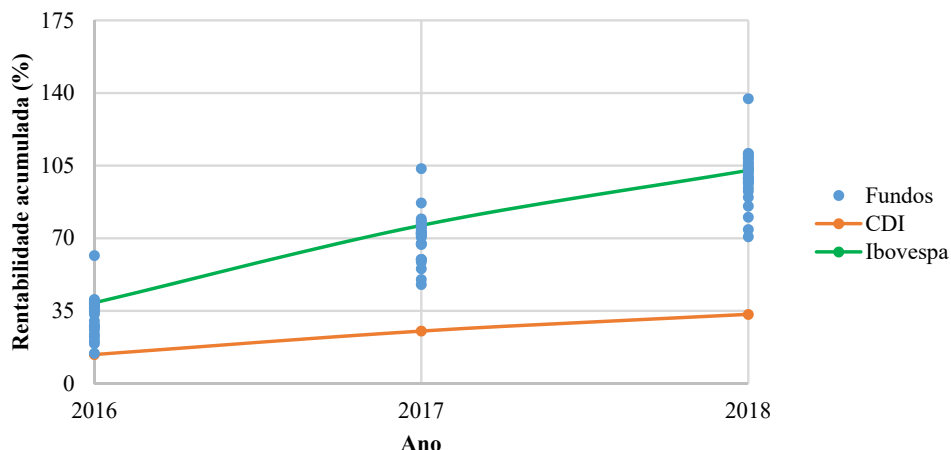
Entre 2016 e 2018, a rentabilidade de todos os 27 fundos analisados superou a do CDI, e 12 ultrapassaram também o Ibovespa, conforme mostra a Figura 2. O retorno médio foi de 99,70%.

As opções da categoria apresentaram uma piora na sua *performance* entre 2014 e 2017 em comparação ao Ibovespa, conforme sugere Ri (2018). Com isso, o quantitativo de fundos acima do Ibovespa na análise 2016-2018 foi menor.

Ademais, segundo Santos e Varanda Neto (2020), a maioria dos fundos de ações não gerou resultados consistentes no período.

Figura 2

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos de ações versus CDI versus Ibovespa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

3.1.2 Fundos balanceados

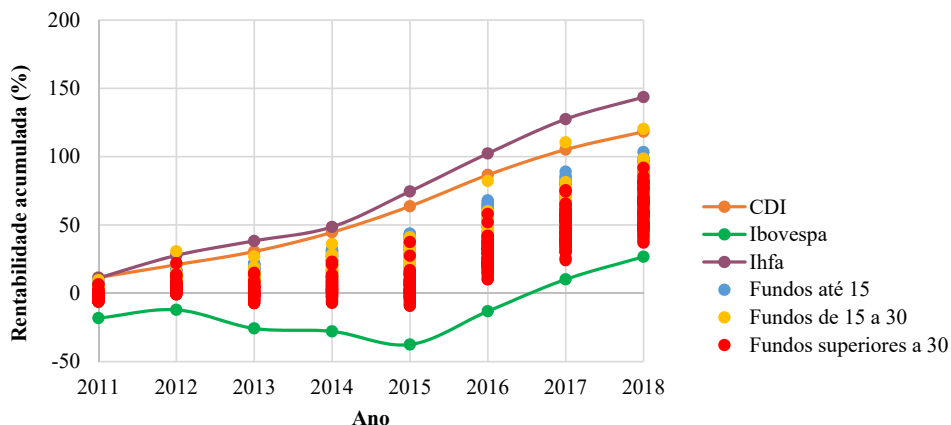
Os fundos balanceados pertencentes à base de dados são divididos em três categorias. Os balanceados até 15 investem em vários tipos de ativos, sendo um máximo de 15% em renda variável; os balanceados de 15 a 30 investem de maneira semelhante à categoria anterior, porém devem possuir entre 15% e 30% em renda variável; os balanceados superiores a 30 seguem a mesma regra dos anteriores, mas com exposição em renda variável de no mínimo 30% (Anbima, 2019a).

As três categorias de fundos balanceados foram analisadas de maneira conjunta, tendo em vista que possuem características análogas entre si, diferenciando-se apenas pelo nível de exposição à renda variável.

Para efeitos de comparação, essa categoria foi confrontada com o Ibovespa e o Ihfa, pois os fundos possuem exposição predefinida em renda variável e em outras classes de ativos, de maneira semelhante à categoria de multimercados. Também se fez a comparação com o CDI, a fim de verificar o desempenho em comparação com ativos de menor risco (Figura 3).

Figura 3

Rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 de fundos balanceados versus CDI versus Ibovespa versus Ihfa



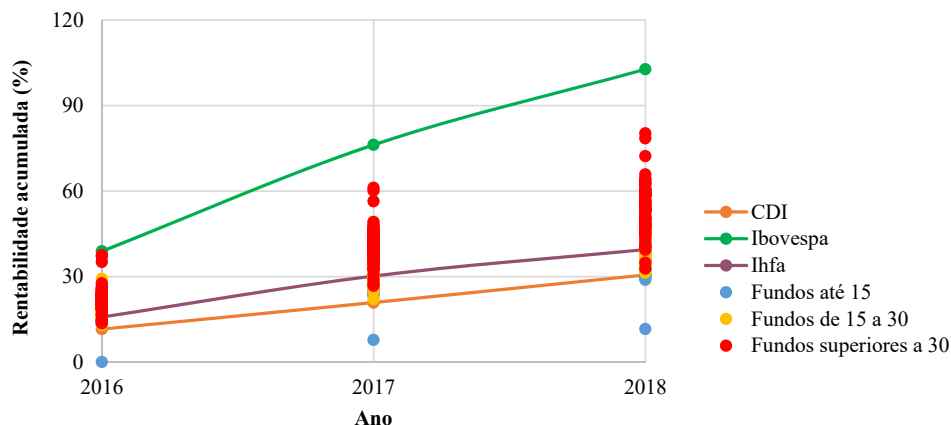
Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

De acordo com os dados da Figura 3, todos os 28 ativos balanceados até 15 analisados superaram o Ibovespa, ao mesmo tempo que ficaram abaixo do Ihfa e do CDI, apresentando um retorno médio de 83,84% em 2018. Entre os balanceados de 15 a 30, todas as 48 opções estudadas se mantiveram acima do Ibovespa e abaixo do Ihfa, e um deles superou o CDI, com uma rentabilidade média acumulada de 73,98%. Por fim, todos os 62 ativos previdenciários analisados com balanceamento maior que 30 performaram acima do Ibovespa e abaixo dos demais *benchmarks*, com o resultado médio acumulado em 59,59%.

Já no cálculo acumulado no período entre 2016 e 2018, a situação se inverteu. A maioria dos fundos superou o CDI, porém todos ficaram abaixo do Ibovespa. Contudo, conforme observado por Schneider (2018), a partir do final de 2016, a taxa Selic que serve como base para o CDI entrou em uma trajetória de queda, e o Ibovespa passou a apresentar um melhor resultado, contribuindo para o cenário indicado a seguir.

Figura 4

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos balanceados versus CDI versus Ibovespa versus Ihfa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

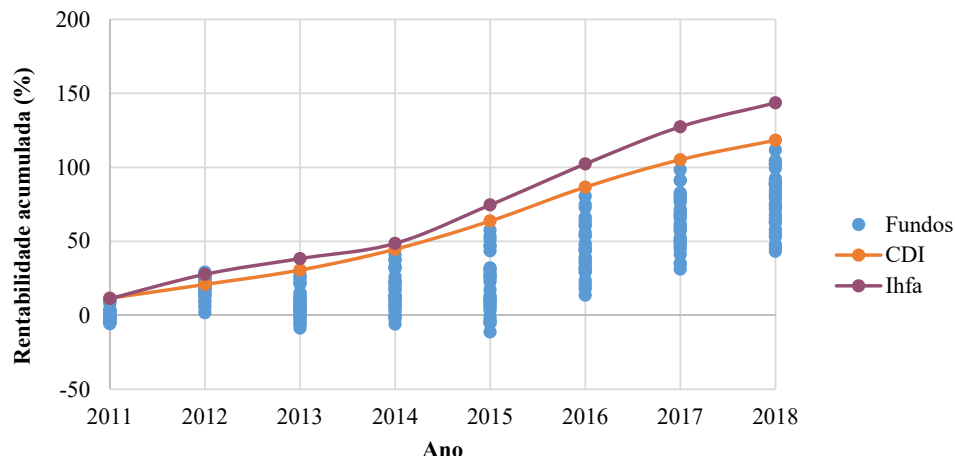
Para a categoria de balanceados até 15, 29 fundos ultrapassaram o CDI, e quatro, o Ihfa, com retorno médio de 35,23%. Para os balanceados de 15 a 30, 59 opções performaram melhor que o CDI e 38 foram superiores também ao Ihfa em 2018, perfazendo um retorno médio de 41,45%. Por fim, 77 fundos balanceados maiores que 30 obtiveram resultados superiores ao CDI, e 74, acima também do Ihfa, sendo o rendimento médio acumulado no período de 53,90%.

3.1.3 Fundos data-alvo

De acordo com a Anbima (2019a), os fundos classificados como balanceados data-alvo possuem a característica de diversificação, com o objetivo de redução da exposição ao risco, à medida que o prazo final se aproxima. Vale destacar que, apesar de haver uma nova categoria em 2019 de fundos data-alvo que tem por característica investir em renda fixa, os ativos do presente estudo não fazem parte dessa nova definição. Por conta da estratégia de alocação em múltiplos tipos de ativos, a categoria possui semelhanças com o multimercado, portanto foi feita a análise confrontando-se a classe com o Ihfa e com o CDI (Figura 5).

Figura 5

Rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 de fundos data-alvo versus CDI versus Ihfa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

Com base nos dados apresentados na Figura 5, percebe-se que, no resultado acumulado entre 2011 e 2018, os retornos dos 31 fundos analisados se mantiveram abaixo do CDI e do Ihfa ao final do período. Também é possível observar que os resultados se distanciaram do rendimento do Ihfa ao longo do tempo. O retorno médio acumulado em 2018 foi de 80,42%.

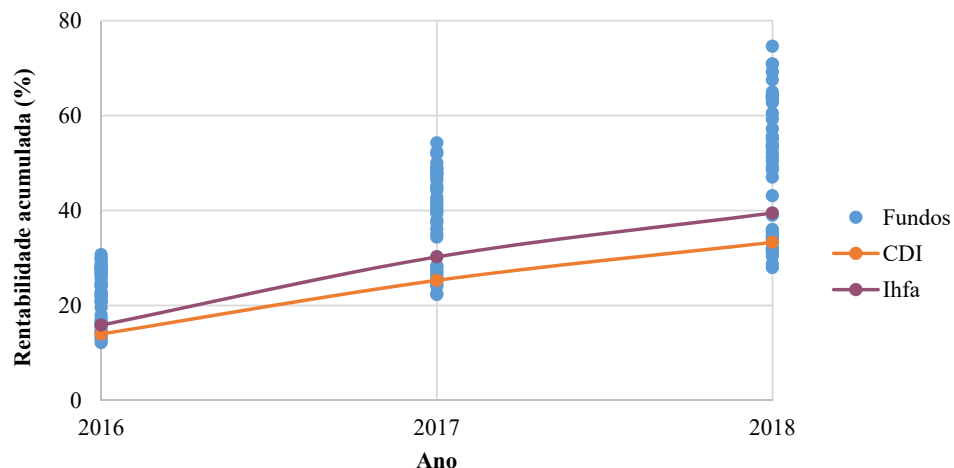
Sob a ótica de um prazo mais curto, os retornos conseguem, em sua maioria, superar os indicadores. Os resultados são apresentados na Figura 6.

De acordo com os resultados, 33 dos 40 fundos verificados superaram o CDI em 2018, enquanto 27 ultrapassaram o Ihfa no mesmo período, ou seja, 82,50% dos ativos ultrapassaram o CDI e 67,50% ficaram acima também do Ihfa. O resultado médio acumulado do final do período foi de 49,83%.

Conforme mostrado por Schneider (2018), o mercado de bolsa apresentou uma perspectiva de alta a partir de 2016, além de uma sucessiva redução do CDI no mesmo período, invertendo o cenário que acontecia até 2015. Isso contribui para o resultado apresentado, uma vez que os fundos estudados possuem exposição em bolsa.

Figura 6

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos data-alvo versus CDI versus Ihfa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

3.1.4 Fundos multimercado

De acordo com a classificação da Anbima (2019a), os ativos dessa categoria aplicam os recursos em múltiplas classes de ativos.

Os fundos multimercado são, por natureza, a base para a formação do Ihfa, sobretudo os classificados como não restritos, que cumprem um dos requisitos fundamentais para que possam participar da formação da carteira teórica do índice. Portanto, é esperado que a rentabilidade dessa classe se mantenha próxima ao indicador de desempenho.

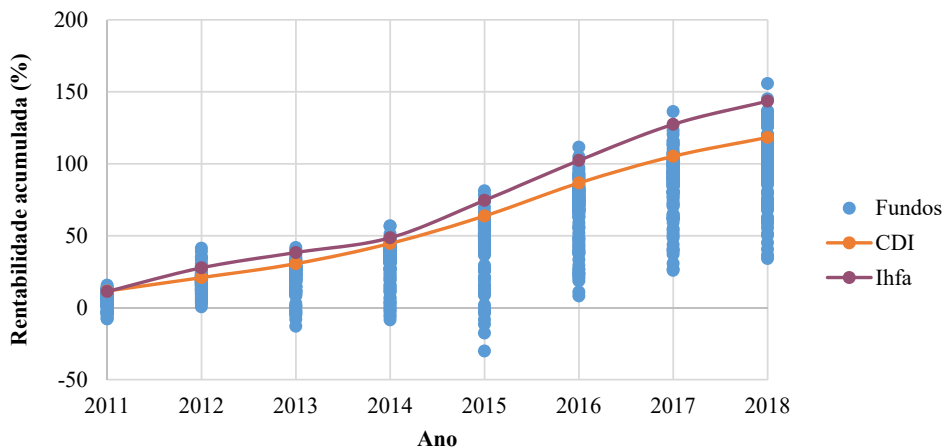
O cenário de retornos acumulados entre 2011 e 2018 mostra que considerável parte dos fundos analisados se manteve abaixo do indicador da Anbima (Figura 7).

Foram investigados 110 fundos no período 2011-2018, dos quais 18 superaram o CDI e dois transpuseram o Ihfa, como mostrado na Figura 7. O rendimento médio acumulado do período foi de 99,94%.

No cenário 2016-2018, foram pesquisados 471 fundos, dos quais 137 apresentaram retornos superiores ao Ihfa, no final do prazo, e 294 superaram o CDI, no mesmo momento, como mostra o gráfico seguinte (Figura 8). O retorno médio acumulado foi de 37,85%.

Figura 7

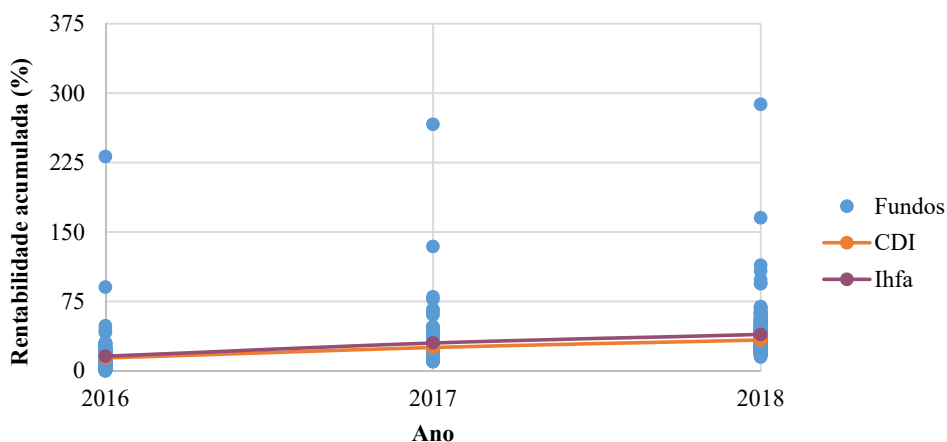
Rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 de fundos multimercado versus CDI versus Ihfa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

Figura 8

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos multimercado versus CDI versus Ihfa



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

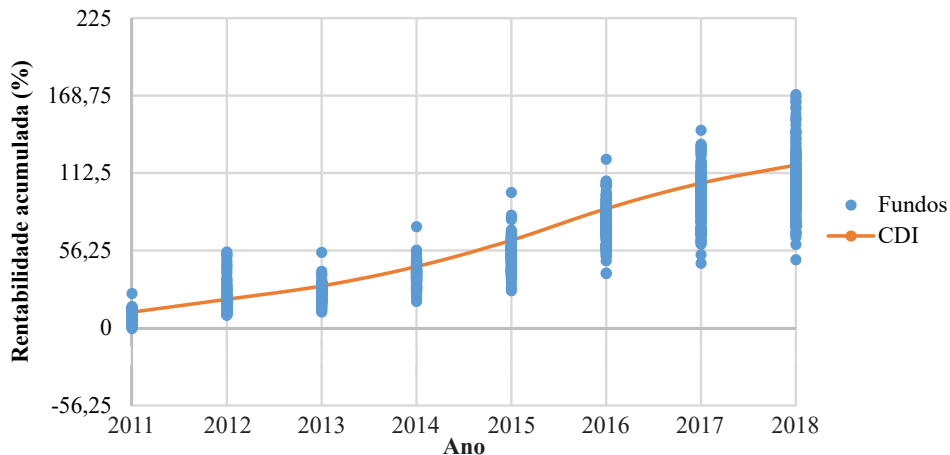
Conforme descreve Schneider (2018), a meta da taxa Selic no período até o final de 2016 se manteve elevada, e, por conta disso, o resultado de vários fundos multimercado permaneceu abaixo do CDI até 2015. Porém, a partir de 2016 essa taxa começa a cair, o que levou a *performance* dos fundos a alcançar comparativamente um melhor resultado.

3.1.5 Fundos de renda fixa

Por definição, os fundos dessa classe estão expostos a ativos de renda fixa, índice de preços e juros. Portanto, uma vez que o CDI é uma taxa comumente usada para precificação de títulos de renda fixa, ele foi utilizado na comparação com os fundos previdenciários da presente categoria (Figura 9).

Figura 9

Rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 de fundos de renda fixa versus CDI



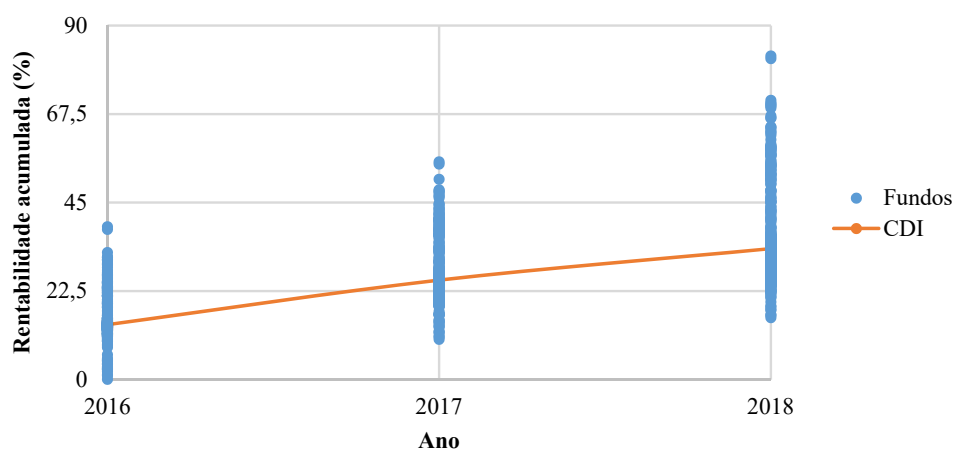
Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

De acordo com os dados apresentados na Figura 9, no cenário 2011-2018, parte dos fundos produziu rendimentos superiores ao CDI, ao longo dos anos. Do total de 222 fundos investigados, 52 ultrapassaram a rentabilidade acumulada do CDI em 2018. O retorno médio acumulado no período foi de 105,49%.

No estudo do período 2016-2018, vários fundos performaram acima do CDI, com nítido aumento da concentração desses resultados em 2018, nos fundos restritos (Figura 10).

Figura 10

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos de renda fixa versus CDI



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b).

De acordo com os resultados, entre os 472 ativos restritos analisados, 210 apresentaram resultados acumulados acima do CDI em 2018, conforme mostra a Figura 10. O retorno médio, ao final do período, foi de 35,96%.

É possível observar que, no cenário 2016-2018, a relação entre fundos que superaram e que não superaram o CDI é consideravelmente maior. No mesmo período, ocorreram quedas sucessivas no índice de referência, conforme mencionado anteriormente.

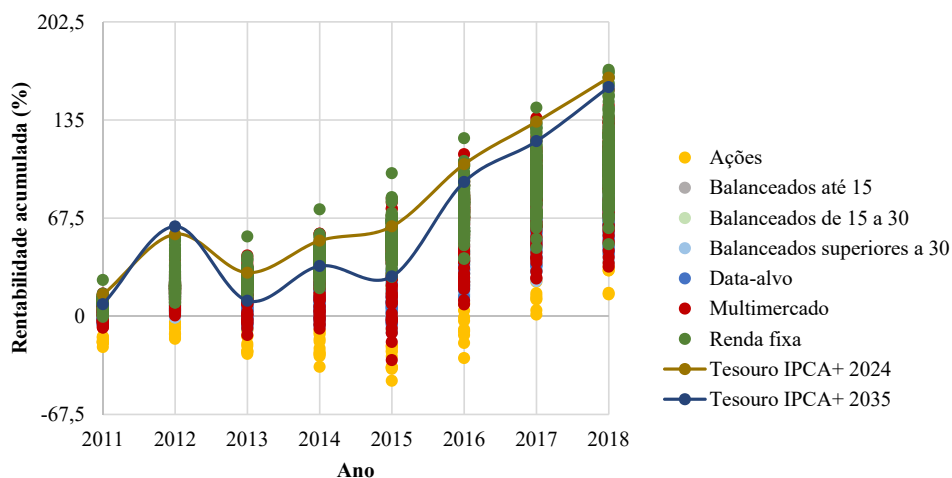
Tais quedas acabam por refletir no desempenho das aplicações, uma vez que fundos de investimento costumam seguir a regra de marcação a mercado que faz com que suas rentabilidades aumentem quando há redução na taxa de juros posterior à aplicação (Mello et al., 2019).

3.2 Previdência complementar aberta versus Tesouro Direto

Para o cenário de comparação da rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 dos fundos de previdência e do Tesouro Direto, foram considerados os títulos IPCA+ com vencimento em 2024 e 2035, pois eram os títulos IPCA+ que estavam disponíveis para a negociação durante todo o período analisado (Figura 11).

Figura 11

Rentabilidade acumulada de 2011 a 2018 de fundos de previdência versus Tesouro Direto



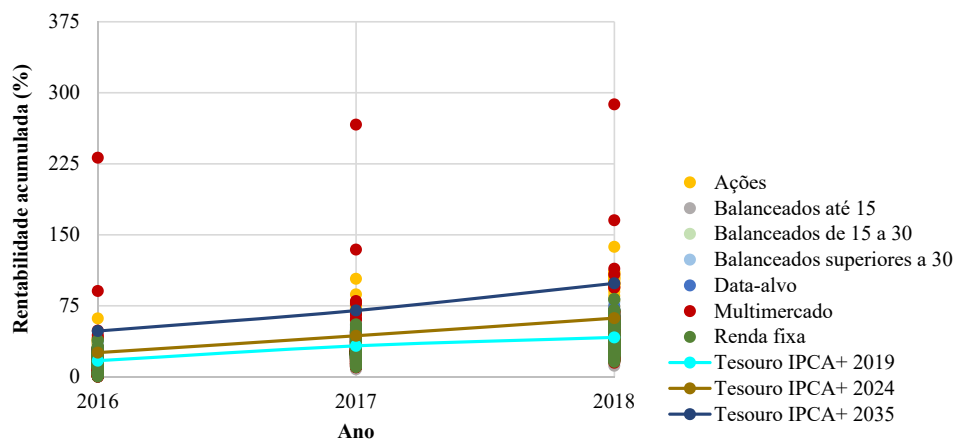
Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b) e do Ministério da Economia (2019).

Na análise apresentada na Figura 11, constatou-se que cinco fundos da categoria de renda fixa superaram os rendimentos dos papéis com vencimento em 2024. Por sua vez, sete fundos dessa mesma categoria ultrapassaram o título público com vencimento em 2035. Todos os demais ativos previdenciários apresentaram rendimentos abaixo do Tesouro Direto.

Na análise referente ao período dos anos de 2016 a 2018, foram analisados, comparativamente com a previdência privada, o Tesouro IPCA+ 2019 e os demais títulos públicos utilizados nos períodos anteriores (Figura 12).

Figura 12

Rentabilidade acumulada de 2016 a 2018 de fundos de previdência versus Tesouro Direto



Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b) e do Ministério da Economia (2019).

De acordo com os dados apresentados na Figura 12, pode-se perceber que, nesse período mais curto, o quantitativo de fundos previdenciários com retornos acumulados acima dos investimentos públicos aumentou significativamente.

O número de fundos por categoria que apresentaram retornos acumulados superiores aos títulos públicos em 2018 está descrito na Tabela 4, bem como o percentual em relação ao total utilizado de cada classe de ativo nesta análise.

Na Tabela 4, é possível observar que as categorias com maior exposição à renda variável e à categoria data-alvo são as que apresentaram mais fundos acima do Tesouro IPCA entre 2016 e 2018. No entanto, na comparação com o título IPCA+ 2035, grande parte dos fundos obteve resultados inferiores.

Com base nas análises anteriores, o cenário de redução da taxa Selic a partir de 2016 com conseqüente efeito de marcação a mercado dos títulos e o fortalecimento do Ibovespa podem contribuir para um melhor desempenho dos fundos em comparação aos títulos públicos, bem como para um destaque maior para os fundos com maior exposição em renda variável.

Tabela 4

Fundos que superaram o Tesouro IPCA+ na rentabilidade acumulada de 2016 a 2018

Tesouro Direto	Ações	B. até 15	B. de 15 a 30	B. superiores a 30	Data-alvo	Multim.	Renda fixa
IPCA+ 2019	27 (100%)	3 (6,82%)	30 (47,62%)	70 (90,91%)	27 (67,50%)	109 (23,24%)	99 (20,97%)
IPCA+ 2024	27 (100%)	0 (0%)	0 (0%)	11 (14,29%)	12 (30%)	18 (3,84%)	18 (3,81%)
IPCA+ 2035	16 (59,26%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	4 (0,85%)	0 (0%)
Total de fundos	27 (100%)	44 (100%)	63 (100%)	77 (100%)	40 (100%)	469 (100%)	472 (100%)

Fonte: Elaborada pelos autores com base nos dados da Anbima (2019b) e do Ministério da Economia (2019).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou o desempenho dos fundos atrelados a planos de previdência privada aberta em comparação com índices de mercado e com a rentabilidade dos títulos públicos do Tesouro Direto atrelados ao IPCA. Para tanto, os fundos foram estudados por categoria de risco. A análise partiu da comparação de cada classe de ativos com *benchmarks* relacionados à exposição predefinida dos fundos. Posteriormente, efetuou-se a comparação com os títulos públicos denominados Tesouro IPCA+, a fim de verificar o desempenho dos planos previdenciários ante o investimento em papéis da dívida pública brasileira.

Os resultados indicaram um desempenho inferior na rentabilidade acumulada dos ativos previdenciários abertos no prazo que englobaram os anos de 2011 a 2018. Em diversas comparações, os fundos performaram abaixo dos índices de referência, destacando-se as opções de fundos de renda fixa, que apresentaram, em várias ocasiões, desempenho inferior ao CDI, mesmo estando expostos a investimentos que possuem características similares de risco.

Ademais, quando o estudo comparativo dos fundos foi feito com base em papéis da dívida pública que estão mais distantes do vencimento, o desempenho de rentabilidade inferior dos planos de previdência privada aberta se tornou mais evidente. Deve-se destacar a análise dos fundos de renda fixa, que apresentaram resultados consideravelmente abaixo do Tesouro IPCA+ com vencimento em 2024, já que a carteira daqueles ativos é composta parcial ou totalmente por títulos da dívida pública brasileira.

Além disso, foi possível notar um efeito positivo na rentabilidade dos fundos a partir de 2016 decorrente do fortalecimento da bolsa brasileira e queda da taxa Selic que serve como base para o CDI.

Como proposta de pesquisa futura, sugere-se a análise detalhada da composição das carteiras dos fundos de investimento previdenciários, bem como das estratégias de alocação dos gestores perante os diferentes cenários econômicos, a fim de investigar os fatores determinantes para o desempenho deles em relação ao seu índice de referência. Ademais, propõe-se o estudo dos fundos previdenciários recentemente criados, considerando a conjuntura econômica mais atual, com o intuito de verificar se os resultados do presente trabalho se mantêm, uma vez que a rentabilidade histórica observada nos investimentos estudados não garante que os retornos no futuro serão equivalentes.

OPEN SUPPLEMENTARY RETIREMENT FUNDS: AN ANALYSIS OF THE HISTORICAL PERFORMANCE OF THE AND COMPARISON WITH THE IPCA+ BRAZILIAN GOVERNMENT BONDS BETWEEN 2011 AND 2018

Abstract

Brazil has a variety of plans and categories of supplementary retirement funds that are offered by many financial institutions. However, a lot of these investments have high administration and performance fees, which diminishes its financial returns. With that in mind, this study analyzed the historical returns of these investments at the periods of 2011 to 2018 and 2016 to 2018, with the objective of assess the quality of the open private retirement's funds of the country. The obtained results pointed that the open supplementary retirement funds had low performance compared to the market indicators at the accumulated profitability analysis at the period of 2011 to 2018. Although, at the shorter term, a largest share of funds of all categories presented accumulated results lower than the Brazilian Government bonds.

Keywords: retirement; open supplementary retirement; Brazilian Government bonds; financial market; personal finances.

Referências

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2011). *Metodologia IHFA: Índice de Hedge Funds*. https://www.ansbima.com.br/data/files/E3/54/EA/92/71A9E510222775E5A8A80AC2/Metodologia_IHFA.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2019a). *Regras e Procedimentos Anbima do Código de Administração de Recursos de Terceiros*. https://www.ansbima.com.br/data/files/3B/91/FF/37/AB68C6105C69E6C6A9A80AC2/F___ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Regras%20e%20Procedimentos%20-%20versoes%20finais_Codigo%20ART_Regras_procedimentos_Codigo_ART_final.pdf
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2019b). *Sistema de informações – Anbima*. [2 DVD].
- Associação Nacional de Previdência Privada (2003). *Previdência complementar aberta no Brasil: Dados estatísticos*. http://fenaprevi.org.br/data/files/30/C7/27/4F/0A55A6103088F4A63A8AA8A8/numeros_do_mercado-dezembro2003.pdf
- Brasil. Bolsa. Balcão (201? a). *Ibovespa*. http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm.
- Brasil. Bolsa. Balcão (201? b). *Units*. http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/units/
- Coelho, N. N. A., & Camargos, M. A. D. (2012). Investimentos em previdência privada fechada: Uma análise comparativa com outras opções de aplicações financeiras no Brasil. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 10(2), 7–24. <http://periodicos.ufc.br/contextus/article/view/32146>
- Decreto nº 81.402, de 23 de fevereiro de 1978 (1978). Regulamenta a Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977, que dispõe sobre as entidades de previdência privada, na parte relativa às entidades abertas. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D81402.htm
- Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (201?). *Previdência privada complementar aberta*. <http://fenaprevi.org.br/conheca-a-fenaprevi/previdencia-privada-complementar-aberta.html>
- Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (2017). *Cobertura de pessoas: Planos de acumulação*. <http://fenaprevi.org.br/data/files/12/41/4B/CE/6A55A6103088F4A63A8AA8A8/Caderno%20de%20Cobertura%20de%20Pessoas%20-%20Planos%20de%20Acumula%C3%A7%C3%A3o%20-%20Jan%20a%20Dez%2017%20-%20V2.pdf>
- Fortuna, E. (2010). *Mercado financeiro: Produtos e serviços* (18a ed. rev. atual. e aum.). Qualitymark.
- Lei nº 9.250, de 26 de dezembro de 1995 (1995). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas físicas e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9250.htm

- *Previdência complementar aberta: Uma análise do desempenho histórico dos fundos e comparação com o Tesouro Direto IPCA+ entre 2011 e 2018*, Gabriel Oliveira Medeiros, Thiago Periard do Amaral, Norberto Martins Vieira

Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004 (2004). Dispõe sobre a tributação dos planos de benefícios de caráter previdenciário e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11053.htm

Lei nº 13.149, de 21 de julho de 2015 (2015). Altera as Leis nºs. 11.482, de 31 de maio de 2007, para dispor sobre os valores da tabela mensal do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física, 7.713, de 22 de dezembro de 1988, 9.250, de 26 de dezembro de 1995, e 10.823, de 19 de dezembro de 2003. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13149.htm

Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001 (2001). Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm

Mello, E. M., Santos, J. C. de S., & Varanda Neto, J. M. (2019). *O mercado de renda fixa no Brasil: Conceitos, precificação e risco*. Saint Paul.

Ministério da Economia (2017a). *Fundos de Índice – ETFs*. https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/ETFs.html.

Ministério da Economia (2017b). *Entenda cada título no detalhe*. <http://www.tesouro.gov.br/in/web/stn/-/entenda-cada-titulo-no-detalhe#this>

Ministério da Economia (2017c). *Tesouro Direto. Módulo 1. Introdução ao Tesouro Direto*. http://www.tesouro.gov.br/documents/10180/572609/Modulo1_TesouroDireto+%282017%29/84cedb36-faa9-47fd-ae21-54459c804157

Ministério da Economia (2017a). *Regulamento Tesouro Direto, de julho de 2017*. http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/

Ministério da Economia (2017b). *Circular nº 563, de 24 de dezembro de 2017*. http://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/1493593/do1-2017-12-29-circular-n-563-de-24-de-dezembro-de-2017-1493589

Ministério da Economia (2018). *Taxa de custódia do Tesouro Direto cairá para 0,25% em 2019*. <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/taxa-de-custodia-do-tesouro-direto-caira-para-0-25-em-2019>

Ministério da Economia (2019). *Histórico de preços e taxas*. <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2031:2:0>

Ri, F. E. K. D. (2018). *Análise da persistência da performance dos fundos de previdência: Ações*. [Trabalho de conclusão de curso não publicado]. Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul. <https://bibliodigital.unijui.edu.br:8443/xmlui/bitstream/handle/123456789/5788/Francisco%20Eduardo%20K%20c3%b6hler%20Dal%20Ri.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Santos, A. S. D. dos, & Varanda Neto, J. M. (2020). Mensuração da “habilidade do gestor” em fundos de investimentos em ações de previdência privada aberta no período de 2008-2019. *Congresso Internacional de Administração*. Ponta Grossa: Universidade Estadual de Ponta Grossa (UEPG), 2020. https://admpg.com.br/2020/anais/arquivos/08242020_210824_5f445588d3446.pdf

Schneider, I. N. (2018). *Eficiência dos fundos de investimento: Avaliação do desempenho dos fundos de previdência multimercados*. [Dissertação de mestrado não publicada]. Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul. <https://bibliodigital.unijui.edu.br:8443/xmlui/bitstream/handle/123456789/5773/Iso%c3%a9%20N%c3%adcolas%20Schneider.pdf?sequence=1&isAllowed=y>