

Área Temática: Finanças

Composição e Rentabilidade da Carteira de Ativos em Relação ao Mercado: O Caso de um Fundo de Pensão.

AUTORES

KAIO CÉSAR ALMEIDA DE OLIVEIRA

Universidade Federal de Viçosa

kaiocesar3@hotmail.com

SUELY DE FÁTIMA RAMOS SILVEIRA

Universidade Federal de Viçosa

sramos@ufv.br

MURILO BARBOSA NUNES

Universidade Federal de Viçosa

muriloufv@gmail.com

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo principal comparar as rentabilidades de um Fundo de Pensão com seus benchmarks, determinando os fatores econômicos que tem influenciado nessa relação, além de analisar a composição de sua carteira de investimentos e sua evolução no período de 2000 a 2008. O estudo foi realizado em um Fundo de Pensão de Pequeno Porte vinculado a uma Universidade Federal, sendo esta sua maior patrocinadora. A pesquisa caracteriza-se como descritiva, bibliográfica, documental e estudo de caso. Os principais dados foram coletados por meio de consultas a documentos da Diretoria Financeira do Fundo de Pensão, sendo utilizados os softwares Microsoft Office Excel 2007® e SPSS 15.0 para as análises estatísticas. Pela análise das rentabilidades pode-se perceber que o Fundo estudado apresentou um bom desempenho frente aos seus benchmarks, conseguindo superar sua Meta Atuarial para o período, devido aos excelentes resultados obtidos nos investimentos em Renda Fixa e Variável. A carteira de investimentos concentra a maioria dos recursos em Renda Fixa, alterando sua composição de acordo com a conjuntura econômica de forma a maximizar a rentabilidade total do Fundo. O Modelo de gestão praticado é ativo, possuindo, entretanto, um estilo conservador de alocação de recursos.

Palavras-chave: Fundos de Pensão; Rentabilidade; Benchmark.

ABSTRACT

This work had as main objective to compare the returns of a Pension Fund with its benchmarks, determining the economic factors that have influenced this relationship, and analyzing the composition of its portfolio of investments and developments in the period 2000 to 2008. The study was conducted in a small pension fund tied to an University, which is its main sponsor. The research is characterized as descriptive, bibliographic, documentary and case study. The main data were collected in a consult of documents from the Financial

Management Pension Fund, using the Microsoft Office Excel 2007® and SPSS 15.0 software for statistical analysis. In the analysis of returns, the study about the Fund could show a good performance against their benchmarks, and managed to overcome their Actuarial Target for the period due to the excellent results obtained in investments in Fixed and Variable profits .The portfolio of investments focused most resources in Fixed Income, changing its composition according to the economic situation in order to maximize the total return of the Fund. The model of management practices and activities, possessing, however, a conservative style of allocation of resources.

Key-words: Pension Funds; Profitability; Benchmark.

1. Introdução

Uma economia desenvolvida é aquela que tem uma eficiente manutenção de investimentos nos seus diversos setores. O mercado financeiro é o grande responsável por esses investimentos, pois canaliza os recursos de poupança dos agentes econômicos superavitários para os carentes de recursos, ou deficitários, proporcionando assim um desenvolvimento econômico, além de incentivar os investimentos e a poupança (COSTA, 2005).

Nesse sentido, tem-se como integrante do Mercado Financeiro os Fundos de Pensão, que se tornaram importantes investidores institucionais, pois administra grandes reservas de capital que serão somente exigidas no longo prazo, sendo de grande importância uma gestão eficaz de seus investimentos para que se possa obter um equilíbrio financeiro-atuarial, ou seja, obter um retorno compatível com o índice de inflação e a taxa de juros adotada pelo plano (Inflação do período e rentabilidade real) (BAIMA, 1998).

Os Fundos de Pensão têm experimentado um grande crescimento em todo mundo e também no Brasil, pois representam uma forma complementar a previdência básica oferecida pelo governo federal, com grande representatividade econômica e social. Sua função básica é oferecer aos participantes e suas famílias uma proteção em situações de velhice, invalidez, morte, ou qualquer outro tipo de incapacidade econômica, complementando os recursos advindos da previdência social básica que em muitos casos não são suficientes para manter o mesmo padrão de vida anterior (BAIMA, 1998).

De acordo com Pinheiro (2007) para a realização de seus fins, os planos de previdência administrados por Fundos de Pensão recebem as contribuições previdenciárias e investem os recursos arrecadados, sendo esta a sua atividade-meio. Já com os capitais acumulados e rentabilizados, os planos de previdência fazem o pagamento de benefícios de caráter previdenciário, o que constitui a sua atividade-fim.

Portanto, o sucesso no objetivo principal do Fundo de Pensão, que é o pagamento dos benefícios, depende do êxito na aplicação dos recursos arrecadados e que, na qualidade de administrador ele investe. Quanto melhor a gestão dos recursos, maior as chances se obter maiores rentabilidades e assim acumular maiores volumes de capital, que vão garantir o cumprimento dos compromissos do Fundo com os seus participantes.

1.1. Problema de Pesquisa e Objetivos

Segundo dados da ABRAPP (2008), os Fundos de Pensão no Brasil administram um volume de recursos na ordem de R\$ 468 bilhões, representando 17,8% do PIB nacional, e contam com cerca de sete milhões de participantes e beneficiários. Uma gestão qualificada dos ativos dos Fundos faz-se necessária frente à importância desses recursos para os participantes, que anseiam pelo recebimento de seus benefícios previdenciários. De acordo com Costa e Piacenti (2008) para se atingir os objetivos deve-se buscar uma eficiência nos investimentos, diminuindo os riscos de mercado e aumentando os retornos das carteiras. Para garantir a segurança dos participantes em relação ao dinheiro aplicado, os fundos têm as suas atividades de investimentos regulamentadas pela legislação, que determina limites para a alocação dos recursos nas diversas modalidades de investimento (Renda Fixa; Renda Variável; Imóveis e Empréstimos).

Tendo em vista a importância social e econômica dos Fundos de Pensão e a sua forte expressão no mercado financeiro nacional, juntamente com a sua necessidade de obter rentabilidades satisfatórias, adquire-se relevância a realização de estudos nessa área. Nesse

sentido, indagam-se quais os retornos auferidos por um Fundo de Pensão frente às rentabilidades de seus benchmarks, e quais as mudanças ocorridas na composição de suas carteiras, associadas à conjuntura econômica mundial no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2008?

Perante a questão de pesquisa proposta este trabalho tem como objetivo principal comparar as rentabilidades de um Fundo de Pensão com seus benchmarks, bem como o risco associado aos investimentos, determinando os fatores econômicos que tem influenciado nessa relação. Objetiva-se também analisar a composição de sua carteira de investimentos, bem como a sua evolução no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2008.

2. Referencial Teórico

2.1. Fundos de Pensão

Os Fundos de Pensão são uma forma de previdência complementar fechada instituído por empresas públicas ou privados, sendo oferecidos sob a forma opcional aos seus funcionários. Não possuem fins lucrativos, e estão disponíveis para grupos específicos de pessoas, baseado em seu vínculo empregatício com a empresa patrocinadora do Fundo de Pensão, que são constituídas sob a forma de Fundação ou Sociedade Civil (MPS, 2005).

No Brasil, existem cerca de 370 Entidades Fechadas de Previdência Complementar, e 2,1 milhões de participantes ativos, sendo aproximadamente um total de sete milhões de pessoas assistidas por esse sistema, possuindo uma poupança na ordem de R\$ 468 bilhões (ABRAPP, 2008).

Por meio de contribuições periódicas, efetuadas tanto pelos participantes, quanto pela patrocinadora, forma-se um montante de recursos acumulado em um plano ou mais planos previdenciários, que deverão ser administrados pelo Fundo de Pensão, e que futuramente deverão garantir os benefícios dos participantes. Os recursos arrecadados são investidos principalmente no mercado financeiro com o objetivo de obter rendimentos satisfatórios que os permitam honrar com os seus compromissos futuros, ou seja, ou benefícios dos participantes. Logo, o sucesso do objetivo principal dos Fundos, que é o pagamento dos benefícios, depende do êxito na aplicação dos recursos, que ele arrecada e investe (PINHEIRO, 2007).

Os investimentos dos recursos do Fundo constituem uma carteira de ativos, procurando obter rentabilidades satisfatórias de forma a se acumular um volume de recursos suficientes para se arcar com todos os compromissos. Os investimentos também não devem assumir riscos excessivos, de forma a dar segurança aos recursos. A carteira de ativos administrada pelos Fundos de Pensão deve respeitar limites de alocação de recursos nas modalidades disponíveis, conforme determinação do Conselho Monetário Nacional, de forma a dar mais segurança aos investimentos. Os ativos que compõem a carteira poder ser: Renda Fixa, Renda Variável, Imóveis e Empréstimos aos participantes.

Segundo Fenner (2002) as Entidades de Previdência Privada, além de provedores de benefícios, cumprem outro papel muito importante, sendo um instrumento captador e acumulador de riqueza da sociedade, e canalizador desses recursos para o mercado, financiando os segmentos produtivos da sociedade. Sendo assim, os essas entidades assumem um importante papel de alavanca ao crescimento e desenvolvimento econômico e social de uma sociedade.

2.2. Teoria do Portfólio e Risco x Retorno

Os investimentos realizados pelo Fundo nas classes de ativos possuem duas características importantes, sendo eles o risco e o retorno. O Risco é a “*chance de perda financeira ou, colocado mais formalmente, a variabilidade de retorno associado a um dado ativo*”. Já o Retorno é “*o total de ganho ou perda ocorrido através de um dado período de tempo*” (GITMAN, 2001, p. 205).

O comportamento de cada investidor perante o risco assumido determina o seu perfil de investidor, sendo os mais arrojados aqueles que desejam maiores retornos e assim estão dispostos a assumir maiores riscos. Os Fundos de Pensão, na qualidade de Investidores Institucionais, tendem a adotar uma postura mais conservadora, procurando menores níveis de risco, pois administram recursos de terceiros.

Segundo Bertucci *et. al.*, (2006) no caso dos Fundos de pensão, soma-se ao risco de mercado – um importante componente do risco – o risco relacionado com a meta atuarial. Além de representar um piso de rentabilidade a ser alcançado com a alocação dos ativos, também representa um balizador de risco, no sentido de que, mesmo que os recursos estejam alocados em ativos de altas rentabilidades e com um risco de mercado aceitável, é importante que essa alocação esteja compatível com a meta atuarial, pois ela é uma garantia da capacidade de honrar o passivo do fundo quando necessário.

De acordo com Gitman (2001) o risco de um ativo pode ser mensurado quantitativamente usando métodos estatísticos. Considera-se para o cálculo do risco a Desvio-Padrão, que mede a dispersão em torno do valor esperado, sendo este o valor mais provável de um ativo, e o Coeficiente de Variação, que é uma medida de dispersão relativa usada para comparar o risco de ativos com retornos distintos esperados.

Segundo Bernstein (1996), um dos primeiros acadêmicos a incluir a análise do risco na gestão de investimentos foi Harry Markowitz, cujas idéias foram inicialmente expostas no artigo “*Portfólio Selection*”, publicado no *Journal of Finance* em julho de 1952. Seus trabalhos originaram a moderna Teoria do Portfólio, que passou a apresentar o risco como fator inerente às decisões de investimentos, ressaltando a importância e os benefícios decorrentes da diversificação dos ativos.

Em seu trabalho Markowitz estabeleceu que todo investimento possui um retorno esperado, sendo este desejável, e uma variância de possíveis resultados em torno desse retorno, sendo esta variância indesejável. Assim Markowitz elaborou um modelo capaz de maximizar os retorno e minimizar a variância associada a um retorno.

Markowitz (1952) definiu risco na área financeira como sendo a variância ou o desvio em relação a uma média. Tal proposição parte do princípio que, para o investidor, o retorno esperado e a volatilidade dos prováveis retornos são aspectos de extrema importância na definição do portfólio ótimo. O problema é formulado de modo a se minimizar o risco do portfólio para um dado nível de retorno exigido pelo investidor, ou maximizar o nível de retorno esperado do portfólio associado a um dado nível de risco.

A principal idéia deste modelo é a construção de carteiras de investimento que apresente a melhor relação risco x retorno para o investidor, sendo isso conseguido através da diversificação dos ativos. De acordo com Macedo Jr. (2003), Markowitz se propunha minimizar a variância de uma carteira através da alocação de recursos em diversos ativos, sendo que estes não devem possuir forte correlação positiva entre si.

Segundo Gitman (1997) para a redução do risco total, é melhor combinar ativos na carteira que possuam uma correlação negativa, ou positiva baixa. Mediante essa combinação de ativos negativamente correlacionados, a variabilidade dos retornos ou risco, pode ser reduzido. Isso é possível porque os retornos são inversamente proporcionais, ou seja, quando

o retorno de uma diminuir, o retorno de outro ativo aumenta na mesma magnitude, anulando os efeitos negativos produzidos (BRAGA, 2007).

Porém, não é possível uma redução total do risco, sendo esta feita até certo limite. Na prática é enorme a dificuldade de se encontrar ativos com correlação perfeitamente negativa. Também, o risco que pode ser eliminado ou reduzido pela diversificação é o risco não sistemático, sendo que o risco sistemático sempre estará presente na estrutura (ASSAF NETO, 2008).

Conclui-se que o processo de diversificação é de grande importância nas estratégias das empresas, proporcionando uma proteção ao risco em ambientes de incerteza.

2.3. Gestão Ativa e Gestão Passiva de Carteiras de Investimentos

No processo de investimento, os investidores devem estabelecer os seus objetivos a serem atingidos e assim determinar a sua estratégia de gestão dos recursos, levando-se em consideração, principalmente, o risco assumido e a expectativa de retorno auferido.

De acordo com Duarte Jr. (2005) para avaliar e controlar um investimento deve-se escolher um referencial que será comparado a este e assim determinar o seu desempenho. Este referencial é denominado de Benchmark, que pode ser um índice, um ativo ou uma carteira, de modo que sua relação risco x retorno sejam compatíveis com o investimento adotado.

A gestão de fundos de investimentos relaciona-se com a forma com que os recursos captados serão geridos, sendo de fundamental importância para o seu desempenho, ou seja, para a determinação de sua rentabilidade. As estratégias de gestão a serem adotadas em relação ao Benchmark podem ser de dois tipos: gestão ativa ou gestão passiva.

De acordo com Carmona [s.d.] a gestão ativa é aquela que busca obter uma performance superior ao índice de mercado ao qual é comparada, o Benchmark. Através dessa estratégia o gestor do fundo procura otimizar a relação entre o risco e o retorno da carteira, optando por ativos que conjuntamente apresentam uma performance superior a do mercado.

Segundo o mesmo autor, na gestão ativa há uma crença entre os investidores de que pode obter um desempenho superior a carteira do Benchmark, por terem maiores habilidades para identificar os melhores momentos para a compra e venda de ativos, assim como descobrir aqueles que estejam subavaliados, ou seja, seus preços estão inferiores ao preço justo de mercado.

Na gestão passiva tem-se a filosofia de se investir de modo a seguir a rentabilidade e o risco de um Benchmark, tentando reproduzi-lo exatamente. Os investidores adotam essa estratégia, pois acreditam que não haja oportunidades para ganhos extraordinários, que difira muito do Benchmark escolhido (MALACRIDA *et. al.*, 2007).

Os gestores que optam pela administração passiva acreditam que é melhor construir uma carteira que acompanhe o desempenho de um índice de mercado e não tentar obter resultados positivos nas oscilações do mercado, pois os custos das transações e obtenção de informações não compensam, em média, os eventuais ganhos obtidos pelos gestores ativos em relação à média do mercado. Enquanto administração ativa espera obter um desempenho para a sua carteira, superior à média do mercado, a administração passiva tem um bom desempenho quando a sua performance estiver o mais próximo possível à do índice de mercado (SILVA, 2006).

De acordo com Braga (2007) os fundos de pensão, na maioria das vezes utilizam de uma gestão ativa, sendo que as decisões de investimento são tomadas pela própria EFPC. Mas, toda a estrutura de controle e custódia pode ser executada por outra instituição devidamente autorizada.

Para Duarte Jr. (2005) no Brasil as oportunidades de investimento ativo são grandes devido a uma alta volatilidade e um nível de eficiência inferior dos mercados mais desenvolvidos. Com isso, tanto os gestores que atuam na seleção de ativos quanto os que atuam fazendo market timing possuem grandes oportunidades de superar o desempenho dos índices de mercado.

3. Metodologia

O estudo foi realizado em um Fundo de Pensão de Pequeno Porte vinculado a uma Universidade Federal, sendo esta sua maior patrocinadora. O Fundo de Pensão é uma Entidade Fechada de Previdência Privada (EFPP), constituída sob a forma de sociedade civil.

O Fundo administra atualmente um volume de recursos na ordem dos R\$ 486 milhões, arrecadados principalmente de contribuições mensais dos patrocinadores, participantes e dos resultados de aplicações financeiras, sendo esses recursos investidos em alguns segmentos do mercado financeiro de forma a se constituir uma carteira de ativos. Os principais investimentos do Fundo se concentram em ativos de Renda Fixa, Renda Variável, Imóveis e Empréstimos aos Participantes.

Para a classificação da pesquisa, tomou-se como base a taxionomia apresentada por Vergara (2006), que a qualifica em relação a dois aspectos: quanto aos fins e quanto aos meios. A pesquisa caracteriza-se quanto aos fins, como sendo essencialmente descritiva, e sendo assim buscou-se expor e descrever, diante as alterações no cenário econômico, como se apresenta o desempenho da carteira do Fundo de Pensão frente aos benchmarks do mercado, em relação às rendas fixa e variável, e as alterações da composição de sua carteira de investimentos. É neste sentido que o estudo de caso que foi apresentado determinou uma análise da rentabilidade total e a evolução na composição da carteira do Fundo de pensão, no período entre janeiro de 2000 a dezembro de 2008, além de discutir os resultados obtidos face aos acontecimentos na conjuntura econômica mundial, e especificamente o Brasil. Considerou-se como conjuntura econômica mundial fatores macroeconômicos como: inflação no período (jan./2000 – dez./2008), taxa SELIC, taxa cambial e saldo da balança comercial.

A escolha do intervalo temporal estudado justifica-se pelo fato de terem ocorrido duas crises econômicas neste período. A primeira ocorreu em 2002, restringindo-se mais ao Brasil, devido à grande especulação sobre a sucessão presidencial que ocorreria neste ano. Já a crise de 2008, que se iniciou nos Estados Unidos, propagou-se por todo mundo, tomando uma proporção de uma crise financeira internacional. Portanto, neste trabalho iniciou-se uma análise em 2000, num período de estabilidade antes da crise de 2002, estendendo-se até 2008 onde se fazem presentes em todos os mercados os impactos da crise neste ano.

Optou-se por determinar a rentabilidade apenas pela Renda Fixa e Variável, pois estas representam a grande maioria das alocações da carteira do Fundo, variando de 80% a 90%, sendo que os investimentos em Imóveis e Empréstimos não exercem grande influência na rentabilidade final do Fundo.

Segundo Vergara (2006) a pesquisa descritiva expõe as características de determinada população, além de estabelecer correlações entre as variáveis do estudo e definir a natureza das mesmas, o que é a pretensão fundamental neste trabalho. Nessa análise descritiva buscou-se dentre os objetivos específicos verificar o equilíbrio entre os retornos de rendas variável e fixa na determinação da rentabilidade total da carteira do Fundo de Pensão, no período entre janeiro de 2000 a dezembro de 2008. Pesquisas dessa natureza são indicadas para estudos na área de ciências humanas e sociais, abordando dados e problemas que merecem ser estudados e que ainda não constam registros em documentos do Fundo de Pensão.

Quanto aos meios, a pesquisa terá cunho bibliográfico, documental e estudo de caso. Segundo Yin (2005) o estudo de caso permite uma investigação que preserva as características holísticas e significativas dos eventos da vida real, e através disso é possível movimentarmos de maneira prática a rentabilidade dos investimentos. Optou-se pelo estudo de caso no Fundo de Pensão com perspectiva de que a pesquisa traga um reconhecimento maior sobre o funcionamento de uma Entidade Fechada de Previdência Privada (EFPP), no contexto de diferentes cenários no ambiente econômico: estabilidade - crise interna – estabilidade – crise mundial. A pesquisa bibliográfica foi realizada visando à maior compreensão das diferentes interfaces do assunto em questão, através de material acessível fornecido pelo Fundo de Pensão para efeitos de estudo, além de livros, artigos científicos, dissertações e teses.

Na pesquisa documental, foram consultados: leis, portarias, manuais que regem a Instituição e documentos da Diretoria Administrativo-Financeira do Fundo de Pensão, no sentido de conhecer detalhadamente procedimentos, normas que regem o Instituto e o mercado, e também informações cruciais dentro do período estudado para a análise, sendo elas: Rentabilidade Anual do Fundo de Pensão por segmentos, SELIC, IBOVESPA, Meta Atuarial do Fundo de Pensão, rentabilidade das Rendas Fixa e Variável do Fundo de Pensão, Recursos Garantidos de Reservas Técnicas (RGRT) e Composição de sua carteira.

Os principais dados, essencialmente quantitativos, foram coletados por meio de consultas a documentos da Diretoria Administrativo-Financeira do Fundo de Pensão, o que trouxe em números exatos a rentabilidade e composição da carteira, sendo eles: os índices de rentabilidade auferida pela carteira do Fundo de Pensão no período considerado, bem como o retorno médio do mercado no mesmo período, alocação dos ativos na carteira e o número de participantes que fazem parte dos planos da Instituição.

Partindo-se dos dados quantitativos obtidos na Instituição em estudo, como as rentabilidades dos ativos da carteira, seus benchmarks, meta atuarial e RGRT, foi realizada uma análise estatística dos dados. Para essa análise foi usada a Estatística Descritiva, determinando-se a média, mediana, desvio-padrão e variância, bem como uma análise de Correlação entre as variáveis, podendo esta ser mais bem visualizada no diagrama de dispersão. Também, para a mensuração do risco foi calculada a volatilidade dos retornos dos investimentos. Para a análise dos dados quantitativos foram utilizados os softwares Microsoft Office Excel 2007® e SPSS.

Para a análise da correlação foi utilizado níveis de intensidade de relação entre as variáveis, sendo classificado segundo Hair (2005) em: Correlação leve, quase imperceptível (0,01 - 0,20); Correlação pequena, mas definida (0,21 – 0,40); Correlação Moderada (0,41 – 0,70); Alta correlação (0,71 - 0,90) e; Correlação muito forte (0,91 – 1,00).

Através dessas análises estatísticas teve-se uma visão mais concreta das rentabilidades da carteira, podendo-se discutir e comparar com as rentabilidades dos benchmarks, determinando se o Fundo está sendo eficaz na alocação de seus recursos. Por meio dessa análise, pode-se determinar o desempenho da carteira do Fundo, bem como detectar falhas na alocação de ativos.

Os resultados encontrados neste trabalho podem se estender para outros Fundos, principalmente pelas características de investimentos e mercado muito semelhantes entre os membros deste setor.

4. Análise dos Resultados

A discussão dos resultados alcançados está estruturada de forma a se alcançar da melhor forma os objetivos predeterminados. O período analisado foi dividido em três grandes blocos, segmentando as rentabilidades em Renda Fixa, Renda Variável e Recursos Garantidores de Reservas Técnicas (RGRT).

Dentro de cada bloco as rentabilidades foram analisadas em diferentes períodos, sendo eles: 2000 a 2002, 2003 a 2005 e 2006 a 2008. Esta divisão se faz necessária para melhor se entender a situação econômica no período e se analisar as rentabilidades do Fundo estudado em relação aos seus benchmarks.

Para realizar a análise da rentabilidade do Fundo foram apresentados os dados secundários obtidos através de consulta no Instituto de análise bem como da pesquisa de índices do mercado necessários para a análise. Conforme citado anteriormente, pelo caráter descritivo das rentabilidades auferidas, o resultado foi discutido em blocos de análise da seguinte forma: Desempenho da rentabilidade da Renda Fixa frente ao CDI; Desempenho da rentabilidade da Renda Variável frente ao IBOVESPA; Desempenho dos RGRT frente à Meta Atuarial visada; Rentabilidade Anual do Fundo por Segmentos. Foi realizada também uma análise da evolução na composição da carteira de ativos no período de forma a se perceber a postura adotada pelo Fundo.

4.1. Renda Fixa x CDI

Os investimentos em Renda Fixa proporcionam rentabilidades com baixas oscilações devido à característica do investimento, possuindo retornos pré ou pós fixados. Este investimento possui grande relevância na carteira do Fundo, pois constitui cerca de 60% do total das aplicações, influenciando fortemente na sua rentabilidade total.

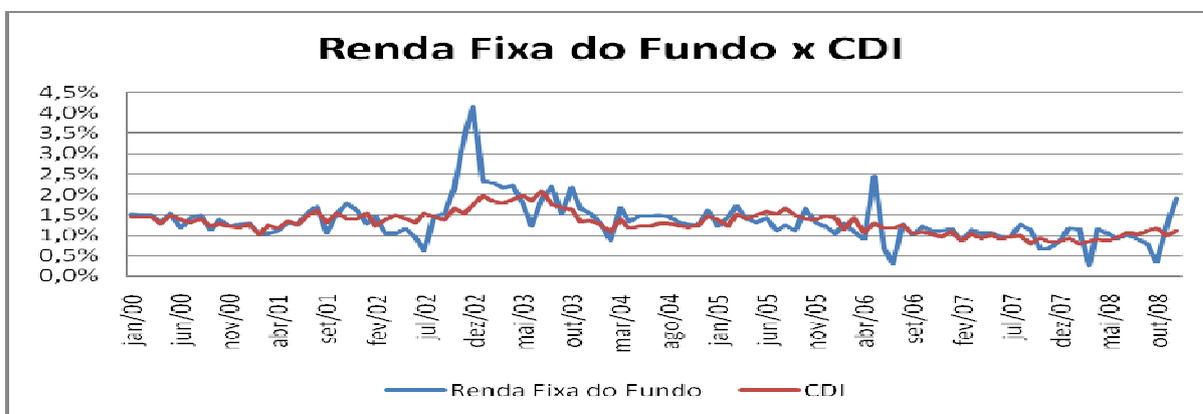


Gráfico 01: Rentabilidade Renda Fixa do Fundo x CDI: 2000 – 2008.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Pelo gráfico 01 observa-se que no primeiro ano considerado tanto o CDI quanto o retorno de Renda Fixa do Fundo tiveram uma pequena oscilação, devido à característica de baixo risco desse tipo de investimento. De forma geral a rentabilidade do Fundo acompanhou o seu benchmark, variando na maior parte do período na faixa de 1% a 1,5%, devido principalmente às taxas de juros constantes e estabilidade econômica neste ano.

A partir de 2001 as variações nos retornos tanto do Fundo quanto do CDI tornam-se maiores, determinada por momentos de crises econômicas na época, principalmente a de 2002. Neste ano as taxas de juros da economia foram fortemente elevadas, o que muito

contribuiu para que o retorno do Fundo se elevasse, superando o seu benchmark com bastante folga.

No ano de 2003 em diante nota-se uma tendência a estabilização dos retornos, acompanhando também um período de recuperação da economia e volta da estabilidade. Neste contexto as taxas de juros estavam em uma tendência de redução, o que provocou patamares mais baixos de retornos. Em relação ao CDI, a rentabilidade do fundo oscilou entre ganhos e perdas, que em sua maioria não foram muito expressivos.

No ano de 2008, com o advento de uma grande crise econômica mundial, o cenário econômico se alterou. Nos cinco anos anteriores, devido a uma maior estabilidade na economia e as taxas de juros baixas, não estimulavam os investimentos em Renda Fixa. No entanto, no ano de 2008 essa situação se reverteu, pois com o aumento da taxas de juros como forma de controle da economia os investimentos em Renda Fixa ficaram mais atraentes, determinando maiores retornos para esta modalidade de investimento.

Tabela 01: Risco, Retorno e Correlação: Renda Fixa x CDI: 2000 – 2008.

MENSURAÇÃO	2000 - 2002		2003 - 2005		2006 - 2008	
	Renda Fixa	CDI	Renda Fixa	CDI	Renda Fixa	CDI
Média	1,47235%	1,38184%	1,54525%	1,49160%	1,02826%	1,02869%
Mediana	1,34600%	1,38940%	1,46325%	1,43740%	1,03955%	1,01504%
Desvio-Padrão	0,63013%	0,14455%	0,36375%	0,25445%	0,38259%	0,15480%
Variância	0,0000397	0,000002089	0,0000132	0,0000065	0,0000146	0,0000024
Volatilidade	0,00373%	0,00017%	0,00065%	0,00023%	0,00142%	0,00013%
Correlação	0,57574		0,65106		0,23686	
Rent. Acumulada	69,12967%	63,88907%	73,29745%	70,38623%	44,51154%	44,54135%

Fonte: Dados da Pesquisa.

Uma breve análise da Tabela 01, onde estão alguns dados estatísticos se faz necessária de forma a melhor se determinar o desempenho do Fundo frente ao seu benchmark. Quanto aos índices de retorno percebe-se uma vantagem do Fundo para o CDI nos dois primeiros períodos, demonstrando uma rentabilidade maior. Já no último período o desempenho do Fundo esteve um pouco abaixo do benchmark, sendo influenciado pelo período em que o investimento neste ativo estava desestimulado.

Quanto aos níveis de risco de investimento, percebe-se que este foi muito maior para o Fundo do que para o CDI, em todos os períodos da análise, devido a maior variabilidade deste em torno da média. Pode-se afirmar, no entanto, que os maiores níveis de risco refletem os retornos mais elevados obtidos pelo Fundo, exceto no último período, onde houve falha na gestão do risco.

Como mostra a Tabela 01, as correlações dos dois primeiros períodos de análise foram do tipo Moderada, o que revela certo nível considerável de interação entre as variáveis. Pode-se afirmar que os retornos em Renda Fixa do fundo são determinados em parte pelo desempenho do CDI. Já no último período a correlação foi Pequena, mas Definida, não mostrando uma relação muito intensa nas variações do Fundo e do CDI.

No geral, o desempenho dos investimentos em Renda Fixa do Fundo foi muito satisfatório em relação ao benchmark. Através de uma Gestão Ativa dos recursos conseguiu-se superar o CDI nos dois primeiros períodos, ficando um pouco abaixo deste apenas no último período. Este bom desempenho contribuiu muito para o aumento do retorno total da carteira, pois os ativos de Renda Fixa são a maioria dos investimentos.

4.2. Renda variável x IBOVESPA

Os investimentos em Renda Variável possuem a característica de grande incerteza quanto aos retornos devido às altas oscilações do mercado, porém estão atrelados a possibilidades de maiores retornos. Por isso causam maiores expectativas nos gestores do Fundo, esperando que consigam alavancar os retornos totais do Fundo, atingindo as suas metas.

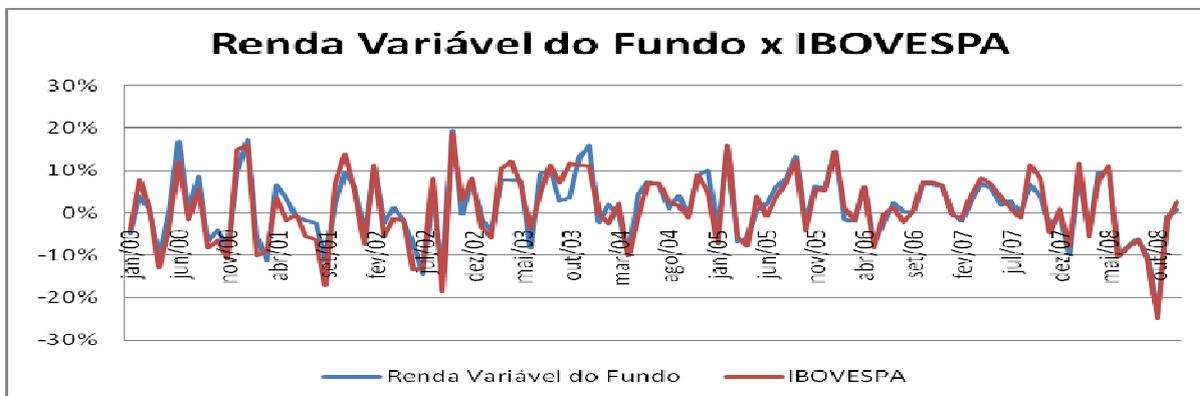


Gráfico 02: Rentabilidade Renda Variável do Fundo x IBOVESPA: 2000 – 2008.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Pela análise do gráfico 02 percebe-se uma alta variabilidade dos retornos do Fundo e do IBOVESPA em torno da média, característico desse tipo de investimento. No geral, o investimento do Fundo acompanhou os movimentos de alta e de queda do benchmark, não ocorrendo grandes ganhos ou perdas entre si. As maiores variações foram em períodos de crises e instabilidades econômicas, determinando grandes oscilações nos mercados mundiais.

As maiores perdas nas rentabilidades do Fundo e do IBOVESPA registraram-se em 2001, 2002 e 2008. Nesses anos a economia nacional foi fortemente abalada, ocasionando instabilidade, recessão econômica, fuga de capital estrangeiro do país e queda na Bolsa de Valores. Este cenário foi muito prejudicial aos investimentos em Renda Variável, acarretando perdas históricas nos retornos deste segmento. Cabe ressaltar que nesses anos também ocorreram grandes rentabilidades positivas, característica dessa instabilidade.

Por outro lado, as maiores rentabilidades em Renda Variável do Fundo e do Benchmark se concentraram de 2003 ao primeiro semestre de 2008. Neste período, com uma maior estabilidade dos indicadores econômicos, maiores investimentos e crescimento geral da economia tornaram-se um ambiente propício aos investimentos em Renda Variável, o que é evidenciado pelos bons retornos no período.

Analisando-se os dados estatísticos conforme a Tabela 02 conclui-se que o retorno do Fundo obteve vantagem sobre o benchmark nos dois primeiros períodos, possuindo uma rentabilidade média maior. Já no último período o retorno em Renda Variável foi menor do que o IBOVESPA, determinado principalmente pelos grandes prejuízos ocorridos em 2008.

Em se tratando do risco assumido pelo investimento, este foi menor para o Fundo em todos os períodos. Esse menor risco denota uma menor variabilidade dos retornos e uma previsibilidade de seu comportamento. Esse cenário mostra uma gestão de riscos mais eficiente por parte dos gestores do Fundo, buscando diversificar a sua carteira de forma a minimizar o risco e maximizar o retorno.

Tabela 02: Risco, Retorno e Correlação: Renda Variável x IBOVESPA: 2000 – 2008.

MENSURAÇÃO	2000 - 2002		2003 - 2005		2006 - 2008	
	Renda Variável	IBOVESPA	Renda Variável	IBOVESPA	Renda Variável	IBOVESPA
Média	0,42373%	-0,70162%	3,68134%	3,09705%	0,26338%	0,67280%

Mediana	-0,03369%	-1,71435%	4,15415%	4,09610%	0,21580%	0,97792%
Desvio-Padrão	8,47192%	9,62516%	6,50452%	6,57083%	7,23669%	7,78565%
Variância	0,0071773	0,0092643	0,0042309	0,0043176	0,0052370	0,0060616
Volatilidade	0,71534%	0,92587%	0,41002%	0,39271%	0,44336%	0,51492%
Correlação	0,94896		0,89286		0,98019	
Rent. Acumulada	2,54928%	-34,4578%	242,09317%	194,8661%	-0,45202%	13,6085%

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os coeficientes de correlação do primeiro e do último período foram do tipo Muito forte, e do segundo período foi uma Alta Correlação. Essas elevadas correlações em todos os períodos comprovam uma forte interação entre as rentabilidades, sendo o retorno do Fundo fortemente influenciado pelo retorno do IBOVESPA.

O desempenho dos investimentos em Renda Variável do Fundo apresentou um bom resultado, pois enquanto o benchmark amargou um prejuízo o Fundo conseguiu um retorno positivo, ainda que pequeno. O segundo período foi o melhor de todos, onde o Fundo alcançou uma altíssima rentabilidade, beneficiado pelo período propício aos investimentos nesse segmento, fechando seu retorno muito acima do IBOVESPA. Porém, no último período a desempenho do Fundo não foi bom, tendo auferido um leve prejuízo, enquanto o benchmark um retorno positivo.

No geral o período de 2000 a 2008 foi bem para o Fundo em termos de rentabilidade em Renda Variável, pois se conseguiu boas rentabilidades, superando o seu benchmark na maioria das vezes, o que contribuiu para elevar ainda mais o retorno total do Fundo.

4.3. RGRT x Meta Atuarial

Os Recursos Garantidores das Reservas Técnicas (RGRT) são compostos pelas rentabilidades de todos os ativos pertencentes à carteira do Fundo. Uma comparação entre os Recursos Garantidores de Reservas Técnicas (RGRT) e a Meta Atuarial do Fundo se faz necessária, devido ao comprometimento que o Fundo tem de obter rentabilidades suficientes que garantam o cumprimento de suas obrigações futuras. A Meta Atuarial é a rentabilidade mínima determinada por lei para um Fundo, tendo este a obrigação de atingi-la.

Como se pode observar no Gráfico 03 que o RGRT do Fundo apresentou uma grande oscilação durante todos os períodos, devido principalmente pela alta variabilidade dos investimentos em Renda Variável. Nota-se que embora os investimentos neste segmento sejam menores do que a Renda Fixa no total da carteira, a sua influência é grande no seu desempenho, pois suas taxas de retornos são bem maiores.

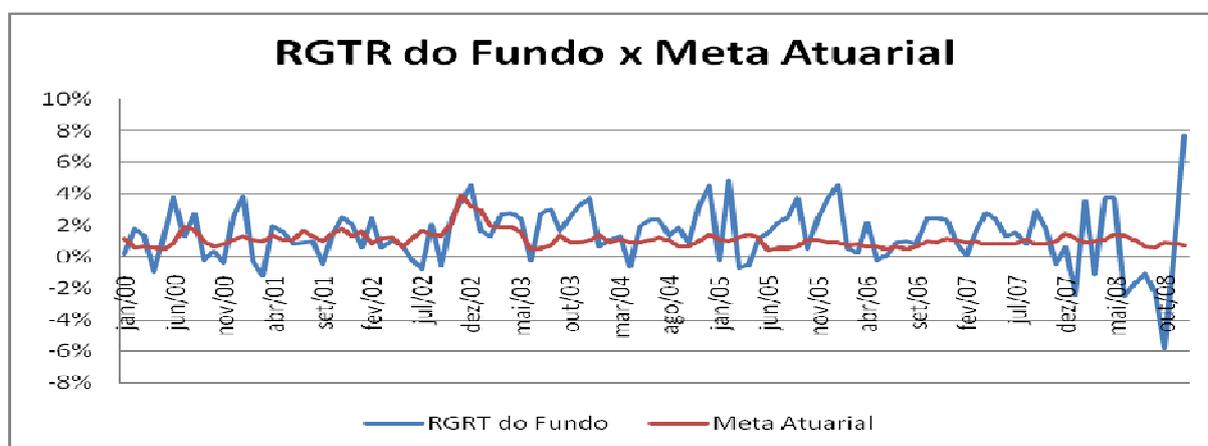


Gráfico 03: Rentabilidade RGRT x Meta Atuarial: 2000 – 2008.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Já a Meta Atuarial apresentou uma variabilidade menor em todos os períodos, denotando um caráter mais estável em seu comportamento. No entanto, houve algumas oscilações devido a mudanças nos níveis de inflação, já que a Meta Atuarial é referenciada neste índice econômico. A principal alta na inflação ocorreu no final de 2002 e início de 2003, devido a cenários econômicos mais instáveis, como mencionado anteriormente.

Analisando-se os dados estatísticos pela Tabela 03 pode-se observar que a média de retorno para o RGRT foi menor do que a Meta Atuarial no primeiro período, sendo influenciado pelos baixos retornos e prejuízos dos investimentos em Renda Variável no período. Nos dois períodos posteriores o retorno total do Fundo superou a Meta, determinados por bons resultados nos investimentos em Renda Fixa e Variável.

O risco do Fundo foi superior ao risco da Meta Atuarial em todos os períodos, demonstrando maior variabilidade e incerteza. Esse risco mais elevado está associado a maiores retornos auferido nos dois últimos períodos, sendo que no primeiro a gestão de risco foi insuficiente.

Tabela 03: Risco, Retorno e Correlação: RGRT x Meta Atuarial: 2000 – 2008.

MENSURAÇÃO	2000 - 2002		2003 - 2005		2006 - 2008	
	RGRT	Meta Atuarial	RGRT	Meta Atuarial	RGRT	Meta Atuarial
Média	1,20638%	1,27111%	1,90953%	1,06903%	0,97726%	0,85430%
Mediana	1,10880%	1,10476%	2,00630%	0,98920%	0,86895%	0,83845%
Desvio-Padrão	1,4258263%	0,6827067%	1,3821735%	1,0%	0,9%	0,8%
Variância	0,000203298	0,0000466088	0,0001910	0,0000250	0,0005530	0,0000054
Volatilidade	0,02023%	0,00377%	0,01843%	0,00217%	0,05213%	0,00045%
Correlação	0,48292		-0,04955		-0,03941	
Rent. Acumulada	53,43917%	57,44475%	95,07597%	46,57491%	40,53892%	35,81806%

Fonte: Dados da Pesquisa.

A correlação entre o RGRT e a Meta Atuarial no primeiro período foi do tipo Moderada, denotando certa relação entre as variáveis. Já nos dois últimos períodos a correlação foi Leve, quase Imperceptível negativa, o que nos mostra uma pequena relação inversa entre as variações. Essa correlação negativa pode ser explicada devido a alta variabilidade do RGRT, sendo que a Meta Atuarial ficou em patamares mais constantes.

A rentabilidade total auferida pelo Fundo no primeiro período foi inferior à Meta, ocasionada principalmente por perdas nos investimentos em Renda Variável. Já nos dois últimos períodos nota-se que o desempenho do Fundo foi superior, demonstrando uma gestão ativa de recursos. Essa alta rentabilidade foi conseguida pelos bons resultados conseguidos nos investimentos em Renda Variável e Fixa, sendo determinante para que o Fundo conseguisse alcançar a sua Meta Atuarial no período.

4.4. Rentabilidade Anual Acumulada

Para se ter uma visão mais global da rentabilidade do Fundo, faz-se necessário uma análise dos retornos acumulados dos investimentos em Renda Fixa, Renda Variável e o RGRT, bem como os seus respectivos benchmarks. Dessa forma poderá se concluir mais facilmente se o desempenho dos investimentos do Fundo tem conseguido atingir seus objetivos, e assim avaliar o modelo de gestão de recursos adotado pelo Fundo.

Tabela 04: Rentabilidade Anual Acumulada: 2000 – 2008.

RENTABILIDADE ANUAL DO AGROS POR SEGMENTOS						
ANO	RENDA FIXA	CDI	RENDA VARIÁVEL	IBOVESPA	RGRT	META ATUARIAL
2000	17,73116%	17,31528%	2,73589%	-10,71907%	14,06136%	11,58833%
2001	17,50694%	17,28558%	8,28271%	-10,69189%	14,72444%	16,00820%
2002	22,25450%	19,11070%	-7,81690%	-17,80010%	17,25780%	21,62440%
2003	25,25580%	23,24785%	80,22750%	97,10040%	30,33070%	17,00690%
2004	17,82460%	16,17416%	33,49340%	17,74390%	21,64170%	12,50120%
2005	17,42440%	18,99963%	42,18820%	27,05710%	23,04800%	11,35020%
2006	14,30810%	15,02720%	31,59430%	33,73010%	18,36140%	8,98220%
2007	12,36876%	11,81584%	27,07048%	40,95639%	17,05378%	11,46505%
2008	12,48908%	12,37979%	-40,46797%	-39,73057%	1,43809%	11,80552%
ACUM.	323,49172%	303,62362%	249,22833%	119,56180%	320,66521%	213,43345%

Fonte: Dados da Pesquisa.

A rentabilidade acumulada dos investimentos em Renda Fixa esteve, na maioria do período, acima de seu benchmark. Somente nos anos de 2005 e 2006 o retorno ficou abaixo do CDI. Vale ressaltar que a carteira de Renda Fixa do Fundo é composta por vários ativos e estes são referenciados ao CDI e também a outros índices. Esses investimentos que não possuem o CDI como referência apresentaram retornos inferiores nesses dois anos, o que explica o desempenho inferior dos investimentos do Fundo. Neste período o risco dos investimentos do Fundo também foram maiores que o do CDI, mostrando uma maior variabilidade destes, e uma gestão ineficaz de riscos por parte do Fundo. Quanto a correlação foi do tipo Muito Forte, mostrando uma elevada determinação da rentabilidade do Fundo pelo retorno do benchmark. No acumulado total a vantagem foi os investimentos do Fundo, conseguindo superar o CDI com certa folga, o que denota uma modelo de gestão ativa adotada pelo Fundo.

Quanto aos investimentos em Renda Variável, pode-se dizer que apresentou uma boa rentabilidade no período. No entanto, os investimentos do Fundo não conseguiram atingir seu benchmark por algumas vezes, apresentando um desempenho inferior a este principalmente nos três últimos anos do período. No entanto, descontado diversos custos que a carteira do Fundo incorre, o que não acontece com o IBOVESPA, pode-se dizer que o desempenho geral do Fundo foi muito bom. A rentabilidade acumulada do Fundo superou muito o seu benchmark, mostrando também uma gestão ativa. A gestão do risco também foi eficiente, conseguindo-se um nível de risco abaixo do IBOVESPA. A correlação foi do tipo Muito Forte, o que mostra uma relação bastante intensa entre o retorno do Fundo e do benchmark.

O retorno total do Fundo, o RGRT, apresentou em desempenho superior à sua Meta Atuarial na maior parte do período, ficando abaixo desta apenas em 2001, 2002 e 2008. Esses desempenhos insatisfatórios foram ocasionados principalmente por prejuízos ou baixos retornos dos investimentos em renda variável do Fundo nesses anos, influenciando fortemente o retorno total do Fundo. Soma-se a isso o fato de que nos anos em que o Fundo não atingiu sua Meta os índices de inflação foram mais elevados, tendendo a Meta também se elevar. O retorno total acumulado de todos os investimentos do Fundo muito superior à sua Meta Atuarial, demonstrando um excelente desempenho dos investimentos frente ao benchmark, devido principalmente a estratégia de gestão ativa de recursos. Quanto ao risco, este foi maior para o Fundo, sendo proporcional ao retorno auferido. A correlação no período foi Leve, quase imperceptível, podendo-se concluir que o retorno do Fundo não está intimamente ligado à Meta Atuarial, evidenciado pela sua alta variação em relação a esta.

4.5. Evolução na Composição da Carteira de Ativos

No processo de gestão da carteira de investimentos os recursos devem ser alocados em determinadas modalidades de ativos, porém respeitando certos limites de forma a proporcionar maior segurança, sendo eles: Renda Fixa – Máximo de 100% e Mínimo de 50%; Renda Variável – Máximo de 45%; Imóveis – Máximo de 11%; Empréstimos aos participantes – Máximo de 15%.

Como mostra a tabela 04, a maioria dos investimentos do Fundo esteve no segmento de Renda Fixa, devido principalmente às altas taxas de juros praticas no Brasil, oferecendo um rendimento satisfatório a um baixo risco. Uma parte considerável da carteira é investida no segmento de Renda Variável, pois este oferece um rendimento superior, principalmente numa perspectiva de longo prazo, estando ligada também a um nível de risco superior. Os investimentos nos outros itens não apresentam relevância na composição da carteira, sendo esta análise concentrada nos investimentos em Renda Fixa e Variável.

Tabela 05: Composição da Carteira de Investimentos: 2000 – 2008.

Composição da Carteira				
Ano	Renda Fixa	Renda Variável	Imóveis	Empréstimos
2000	71,57%	16,58%	8,13%	3,70%
2001	72,71%	12,39%	9,26%	5,64%
2002	70,18%	14,26%	9,12%	6,47%
2003	69,94%	17,41%	7,14%	5,51%
2004	62,42%	25,55%	6,49%	5,54%
2005	61,16%	26,54%	6,51%	5,79%
2006	59,64%	26,54%	5,41%	8,40%
2007	53,58%	32,98%	4,65%	8,79%
2008	58,31%	21,73%	10,35%	9,61%
Média	64,39%	21,55%	7,45%	6,61%

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nos períodos onde ocorreram crises ou instabilidades econômicas percebe-se uma tendência a um maior investimento no segmento de Renda Fixa, pois as taxas de juros ficam mais elevadas, propiciando maiores retornos, além de se proteger contra os riscos de um mercado instável.

Fato inverso pode-se perceber nos anos de maior crescimento e estabilidade, como de 2003 a 2008, onde os investimentos migram para o segmento de Renda Variável como forma de se aproveitar as maiores rentabilidades desse mercado, associado a um risco mais ameno. Porém, a maioria dos investimentos ainda permanece em Renda Fixa, como forma de garantir a segurança dos investimentos.

A carteira média do período reflete as estratégias que foram mencionadas, com uma maior participação dos investimentos em Renda Fixa, vindo depois a Renda Variável. Pela análise tanto da evolução da carteira ao longo dos anos quanto de sua média pode-se afirmar que é adota uma gestão conservadora dos recursos, de forma a se obter rentabilidades associadas a baixos riscos.

As estratégias de investimento e alocação de recursos adotados pelo Fundo foram implementadas com o objetivo de se obter um retorno superior a um nível aceitável de risco. Buscou-se analisar a economia e adaptar seus investimentos de forma a aproveitar as oportunidades e minimizar as ameaças do mercado, respeitando os limites impostos pela legislação. Com isso se conseguiu diversas configurações de carteiras que proporcionaram ao Fundo retornos superiores ao seu benchmark, sendo o Fundo eficiente e eficaz na gestão dos recursos.

5. Conclusão

O mercado financeiro exige cada vez mais dos investidores uma maior atenção quanto às suas mudanças e tendências para que possam ocupar melhores posições de investimento no mercado, e assim alcançar a rentabilidade desejada. O principal desafio dos investidores atualmente é perceber essas tendências do mercado, procurando se antecipar às suas alterações de forma a se obter melhores retornos e menores riscos.

Pela análise das rentabilidades realizada neste trabalho, pode-se perceber que o Fundo estudado apresentou um bom desempenho frente aos seus benchmarks, conseguindo superar sua Meta Atuarial para o período. Este bom desempenho ocorreu devido aos excelentes resultados obtidos nos investimentos em Renda Fixa e Renda Variável. Embora estes não tenham conseguido superar seus benchmarks em alguns anos, no retorno acumulado de todo o período as suas rentabilidades foram bem superiores, sendo determinante no bom desempenho obtido pelo Fundo frente sua Meta Atuarial.

Os principais fatos econômico-financeiros ocorridos no período que prejudicaram os retornos do Fundo foram as crises ocorridas em 2002 e 2008. Essas crises desequilibraram os mercados financeiros e provocaram grandes perdas nos investimentos, principalmente os de Renda Variável. Entratanto, essas perdas não foram suficientes para fazer com que o Fundo não atingisse seus benchmarks no retorno acumulado do período.

Constatou-se também que o Fundo adota um modelo de gestão ativa dos recursos, de forma a procurar superar os retornos dos benchmarks, não se expondo a riscos elevados.

A composição da carteira de investimentos concentra a maioria dos recursos no segmento de Renda Fixa, adotando uma postura conservadora de investimentos, procurando rentabilidades com pouco risco associado. Adotam-se também em sua carteira de ativos os investimentos em Renda Variável, porém em menor proporção, conferindo uma rentabilidade superior atrelada a maior nível de risco. A carteira também é formada por investimentos em Imóveis e Empréstimos aos Participantes, porém em pequena proporção, não influenciando diretamente no retorno total da carteira.

Pelo fato dos investimentos do Fundo se concentrarem em sua maioria nos segmentos de Renda Fixa, estes ultrapassam o limite mínimo estabelecido em média em 15%, dando uma margem para que o Fundo possa utilizá-lo quando perceber uma boa oportunidade de mercado, dando maior flexibilidade na gestão da carteira.

Em um cenário atual de instabilidade econômica, baixos retornos do mercado de Renda Variável, altos riscos e altas taxas de juros na economia, recomenda-se um maior investimento em ativos de Renda Fixa de forma a obter uma maior remuneração que estes estão oferecendo, incorrendo em menores riscos de investimentos.

No entanto, em um cenário mais estável e de crescimento econômico, espera-se fazer uma melhor avaliação do mercado e procurar investir naqueles ativos que ofereçam a melhor relação risco x retorno, respeitando-se os limites legais, de forma a maximizar a rentabilidade.

6. Bibliografia

Assaf Neto, A. **Mercado Financeiro**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada – ABRAPP. **Estatísticas**. São Paulo, 2008a. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/ppub/portal/adm/editor/UploadArquivos/abr08.pdf>>. Acesso em: 25 de agosto de 2008.

Baima, F. R. **Análise de Desempenho dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, 1998.

Bernstein, P. L. **Against the Gods: The Remarkable Story of Risk**. 1. edição. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996.

Bertussi, L. A. S.; Tejada, C. A. O. **Conceito, Estrutura e Evolução da Previdência Social no Brasil. Centro de Pesquisa e extensão da FEAC**. Universidade de Passo Fundo. Passo Fundo, RS, 2003.

Bertucci, L. A.; Souza, F. H. R.; Félix, L. F. F. **Gerenciamento de risco de fundos de pensão no Brasil: alocação estratégica ou simples foco na meta atuarial?** PUC Minas: Belo Horizonte, 2006.

Braga, L. M. **Eficiência Técnica na Gestão de Investimento em um Fundo de Pensão**. 79 p. Monografia (Graduação em Administração) – Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, MG, 2007.

Carmona, C. U. de M. **Fundos de Investimentos. Núcleo de Estudos em Finanças e Investimentos** – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE [s.d.]

Costa, T. M. T. **Viabilidade da Utilização de Derivativos Agropecuários em Carteiras de Investimentos de Fundos de Pensão**. 103 p. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, MG, 2005.

Costa, T. M. T., Piacenti, C. A. **Utilização de Contratos Futuros Agropecuários no Perfil Médio dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil**. USP, São Paulo, 2008.

Duarte Júnior, Antônio Marcos. **Gestão de Riscos para Fundos de Investimentos**. São Paulo: Prentice Hall, 2005. 182 p.

Fenner, E. C. **Perfil do Empresário Comprador de Planos de Previdência Privada**. 123 p. Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, 2002.

Gitman, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Editora HARBRA, 1997.

Gitman, L. J. **Princípios de Administração Financeira – essencial**. Trad. Jorge Ritter. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. p. 205.

Macedo Jr., Jurandir Sell. **Teoria do prospecto: uma investigação utilizando simulação de investimento**. Santa Catarina, 2003. Originalmente apresentada como dissertação de Doutorado, Universidade Federal de Santa Catarina – SC

Malacrida, M. J. C.; Yamamoto, M. M.; Lima, G. A. S. F.; Pimentel, R. C. **Gestão Ativa dos Fundos de Investimento: Uma Análise de Desempenho**. In: 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007, São Paulo. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007.

Markowitz, H. **"Portfolio Selection"**. Journal of Finance (USA), 1952.

MPS - Ministério da Previdência Social. **Guia do Participante: acompanhe mais de perto seu fundo de pensão**. Brasília: Secretaria de Previdência Complementar, 2005. 28 p.

Pinheiro, R. P. **A demografia dos Fundos de Pensão**. Brasília: Ministério da Previdência Social. Secretaria de Políticas de Previdência Social, 2007.

Silva, José Augusto da. **Um Modelo de Gestão Híbrida Aplicado ao Mercado Acionário Norte-Americano**. 46 p. Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Economia – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, RJ, 2006.

Vergara, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

Yin, Robert K. **Estudo de Caso – Planejamento e Métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.