

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

WILLIAN CAMPOS MUELLER

REGIMES PRÓPRIOS DE PREVIDÊNCIA SOCIAL: UM DIAGNÓSTICO DOS
INVESTIMENTOS

CURITIBA

2018

WILLIAN CAMPOS MUELLER

REGIMES PRÓPRIOS DE PREVIDÊNCIA SOCIAL: UM DIAGNÓSTICO DOS
INVESTIMENTOS

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção de grau de Mestre em Contabilidade, no curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca

CURITIBA

2018

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS –
SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)

Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Mueller, Willian Campos

Regimes próprios de previdência social: um diagnóstico dos
investimentos / Willian Campos Mueller .- 2018.

80 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Orientador: Marcos Wagner da Fonseca.

Defesa: Curitiba, 2018.

1. Previdência Social. 2. Investimentos. I. Fonseca, Marcos Wagner.
II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas.
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.


CDD 368.400981


TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **WILLIAN CAMPOS MUELLER**, intitulada: **REGIMES PRÓPRIOS DE PREVIDÊNCIA SOCIAL: UM DIAGNÓSTICO DOS INVESTIMENTOS**, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de Mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 31 de Agosto de 2018.


MARCOS WAGNER DA FONSECA(UFPR)
(Presidente da Banca Examinadora)


JOSÉ ROBERTO FREGA(UFPR)


RODRIGO OLIVEIRA SOARES(UFPR)

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais e à minha esposa, que foram fundamentais para a superação desta etapa da minha vida.

Aos meus queridos pais, por sempre terem me incentivado a trilhar o caminho do estudo e nunca terem poupado esforços e recursos para meu desenvolvimento. Não poderia ter tido pais melhores.

À minha amada esposa, por sempre me incentivar nas horas em que a vontade de desistir era enorme e por me oferecer conforto nas horas em que tudo parecia conspirar contra.

Muito, muito obrigado!

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me proporcionado todas as condições necessárias para que este trabalho fosse possível.

Agradeço aos meus pais, pelo exemplo de vida e por terem me criado como uma pessoa do bem, ensinando que o esforço nunca é em vão.

Agradeço à minha esposa, pela incansável paciência neste período turbulento de minha vida, onde os momentos de tensão eram constantes. Agradeço pelo conforto nas horas que mais precisei e, principalmente, por não ter me deixado desistir. O desenvolvimento e conclusão desta dissertação só foi possível graças a ela.

Agradeço ao meu sogro Mário (*in memoriam*) por ter me inspirado, através do exemplo, a iniciar o Mestrado, mostrando que independente de quão cheia é sua agenda, sempre há espaço para realizar as coisas importantes da vida.

Agradeço ao Professor Marcos Wagner, pela orientação exemplar e por ter sido duro todas as vezes que eu “me perdia” do caminho. Estendo o agradecimento aos membros da banca, Professor Rodrigo e Professor Frega, pelas valiosas críticas e sugestões construtivas.

Agradeço a todos os integrantes do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da UFPR e, em especial, aos amigos Luís e Guadalupe, que me ajudaram a encarar esse desafio de maneira mais leve. Agradeço à Barbara, que me ajudou na construção da tecnologia utilizada na captura dos dados. E, por fim, agradeço aos meus gestores da Caixa Econômica Federal, que foram compreensivos e maleáveis nos momentos em que mais precisei.

“Entrai pela porta estreita; porque larga é a porta, e espaçoso o caminho que conduz à perdição, e muitos são os que entram por ela; E porque estreita é a porta, e apertado o caminho que leva à vida, e poucos há que a encontrem.”

(Mateus 7:13,14)

RESUMO

Os Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) são responsáveis pela administração de uma expressiva quantidade de recursos financeiros. Ao final de 2016, o saldo dos investimentos dos estados, municípios e DF, totalizou o valor de R\$ 249,7 bilhões, em que pese esses regimes terem constantemente apresentado déficits financeiros e atuariais. Dessa maneira, o objetivo deste trabalho é traçar um diagnóstico dos investimentos realizados pelos RPPS dos estados, municípios e DF desde o ano de 2011 até 2016. Para tanto, foram utilizados dados obtidos junto ao Sistema de Informações dos Regimes Públicos de Previdência Social (CADPREV). Os resultados da pesquisa apontam uma preponderância de investimentos nos segmentos de renda fixa, aplicados em sua maioria em instituições financeiras públicas. Verifica-se também um indício de melhor gestão de recursos por parte dos RPPS conforme a população do município, estado ou Distrito Federal aumenta. Além disso, há uma maior diversificação no segmento renda fixa quando o gestor do RPPS possui algum tipo de certificação emitida por entidade certificadora do mercado financeiro e de capitais.

Palavras-chave: Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). Investimentos. Diagnóstico.

ABSTRACT

The Special Social Welfare Policy (RPPS - Regime Próprio de Previdência Social) are responsible for the management of an expressive amount of financial resources. At the end of the year 2016, the investments from states, cities and Distrito Federal amounted R\$ 249,7 billion, considering that those Policies have lodged financial and actuarial deficit. In this way, the objective of this work is to establish a diagnosis of the investments did by the RPPS of the states, cities and Distrito Federal since the year of 2011 until 2016. For this purpose, datas from the System of Information from the Special Social Welfare Policy (CADPREV) were used. The results of the research support a preponderance of investments in the segments of fixed income, applied mainly in public financial institutions. Besides it, there is a bigger diversification of the fixed rate segment when the manager of RPPS has any kind of certification issued by a certifying entity of the financial and capital markets.

Keywords: Special Social Welfare Policy (RPPS). Investments. Diagnosis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fronteira eficiente proposta por Markowitz	30
---	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Possibilidades de investimento renda fixa e variável.....	25
Gráfico 2 - Evolução dos saldos bimestrais dos RPPS.....	44
Gráfico 3 - Evolução dos saldos bimestrais dos RPPS sem último bimestre	45
Gráfico 4 - Participação do estado do Rio de Janeiro nos ativos vinculados por lei ao RPPS.	48
Gráfico 5 - Participação renda variável	49
Gráfico 6 - Participação renda variável sem último bimestre	50
Gráfico 7 - Participação renda fixa.....	50
Gráfico 8 - Participação renda fixa sem último bimestre	51
Gráfico 9 - Concentração de renda fixa nas instituições financeiras.....	54
Gráfico 10 - Concentração de renda fixa nas instituições financeiras sem e com certificação	55
Gráfico 11 - Proporção dos investimentos dos RPPS de acordo com os estratos	59
Gráfico 12 - Participação dos segmentos no saldo dos investimentos estratificados.....	63
Gráfico 13 - Renda fixa <i>versus</i> variável sem e com certificação	64
Gráfico 14 - Detalhamento do segmento renda fixa estratificado	65
Gráfico 15 - Proporção de investimentos em renda fixa sem e com certificação	67
Gráfico 16 - Concentração de investimentos estratificados em renda fixa nas instituições financeiras.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Limites de alocação de investimentos	25
Tabela 2: Informações resumidas dos RPPS ao final de 2016	37
Tabela 3: Quantidade de RPPS com certificação ao final de 2016	40
Tabela 4: Total saldos bimestrais RPPS.....	42
Tabela 5: Segmentos de investimentos (em milhões)	46
Tabela 6 - Tipos de investimentos predominantes no segmento renda fixa (em milhões).....	51
Tabela 7: Evolução dos RPPS por regiões brasileiras (em milhões).....	56
Tabela 8: Análise geral quantidade e total dos investimentos dos RPPS estratificados (em milhões)	57
Tabela 9: Segmentos de investimento estratificados (em milhões).....	60

LISTA DE SIGLAS

ANBIMA	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APIMEC	- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BACEN	- Banco Central do Brasil
BANRISUL	- Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.
CADPREV	- Sistema de Informações dos Regimes Públicos de Previdência Social
CAIXA	- Caixa Econômica Federal
CPA	- Certificação Profissional ANBIMA
DAIR	- Demonstrativo das Aplicações e Investimentos dos Recursos
DF	- Distrito Federal
MPS	- Ministério da Previdência Social
IBRX	- Índice Brasil 100
IBRX50	- Índice Brasil 50
INSS	- Instituto Nacional do Seguro Social
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
PIB	- Produto Interno Bruto
RGPS	- Regime Geral de Previdência Social
RPPS	- Regime Próprio de Previdência Social
RioPrevidência	- Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	14
1.1.	PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.2.	OBJETIVOS.....	18
1.2.1.	Objetivo Geral	18
1.2.2.	Objetivos Específicos	18
1.3.	JUSTIFICATIVA.....	18
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
2.1.	PREVIDÊNCIA SOCIAL.....	20
2.1.1.	Previdência Social no Brasil.....	20
2.1.2.	Regimes Próprios de Previdência Social.....	20
2.1.3.	Limites de investimento pelos Regimes Próprios de Previdência.....	23
2.2.	RETORNO E RISCO	26
2.2.1.	Retorno	26
2.2.2.	Risco.....	27
2.3.	TEORIA DAS CARTEIRAS	28
2.4.	ESTUDOS SOBRE RPPS.....	31
3.	METODOLOGIA	34
3.1.	TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	34
3.2.	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	35
3.3.	POPULAÇÃO E COLETA DE DADOS.....	35
3.4.	CONDUÇÃO DAS ANÁLISES	39
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	42
4.1.	ANÁLISE GERAL DOS RPPS AO LONGO DO PERÍODO EM ESTUDO.....	42
4.2.	ANÁLISE ESTRATIFICADA DOS RPPS AO LONGO DO PERÍODO EM ESTUDO	57
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	70
	REFERÊNCIAS	75
	APÊNDICE 1 – E-MAIL ENVIADO AO RIOPREVIDÊNCIA.....	80

1. INTRODUÇÃO

A previdência social figura como assunto recorrente nas discussões da sociedade, em especial pelo governo, tanto no Brasil quanto no cenário internacional. Trata-se de questão prioritária nas agendas governamentais, devido ao alcance que as mudanças têm na sociedade e, mais ainda, pelos impactos que existirão caso os sistemas previdenciários não sejam adaptados à nova realidade que se instala.

O aumento da expectativa de vida da população aliado a um sistema de repartição, ou seja, o aposentado ou pensionista é financiado pelas contribuições do trabalhador atual, é um dos combustíveis para a insustentabilidade dos mais diversos sistemas previdenciários no mundo.

No Regime Geral de Previdência Social (RGPS) do Brasil, no qual o sistema de repartição é adotado, a diferença entre a arrecadação e a despesa com benefícios em 2016, registrou um déficit de R\$ 151,9 bilhões (Ministério da Fazenda & Secretaria da Previdência, 2017). Esse resultado representa aproximadamente 2,42% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro no ano de 2016 (IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2017).

A tendência ao desequilíbrio, conforme Cechin e Cechin (2007), é oriunda de uma atuação prolongada em um sistema que menospreza cálculos atuariais. No início de um sistema de previdência do tipo repartição, os contribuintes estão em número maior do que os beneficiários aposentados, há mais entradas de caixa a saídas (superávit de caixa). Essa aparente folga financeira pode levar à concessão de benefícios generosos, regras de aposentadoria mais flexíveis, alíquotas de contribuição menores e desrespeito ao cálculo atuarial. Todo esse afrouxamento no começo de um regime de previdência, em conjunto a uma política atuarial ineficiente, refletem os desequilíbrios atuais e/ou futuros.

No Brasil, particularmente, além do contexto acima exposto, existem outros fatores que colaboram com o déficit, conforme elenca Tafner e Giambiagi (2007):

a) dimensão da previdência, cujos benefícios concedidos superam os recursos arrecadados e/ou transferidos, configurando-se como um gigantesco, e muitas vezes ineficiente, programa de redução de pobreza;

b) o sistema de previdência tornou-se um elemento de restrição fiscal, atingindo déficits da ordem de 5% do PIB, fazendo constar o país no grupo dos maiores déficits previdenciários do mundo; e

c) a previdência social compõe um complexo sistema de seguridade social, pois está ligada à assistência social e à saúde pública, realizando transferências de renda significativas e envolvendo diversos entes federativos em um sistema de financiamento complexo.

Ademais, há no Brasil outra forma de previdência social, destinada aos servidores públicos da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, o RPPS – Regime Próprio de Previdência Social. Alguns autores alegam que a criação dos RPPS objetivava sanear problemas estruturais das finanças públicas e desafogar o RGPS, que carecia de reformas mais robustas, contudo desgastantes, do ponto de vista político e financeiro (Bogoni & Fernandes, 2011; Myrrha & Ojima, 2016).

Apesar de já existir antes, é a partir da promulgação da Constituição Federal de 1988 que o segmento previdenciário do setor público toma corpo e apresenta grande crescimento (MF, INSS, & DATAPREV, 2015).

Esse rápido crescimento do número de RPPS no lapso temporal entre 1988 e 1998 (ano da primeira reforma de impacto na legislação dos RPPS) deveu-se principalmente, de acordo com Nogueira (2012), à obrigatoriedade de instituição do regime jurídico único, à ausência de uma lei federal estabelecendo as normas gerais e à interrupção no recolhimento da contribuição para o INSS, o que representaria um alívio no orçamento de pessoal do ente. Além disso, para os entes que ainda se mantinham no RGPS, o INSS havia imprimido maior rigor na cobrança das contribuições devidas, tornando a transição para o RPPS ainda mais atraente, uma vez que não haveria esse desgaste entre as instituições.

Ainda de acordo com Nogueira (2012), esse rol de vantagens e falta de regulação até 1998 comprova-se com dados obtidos no CADPREV (posicionados em 31/05/2010): dos 1911 RPPS ativos (estados, DF e municípios), 65% foram instituídos entre 1989 e 1998, sendo aproximadamente metade destes entre 1990 e 1993. Antes de 1988, foram instituídos 13%, dentre eles todos os estados existentes até àquela época e o Distrito Federal. Após 1998, foram criados mais 418 RPPS, correspondendo a 22% do total.

Além das vantagens observadas pelos gestores estatais na criação dos Regimes Próprios, esse período foi marcado por uma considerável complacência dos legisladores quanto às regras de caráter técnico dos RPPS, em especial quanto à sustentabilidade desses fundos. Precocidade das aposentadorias, benefícios iguais aos da ativa (Cechin & Cechin, 2007) e alíquotas de contribuição baixas, em torno de 5% a 6%, destinadas a arcar apenas com os custos das pensões, haja vista que não havia contribuição definida para arcar com o custo das aposentadorias (Calazans et al., 2013), são algumas das benesses que inviabilizaram os RPPS na forma em que estavam estabelecidos.

O resultado dessa rápida expansão aliado às regras de contribuições e benefícios flexíveis são refletidos no déficit previdenciário do ano de 1998. Enquanto o déficit do RGPS representou 0,7% do PIB, o do RPPS representou o importe de 3,7% (Giambiagi, Mendonça, Beltrão, & Ardeo, 2004).

Por conseguinte, visando equacionar e imprimir sustentabilidade aos RPPS, foram realizadas importantes reformas neste regime, dentre elas as Emendas Constitucionais 20/1998 e nº 41/2003, e as Leis nº 9.717/1998, nº 10.887/2004 e nº 12.618/2012. Os principais pontos desse arcabouço legal são: a) o regime é destinado exclusivamente aos detentores de cargos efetivos; b) caráter contributivo, inclusive para aposentados e pensionistas, observados critérios que preservem o equilíbrio financeiro e atuarial; c) contribuição mínima a ser cobrada dos servidores, cuja alíquota não pode ser menor a da contribuição dos servidores titulares de cargos efetivos da União; d) fim da integralidade e da paridade; e) para os servidores da União, aplica-se o limite máximo estabelecido para os benefícios do RGPS às aposentadorias e pensões concedidas pelo RPPS; f) ainda para os servidores da União, criação de regime de previdência complementar, destinada aos servidores que recebam remuneração acima do teto do RGPS.

Mesmo com essas mudanças, o resultado previdenciário, isto é, a diferença entre os valores efetivos de contribuições previdenciárias e os valores efetivamente pagos a título de proventos de aposentadoria e pensões dos estados, municípios e Distrito Federal, representou o importe (negativo) de R\$ 76,9 bilhões em 2016, sendo as receitas R\$ 85,6 bilhões e as despesas R\$ 162,5 bilhões. Considerando apenas os governos estaduais e as capitais, os déficits foram da ordem de R\$ 73,6 bilhões e 5,4 bilhões, respectivamente. Já para as cidades interioranas houve superávit, no valor de R\$ 2,1 bilhões (MF, INSS, & DATAPREV, 2016).

Em linha com o que foi apresentado nos resultados dos estados e municípios, o déficit do RPPS da União também é preocupante. Para os servidores civis, as receitas previdenciárias representaram R\$ 30,7 bilhões enquanto as despesas totalizaram R\$ 73,7 bilhões, resultando num saldo negativo de R\$ 43 bilhões. Já no regime dos militares, o déficit foi de R\$ 34,1 bilhões (receita de R\$ 2,9 bilhões e despesa de R\$ 37 bilhões) (Brasil, 2017).

Mesmo registrando déficits, há de se destacar que os RPPS são responsáveis pela administração de uma expressiva quantidade de recursos financeiros. Prova disso foi que no ano de 2016 o saldo dos investimentos dos estados, municípios e DF, totalizou o valor de R\$

249,7 bilhões¹, sendo que esses valores estão segregados em aplicações (248,7 bilhões) e em disponibilidades financeiras (1 bilhão) (Ministério da Previdência Social - CADPREV - Sistema de Informações dos Regimes Públicos de Previdência Social, 2016).

Esses recursos financeiros devem ser administrados de forma a buscar e manter o equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS e devem ser investidos em segmentos de aplicação estipulados pelo Conselho Monetário Nacional e subordinam-se a limites pré-estabelecidos por este, visando a proteção desses investimentos (Ferreira, 2006).

Porém, a imposição de segmentos e limites pré-estabelecidos faz com que a tarefa de alocar os recursos de forma eficiente se torne um desafio, pois a proteção que o legislador pretendeu aplicar aos investimentos pode não atender a critérios de rentabilidade mínima exigida para a sustentabilidade dos regimes.

Apesar de desafiadora, Silveira (2013) conclui que mesmo considerando os limites estreitos impostos pela legislação aos investimentos dos RPPS, isso parece não impedir uma alocação mais eficiente dos fundos previdenciários, montando uma carteira que permita o melhor aproveitamento e maximização de retornos, considerando os recursos escassos.

Em que pese a possibilidade de maximizar retornos considerando as oportunidades de investimentos permitidas pelo legislador, tal prerrogativa pode esbarrar na capacidade técnica dos mais diversos gestores de RPPS pelo Brasil, considerando as realidades diferentes onde esses entes estão instalados. Nogueira (2012), por exemplo, alega que os RPPS que instituíram unidades gestoras sob a forma de autarquias, com personalidade jurídica própria, autonomia e com capacitação dos gestores, evoluíram com maior sucesso na gestão dos RPPS, quando comparados aos que permaneceram com a gestão atrelada administrativamente à prefeitura municipal.

Dessa forma, diante da contextualização realizada e da importância que os investimentos têm para os RPPS, esta dissertação se ocupa em elaborar um diagnóstico dos investimentos desses regimes, analisando como estão sendo investidos os recursos, quais os segmentos de maior aplicação, qual o comportamento apresentado e como estão evoluindo os saldos, para que se tenha um indício de como os investimentos realizados estão cooperando para a sustentabilidade dos diversos Regimes Próprios de Previdência Social brasileiros.

¹ O valor total de aplicações foi sensivelmente majorado por uma aplicação específica do Estado do Rio de Janeiro (Royalties e Participação Especial, Lei 3189/1999, Lei 4239/2003, Dec. 42011 de 28/08/2009 e Dec. 43911 de 29/10/2012), que saltou de R\$ 29,5 bilhões, no bimestre Setembro/Outubro de 2016, para R\$ 111,8 bilhões no bimestre final da análise (Novembro/Dezembro de 2016). Apenas para conhecimento, o valor dessa mesma aplicação, em 29/12/2017, foi de R\$ 110,7 bilhões (Ministério da Previdência Social - MPS, 2017)

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do exposto e considerando a incipiência de pesquisas nesse sentido, o problema de pesquisa que orienta o presente estudo é: **Qual é o diagnóstico dos investimentos dos RPPS dos estados, municípios e DF entre os anos de 2011 a 2016?**

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Traçar um diagnóstico dos investimentos realizados pelos RPPS dos estados, municípios e DF desde o ano de 2011 até 2016.

1.2.2. Objetivos Específicos

A partir do Objetivo Geral, foram elencados os seguintes objetivos específicos:

- a) elaborar análise geral dos RPPS ao longo do período em estudo;
- b) elaborar análise estratificada dos RPPS ao longo do período em estudo.

1.3. JUSTIFICATIVA

A presente pesquisa justifica-se, primeiramente, pelo o impacto que a previdência social tem sobre toda a sociedade. Focando especificamente nos RPPS, o impacto financeiro é digno de atenção. Conforme já explicitado na Introdução deste trabalho, o déficit dos RPPS atingiu as marcas de R\$ 76,9 bilhões em âmbito estadual e municipal, e de R\$ 77,1 bilhões em âmbito federal. Ora, o prejuízo desses fundos é imputado diretamente à sociedade, seja através do pagamento de tributos, seja na contração de dívida por parte do governo, pois

esgotados todos os recursos e investimentos do RPPS, o tesouro do ente em questão deve arcar com os benefícios concedidos aos servidores (Myrrha & Ojima, 2016).

A perspectiva para o futuro destes fundos também merece atenção, uma vez que a diferença entre o valor presente das contribuições futuras e dos benefícios futuros gerou um *déficit* atuarial referente aos estados, municípios e DF no ano de 2013 de R\$ 2,8 trilhões, de acordo com relatório de auditoria do Tribunal de Contas da União (2015). Já no âmbito federal, o *déficit* apresentado foi de R\$ 1,2 trilhões.

Adicionalmente, no ano de 2016 havia mais de 10 milhões de pessoas vinculadas diretamente aos RPPS, na condição de servidores (62,1%) e aposentados e pensionistas (37,9%) (MF et al., 2016). Essa parcela da população é diretamente afetada pela gestão e pelas políticas adotadas pelos dirigentes desses regimes. De acordo com o desempenho financeiro e atuarial do RPPS, existe a possibilidade de a contribuição devida pelo servidor ao regime ser alterada para corrigir distorções.

Outrossim, os aposentados e pensionistas estão sujeitos ao risco de atraso, até mesmo interrupção, no recebimento de seus benefícios em decorrência de falhas no gerenciamento dos fluxos de caixa e/ou incapacidade financeira do regime.

No tocante aos investimentos, grande parte da carteira dos RPPS está atrelada a títulos de renda fixa (com taxa de juros referenciada na SELIC e no IPCA, por exemplo) e de renda variável (com taxa de juros referenciada no Ibovespa, por exemplo). Em estudo passado, Nogueira (2012) trouxe informações importantes quanto a essa vinculação. Em sua visão, como a maior parte dos investimentos dos RPPS está atrelada à taxa básica de juros, muitos RPPS beneficiaram-se pelas altas taxas de juros praticadas no Brasil, conseguindo reduzir sensivelmente, ou até extinguir, o déficit atuarial. Em contraste, o movimento de baixa pela qual a taxa SELIC está passando exige uma maior acurácia na gestão dos investimentos, no intuito de que a sustentabilidade dos RPPS seja preservada.

Todos esses aspectos reforçam a importância que os investimentos dos RPPS possuem. São valores que, se bem geridos, podem cooperar para a longevidade desses regimes, que tanto sofrem com desfalques financeiros e atuariais. Para tanto, esses investimentos exigem *accountability* por parte dos RPPS e fiscalização pela sociedade.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. PREVIDÊNCIA SOCIAL

2.1.1. Previdência Social no Brasil

No Brasil é considerado o ponto de partida da previdência social a assinatura da Lei Eloy Chaves, que em 1923 criou em cada uma das empresas de estradas de ferros existentes no país uma Caixa de Aposentadoria e Pensões para os respectivos empregados (Serra e Gurgel, 2011).

Essa lei, apesar de pioneira e de beneficiar todos os empregados das empresas ferroviárias do Brasil, abarcava tão somente essa categoria de trabalhadores, excluindo desse benefício todas as demais categorias (Lima, 2006).

No tocante à representatividade e ao direito de decidir dos trabalhadores no órgão do sistema previdenciário, tinha-se uma situação bastante desigual. O controle patronal era maior do que o dos empregados, já que o conselho era presidido por representantes da empresa. Contudo a Lei Eloy Chaves garantia aos trabalhadores vez e voz no órgão do sistema previdenciário.

Por ser o estopim da previdência social no Brasil, essa Lei não era exatamente o que a sociedade esperava. No entanto, lentamente outros grupos profissionais foram incluídos nesse processo e, aos poucos, a previdência brasileira foi tomando proporção de Sistema (Lima, 2006).

2.1.2. Regimes Próprios de Previdência Social

Antes mesmo da Lei Eloy Chaves, que é considerada o ponto de partida da previdência social no Brasil, a aposentadoria do funcionário público já estava prevista no ordenamento constitucional brasileiro (Brasil, 1891). Na prática, a Constituição de 1891 inovou na menção à aposentadoria, pois foi a primeira vez que o termo constou em lei. A concessão da aposentadoria era “dada aos funcionários públicos em caso de invalidez no serviço da Nação” (Art. 75).

A aposentadoria naquela época possuía um caráter assistencial, sem a obrigatoriedade de contribuição prévia para se obter o benefício. O simples fato de ser um funcionário público já era condição para se inserir no recebimento do benefício. Tal cenário evoluiu ao longo do tempo, migrando a proteção social do servidor para um regime previdenciário, de filiação obrigatória e com o pagamento de contribuição ao longo vida laboral (Tavares, Ibrahim & Vieira, 2004 apud Madrid, 2012).

Nesse contexto, e considerando a evolução que a aposentadoria do servidor público teve desde sua criação, Nogueira (2012) define três estágios distintos que caracterizam a mudança observada neste regime previdenciário:

Inicialmente, o período anterior à Constituição de 1988, em que a aposentadoria se destinava a apenas uma parcela dos servidores. A aposentadoria era uma continuidade da relação de trabalho e não havia regras que assegurassem o equilíbrio entre receitas e despesas.

O segundo estágio, iniciado a partir da Constituição de 1988, não trouxe inovações legais, mas promoveu um crescimento e incentivo à instituição de RPPS pelos municípios, bem como uma grande expansão na parcela de servidores abrangidos por esses regimes próprios.

Em contraponto, Santos (2014) ensina que houve uma alteração normativa importante, onde a Constituição Federal definiu, com a inclusão do capítulo “Seguridade Social”, a distinção entre o RGPS, o RPPS e a Previdência Complementar.

Finalmente, o terceiro teve início após a reforma previdenciária de 1998, quando o governo começou a se atentar para o equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS, assim como para o caráter contributivo do sistema.

O cerne da reforma foi o estabelecimento do caráter contributivo e solidário do sistema exigindo a observância das regras que preservem o equilíbrio financeiro do sistema e vedação, para servidores públicos, da concessão de benefícios distintos dos previstos na legislação federal, para segurados do RGPS (Santos, 2014).

Assim como no Brasil, é comum observar no cenário internacional regimes previdenciários diferenciados para funcionários públicos, não obstante a tendência à unificação entre os regimes ou, como é o caso nacional, à redução das suas diferenças (Palacios & Whitehouse, 2006; Ponds, Severinson, & Yermo, 2011).

Importante ressaltar que com essa reforma previdenciária, que teve como marco legal a Lei Federal 9.717/1998 e a Emenda Constitucional número 20/1998, o Ministério da Previdência Social iniciou uma fase de incentivo e recomendação aos estados e municípios

para criação de seus RPPS, sempre em linha com a busca da regularidade e sustentabilidade do sistema.

Madrid (2012) argumenta que para os gestores dos entes federados que decidiram por instituir um RPPS, todo esse incentivo estava em linha com alguns benefícios de curto prazo que o ente obteria. Dentre alguns benefícios pode-se citar a economia com a redução da alíquota patronal de 22% que era paga ao INSS para uma alíquota menor, definida pelo próprio ente, e a assistência médica aos servidores paga com recursos previdenciários.

Tais incentivos e benefícios de curto prazo representam um perigo enorme à criação de um RPPS sadio e sustentável. A possibilidade de economizar recursos orçamentários, que por serem tão escassos tornam-se tão preciosos, implica na possibilidade de criação de RPPS de forma impetuosa e mal projetada, ignorando a real intenção de criação de um regime próprio.

A criação de um RPPS econômica e atuarialmente mal projetado e, ainda, mal administrado resultará no comprometimento futuro das finanças do ente, com um agravante: por ser um regime previdenciário, os efeitos se dão num horizonte de longo prazo e por vezes de forma abrupta, tendo em vista o conhecido efeito de envelhecimento pelo qual a população brasileira está passando. Esses efeitos de longo prazo acabam por dificultar a conscientização dos administradores públicos quanto ao problema, seja porque o problema ainda não foi identificado, seja porque o problema foi identificado, mas o gestor não se preocupa com o efeito, que se dará apenas no futuro.

De forma a não prejudicar o principal interessado do RPPS, o servidor público, a legislação estabelece medidas a serem tomadas por eventual insuficiência do fundo previdenciário. Essas medidas oneram o tesouro do ente federativo, que pode ser pelo aporte de recursos para garantir o pagamento dos benefícios ou pela majoração da alíquota de contribuição do ente patrocinador desde que esta não exceda o dobro da alíquota do servidor.

Em que pese o servidor público ter a garantia que receberá seus benefícios previdenciários, mesmo em caso de insuficiência financeira do RPPS, é a sociedade quem arca com o ônus da ineficiência da gestão do regime, pois os recursos orçamentários que poderiam estar sendo direcionados à causas mais nobres, como saúde ou educação, são direcionados à cobertura do déficit do respectivo RPPS. (Silveira, 2013; Tavares, 2006).

Ainda em linha com a questão deficitária dos RPPS, o Ministério da Previdência Social, por meio da portaria nº 403 de 2008, permite em caso de déficit atuarial que este seja amortizado de algumas formas. A primeira (segregação de massa de seus segurados) consiste na criação de dois planos previdenciários independentes: o plano previdenciário e o plano

financeiro. Definida uma data de corte, os servidores admitidos antes dessa data integrarão o Plano Financeiro, e terão os benefícios previdenciários custeados com os recursos existentes até o momento do corte, e na insuficiência destes, por recursos do orçamento do próprio ente, até a extinção da massa de servidores. Os servidores admitidos a partir da data de corte ficarão sob a responsabilidade do Regime Próprio, integrando o Plano Previdenciário que tem por objetivo ser equilibrado financeira e atuarialmente (Madrid, 2012).

Além dos déficits originados pela criação sem planejamento e até mesmo desordenada dos RPPS, outra questão deve ser minuciosamente controlada, que é a coibição de pagamentos indevidos e qualquer outro tipo de benesses e favorecimentos que estejam em desacordo com o arcabouço legal do fundo. Para tanto, uma governança corporativa robusta, com especialização técnica, conhecimento das normas e leis e, por fim, com mecanismos de avaliação de risco e rentabilidade é essencial para a sustentabilidade do sistema como um todo (Ramos, 2012).

2.1.3. Limites de investimento pelos Regimes Próprios de Previdência

Os recursos excedentes dos RPPS, provenientes das contribuições dos segurados, podem ser aplicados no mercado financeiro visando o acúmulo de reservas para o pagamento dos benefícios futuros, contanto que atendam à regulamentação exarada pelo Conselho Monetário Nacional, tendo presentes condições de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência (Banco Central do Brasil, 2010).

Até o momento da escrita desta dissertação, a regulamentação mais atualizada que baliza os investimentos do RPPS é a Resolução 4.604 de 19 de outubro de 2017. Contudo, uma vez que os dados coletados neste trabalho datam de 2011 a 2016, a Resolução que foi considerada é vigente em 2016 (3.922 de 25 de Novembro de 2010, atualizada pela Resolução 4.392 de 23 de Dezembro de 2014).

Esse balizamento imposto pela lei, de acordo com Silveira (2013), decorre da preocupação do legislador em limitar a exposição dos investimentos dos RPPS ao risco de mercado e ao risco de crédito. O risco de mercado, conforme o Banco Central do Brasil (2017), diz respeito à possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado dos investimentos. Já o risco de crédito faz referência à possibilidade de ocorrência de perdas associadas ao não cumprimento pela contraparte de suas obrigações nos termos pactuados, isto é, o risco de calote.

Ferreira (2006) também argumenta que as limitações da lei apresentam como um de seus objetivos que os gestores do RPPS tenham a sua margem de atuação reduzida e delimitada, além de evitar que as políticas de investimentos apresentem exposição aos riscos do mercado financeiro.

Por outro lado, a proteção aos interesses dos beneficiários que a lei deseja estabelecer pode ter um efeito indesejado. As restrições impostas podem, por ventura, impedir a alocação eficiente dos recursos entre as diversas opções disponíveis no mercado (Silveira, 2013). O enfoque sobre a redução dos riscos pode comprometer a rentabilidade da carteira de investimentos (Ferreira, 2006).

Especificamente quanto aos segmentos permitidos para aplicação, a Resolução 3.922/10 atualizada pela Resolução 4.392/14 elenca três: renda fixa, renda variável e imóveis.

O segmento de renda fixa permite a aplicação de até 100% dos recursos em títulos de emissão do Tesouro Nacional, além de outros percentuais e limites escalonados, que vão diminuindo conforme o risco vai aumentando, até chegar ao limite de 5% dos recursos em cotas de classe sênior de fundos de investimento em direitos creditórios, sob a forma de condomínio fechado.

Já o segmento de renda variável possui o limite superior definido em 30% dos investimentos do RPPS em cotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio aberto e classificados como referenciados que identifiquem em sua denominação e em sua política de investimento indicador de desempenho vinculado ao índice Ibovespa, IBrX ou IBrX-50. Da mesma forma que na renda fixa o limite se altera conforme o risco, chegando ao limite de 5% em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado, constituídos sob a forma de condomínio aberto, cujos regulamentos determinem tratar-se de fundos sem alavancagem, por exemplo.

Salienta-se que para a renda variável, independentemente de quais sejam os investimentos, o limite máximo desse segmento é de 30% da totalidade dos investimentos dos recursos do RPPS.

Abaixo (Gráfico 1) uma representação da proporção entre uma carteira menos arriscada (apenas renda fixa) e uma carteira mais arriscada (renda fixa combinada com renda variável):

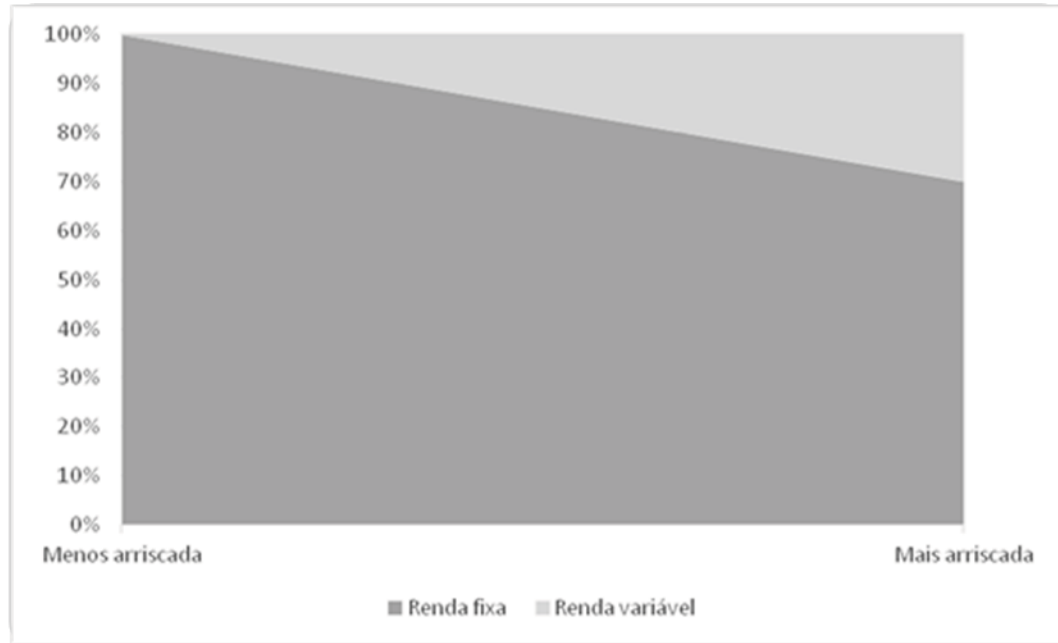


Gráfico 1 - Possibilidades de investimento renda fixa e variável

Fonte: elaboração própria, com base na Resolução BACEN 3.922/10 atualizada pela Resolução BACEN 4.392/14

Todos os limites expressos na Resolução em referência são os elencados na Tabela 1 abaixo:

Tabela 1:
Limites de alocação de investimentos

SEGMENTO	TIPO DE ATIVO	LIMITE DA RESOLUÇÃO BACEN %
Renda Fixa	Títulos Tesouro Nacional	100,00
Renda Fixa	FI 100% títulos TN	100,00
Renda Fixa	Operações Compromissadas com Títulos do TN	15,00
Renda Fixa	FI Renda Fixa/Referenciados RF	80,00
Renda Fixa	FI de Índices Referenciados em RF Subíndices Anbima	80,00
Renda Fixa	FI de Renda Fixa	30,00
Renda Fixa	FI de Índices Referenciados em Renda Fixa	30,00
Renda Fixa	Poupança	20,00
Renda Fixa	Letras Imobiliárias Garantidas	20,00
Renda Fixa	FI em Direitos Creditórios - Aberto - Cota Sênior	15,00
Renda Fixa	FI em Direitos Creditórios - Fechado - Cota Sênior	5,00
Renda Fixa	FI Renda Fixa "Crédito Privado"	5,00
Renda Variável	FI Ações referenciados	30,00
Renda Variável	FI de Índices Referenciados em Ações	20,00
Renda Variável	FI em Ações	15,00
Renda Variável	FI Multimercado - Aberto	5,00
Renda Variável	FI em Participações - Fechado	5,00
Renda Variável	FI Imobiliários	5,00

Fonte: <http://www.previdencia.gov.br/regimes-proprios/investimentos-do-rpps/> (adaptado)

Para o segmento de imóveis não há limite expresso, mas tão somente a condição de que os investimentos serão efetuados exclusivamente com os imóveis vinculados por lei ao regime próprio de previdência social.

A legislação também abarca limites de concentração de aplicação, como é o caso da restrição quanto à totalidade de aplicações de um RPPS, que não pode ultrapassar 25% do patrimônio líquido de algum fundo de investimento.

Em que pese a preocupação do legislador quanto à proteção dos recursos aplicados dos RPPS, ressalta-se que não há, na legislação previdenciária, uma taxa de rentabilidade mínima estabelecida (D. V. de Lima & Guimarães, 2009).

O estudo de Ferreira (2006) está em linha com o paradigma acima exposto. O autor constatou que apesar de existir a regulamentação, os fundos dos RPPS apresentam riscos de perdas e de desempenhos inferiores ao mínimo demandado pela meta atuarial. Inclusive foi recomendado o desenvolvimento de sistemas de controle e de avaliação da exposição ao risco na política de investimentos previdenciários, para que haja um maior poder de gestão desses RPPS.

2.2. RETORNO E RISCO

2.2.1. Retorno

Em Finanças, o retorno pode ser definido como o nível de lucro de um investimento, isto é, a recompensa pelo investimento (Gitman & Joehnk, 2005). A recompensa, contudo, pode não ser positiva, o retorno pode vir em forma de prejuízo (Gitman, 2010).

Ainda quanto ao retorno, este pode ser proveniente de diferentes fontes. Gitman & Joehnk (2005), por exemplo, alegam que o retorno pode ser oriundo de renda corrente e de ganho de capital (ou perdas).

A renda corrente traduz-se em caixa recebido periodicamente como resultado de um investimento. Esse recebimento pode ser na forma de dividendos de ações, juros de títulos de dívida...

Já o ganho de capital diz respeito a variação, se houver, no valor de mercado de um investimento. Caso o montante pelo qual os proventos da venda de um investimento superem

o preço de compra original, tem-se o ganho de capital. Em contrapartida, se o valor de venda de um investimento for inferior ao valor de compra original, tem-se perda de capital.

A combinação do retorno corrente e do ganho de capital implica no retorno total de um investimento.

Como o retorno é uma das medidas primárias ao se analisar um investimento, ainda é possível segregá-lo por mais um prisma: o histórico e o esperado.

Malgrado o retorno histórico não seja garantia de retornos futuros, ainda assim ele é importante, pois fornece uma base significativa para expectativas futuras. Investidores costumam examinar atentamente o desempenho histórico ao formular suas expectativas (Gitman & Joehnk, 2005).

O esperado, por outro lado, é o retorno que um indivíduo espera de um investimento no próximo período. O retorno esperado pode ser definido analisando-se o retorno histórico de determinado investimento, e também com base em análises detalhadas das perspectivas de uma empresa ou do mercado como um todo, seja por meio de modelos desenvolvidos com essa finalidade, seja por meio de uma informação especial (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2007).

Ao se projetar um retorno esperado, entra em cena uma variável de incerteza, que pode confirmar as expectativas, ou não. É o risco, assunto do próximo tópico.

2.2.2. Risco

O risco, de acordo com Damodaran (2014), se refere à probabilidade de recebimento de um retorno sobre um investimento que seja diferente do esperado, incluindo aí tanto os maus (retornos abaixo do esperado) quanto os bons (retorno superior ao esperado) resultados.

Gitman & Joehnk (2005) expressam que o risco de investimento está diretamente relacionado ao seu retorno esperado. É a mensuração da probabilidade de o retorno real de um investimento diferir do que é esperado. Outrossim, esses autores alegam que investimentos mais arriscados devem fornecer níveis mais altos de retorno. Retornos maiores são uma forma de compensar riscos maiores.

Quanto ao modo de calcular o risco, Ross et al. (2007) compreendem que a dispersão dos retornos é uma medida bastante utilizada na mensuração do risco; é uma medida de quanto uma taxa de retorno pode afastar-se do retorno médio. Ensinam também que a variância e sua raiz quadrada, o desvio-padrão, são as medidas mais comuns de dispersão.

Gitman (2010) comenta uma particularidade quanto à mensuração da dispersão em torno de um valor calculado. Diferente do que algumas pessoas acreditam, todos os retornos devem compor a medida de dispersão para cálculo do risco, tanto os retornos negativos quanto os positivos, pois a variabilidade, mesmo a positiva, impacta na variância do investimento; e quanto maior a variância, menor a confiança que se pode obter nos resultados associados a um investimento.

Para Gitman & Joehnk (2005) ainda existe outra forma de mensurar o risco, mas ainda sim derivada do desvio padrão. Trata-se do coeficiente de variação, que é uma medida relativa de risco. É útil para comparar o risco de ativos com retornos médios e esperados diferentes. O cálculo do coeficiente de variação envolve a divisão do valor encontrado para o desvio-padrão pelo retorno médio ou esperado de um título ou investimento.

2.3. TEORIA DAS CARTEIRAS

Os RPPS são caracterizados por preconizarem investimentos de longo prazo, uma vez que os benefícios a serem pagos denotam uma série de contribuições do servidor e do ente patronal durante a vida laboral daquele. Os compromissos assumidos pelos regimes fazem com que esses busquem uma otimização conservadora de seus investimentos e também que os diversifiquem de forma a reduzir o risco inerente às aplicações (Lopes & Furtado, 2006).

Quanto à diversificação, possui como objetivo a diminuição do risco não sistemático, também chamado risco diversificável, ou específico. É o risco que afeta especificamente um ativo ou um pequeno grupo de ativos (Ross et al., 2007). Damodaran (2014) exemplifica esse risco de algumas formas: o risco de a empresa avaliar mal a demanda por um produto seu (risco de projeto), risco de os concorrentes se mostrarem mais competitivos ou fortes (risco competitivo) ou ainda o risco que pode causar impacto significativo sobre um setor em específico (risco de setor).

Por outro lado, a outra parcela de risco incidente sobre títulos, sobre a qual a diversificação não possui, necessariamente, influência é o risco sistemático, ou risco de mercado. Esse é o risco que afeta um grande número de ativos, com maior ou menor intensidade. É a parcela que resulta de surpresas, é o verdadeiro risco de qualquer investimento (Ross et al., 2007). Da mesma forma, Damodaran (2014) traz alguns exemplos

para o risco de mercado, a saber: variação na taxa de juros, desaceleração da economia, câmbio etc.

No tocante à diversificação de carteiras, até o estudo de Harry Markowitz (1952) o senso comum predominava. A chamada diversificação simples (*naive diversification*), que pode ser definida como “não colocar todos os ovos em uma única cesta”, preconizava que um portfólio com 200 títulos era dez vezes mais diversificado a um portfólio composto por 20 títulos e, conseqüentemente, menos arriscado (Francis, 1976). Percebe-se que a diversificação era realizada de forma subjetiva, de acordo com a experiência e conhecimento do gestor da carteira, sem nenhum rigor comprovadamente aceito.

Gitman & Joehnk (2005) ainda trazem o conceito da abordagem tradicional de carteira, que enfatiza o equilíbrio na montagem de uma carteira, colocando no portfólio uma ampla variedade de ações e/ou títulos de dívida. Essa abordagem tradicional remete à diversificação entre setores. Uma característica dessa abordagem é o investimento em empresas conhecidas, pois por serem conhecidas como empreendimentos bem-sucedidos, investir nelas é visto como menos arriscado, além de que os títulos de empresas maiores possuem maior liquidez, são negociadas em maior quantidade e convencer clientes a investir num portfólio com empresas conhecidas é mais fácil.

Em contraponto ao acima citado e de forma bastante clara e assertiva, Markowitz (1952) propôs que a variância dos títulos deve ser observada na composição de uma carteira, ou portfólio, assim como o peso de cada título. Pode-se dizer que os estudos de Markowitz formam a base da Teoria das Carteiras (Teoria Moderna da Carteira), cuja diversificação estatística é fator decisivo na escolha dos títulos que compõem uma carteira ou portfólio (Gitman & Joehnk, 2005).

Não obstante, para o pleno entendimento da Teoria das Carteiras proposta por Markowitz, faz-se necessária a assunção de algumas prerrogativas:

1. Investidores desejam maximizar os retornos de seu conjunto total de investimentos para um dado nível de risco.
2. Investidores são avessos a risco. Diante de uma opção entre dois ativos com taxa iguais de retorno, será escolhido o com menor risco.
3. Espera-se, portanto, uma relação positiva entre as taxas de retorno de vários ativos e suas medidas de risco.
4. Investidores estimam o risco da carteira com base na variabilidade dos retornos esperados.

5. Apenas o retorno e o risco esperados influenciam as decisões dos investidores, de modo que suas curvas de utilidade são uma função apenas do retorno esperado e da variância desejada.

Tal teoria propõe que a variação da taxa de retorno pode ser utilizada como medida de risco e que ativos podem ser combinados para diminuir o risco da carteira. O efeito da diversificação pode ser sentido desde que haja correlação menos do que perfeita. Correlações negativas, baixas ou nulas são suficientes para montar carteiras com risco inferior ao de qualquer ativo individual (Bodie, Kane, & Marcus, 2010)

Com ativos combinados, surge o conceito de eficiência em investimentos. Uma carteira será considerada eficiente se nenhuma outra oferecer retornos esperados maiores, considerando o mesmo (ou menor) risco (Markowitz, 1952)

Com a construção de curvas decorrentes das diferentes combinações de ativos e de seus pesos, é possível demonstrar qual seria a carteira com o maior retorno para um mesmo nível de risco de forma gráfica, conforme Figura 1.

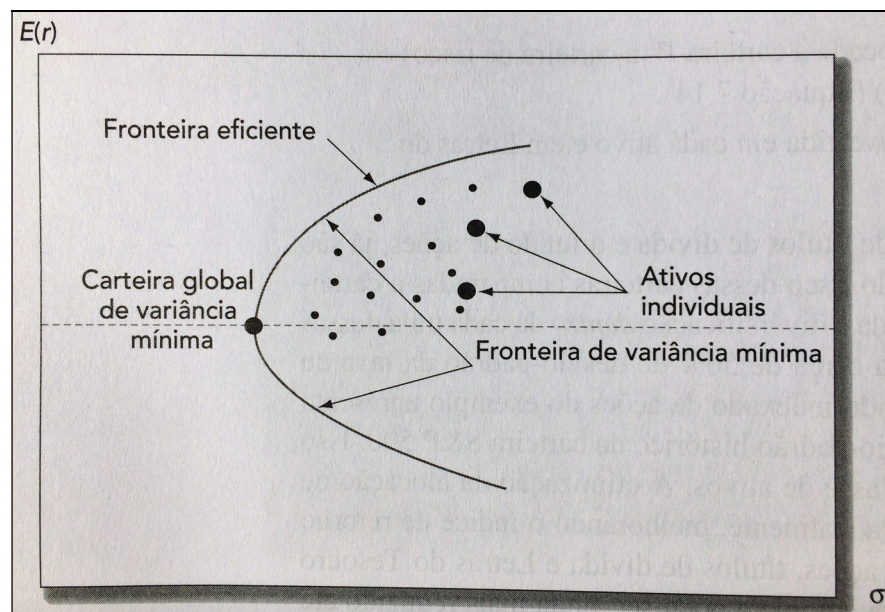


Figura 1 - Fronteira eficiente proposta por Markowitz

Fonte: Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2010). Investimentos (8. ed.). Porto Alegre: AMGH

Os investimentos que estão na curva superior dominam todos os demais que estão abaixo, seja por possuir um maior retorno com o mesmo risco ou um menor risco para o mesmo retorno. Essa curva é a fronteira eficiente proposta por Markowitz, decorrente da correlação entre ativos, que individualmente não seriam tão eficientes quanto o são de forma combinada (Bodie et al., 2010)

A hipótese de fronteira eficiente, de acordo com Markowitz (1952), não apenas implica diversificação, mas o tipo certo de diversificação pela razão correta.

Importante salientar que em contraponto à Teoria das Carteiras proposta por Markowitz, foi desenvolvida a Teoria Comportamental do Portfólio - TCP (*Behavioral Portfolio Theory*), desenvolvida por Shefrin & Statman (2000), que propõe que o risco do portfólio do investidor não é medido pela variância, mas sim por um nível aceitável da probabilidade de ruína (quando a saúde financeira do investidor cai abaixo do nível de subsistência). O portfólio é considerado seguro quando a probabilidade de ruína não excede um determinado nível α .

Pfiffelmann, Roger, & Bourachnikova (2016) compararam portfólios selecionados de acordo com a Teoria das Carteiras (Markowitz, 1952) e a Teoria Comportamental do Portfólio (Shefrin & Statman, 2000) entre ações do mercado americano entre 1995 e 2011. Chegou-se à conclusão que em 70% dos casos o portfólio ótimo proposto pela TCP estava localizado na fronteira eficiente proposta por Markowitz. Além disso, o portfólio obtido com a TCP tende a ser mais eficiente, com um maior nível de risco, com maiores retornos e assimetria positiva. Contudo, em períodos de crise financeira não foi possível observar portfólios ótimos.

Independente da teoria utilizada na diversificação, a questão é como auferir algo tão subjetivo quanto o apetite a risco do investidor. Aliado a isso, as finanças são fortemente influenciadas pelo comportamento dos indivíduos, fato esse que torna a aplicação da teoria no mundo prático algo não tão simples (Nawrocki & Viole, 2014).

Mesmo assumindo algumas prerrogativas como verdadeiras, ignorando o caráter comportamental das finanças, a Teoria proposta por Markowitz ainda possui grande relevância na seara financeira e continua sendo a base de muitos estudos acadêmicos.

2.4. ESTUDOS SOBRE RPPS

Dentre as principais publicações relacionadas ao assunto, o trabalho de Lima (2006) explorou o nível de acesso e compreensão das informações gerenciais dos usuários (servidores municipais) relacionadas e geradas por seis RPPS do Estado de Pernambuco. Nesse estudo, a compreensão do usuário foi medida por meio de *survey* com uma amostra dos servidores, concluindo que os esses não têm acesso a informações essenciais dos regimes, tampouco compreendem critérios básicos relativos ao seu órgão previdenciário.

Os servidores do Sistema de Previdência do Município do Rio de Janeiro (PREVIRIO/FUNPREVI) também alegam dificuldade no acesso das informações contábeis do fundo e pouco conhecimento de temas relacionados ao Instituto. Tais constatações implicam no baixo interesse dos servidores em obter informações deste RPPS (Félix & Silva, 2009).

Quanto a situação financeira atuarial dos RPPS pode-se citar alguns trabalhos, dentre eles a pesquisa realizada por Bispo (2004) onde foi realizado diagnóstico da situação financeira e atuarial de oito RPPS baianos. A conclusão do estudo foi que os RPPS apresentaram situação deficitária e a sua manutenção encontra-se comprometida, pois caso nenhuma mudança seja feita, a situação tende a se agravar.

Já o estudo Madrid (2012) investigou a situação financeira e atuarial de um RPPS municipal do Rio Grande do Sul, concluindo que o fundo está equilibrado financeiramente, contudo possui déficit sob o prisma atuarial. Déficit esse, alega a autora, é oriundo da criação do RPPS, quando as contribuições dos servidores possuíam destinação incompatível com a finalidade do regime e a contribuição patronal era inexistente.

Ainda quanto à meta atuarial, Ferreira (2006) realizou estudo junto ao Fundo de Previdência do Estado de Minas Gerais – FUNPEMG, constatando existir 23%, aproximadamente, de possibilidade de o RPPS não atingir sua meta atuarial, indicando, com isso, que esse risco existe mesmo nos fundos que seguem a regulamentação de investimentos imposta pelo governo.

Em consonância às conclusões obtidas nos estudos acima, Caetano (2016) traçou um diagnóstico da situação financeira dos RPPS estaduais, concluindo que a despesa ultrapassa as receitas em todos os estados. Analisando-se a situação atuarial, o cenário não é diferente: o déficit atuarial dos servidores civis da União somado ao déficit dos estados, em 2014, é de R\$ 3,6 trilhões, equivalente a 65,8% do PIB brasileiro para o mesmo ano. O diferencial desse estudo foi que o autor propôs duas reformas para extinguir, ou ao menos amenizar, o déficit. A primeira, que preconiza o fim das aposentadorias especiais para professores e militares sem regra de transição, não causou alívio significativo. A segunda (imposição de idade mínima unificada de 60 anos, juntamente com a extinção definitiva da paridade e cálculo da aposentadoria para todos pela média, juntamente com reposição de 70% para aposentadorias e pensões mostrou), apesar de mais animadora, também não eliminaria o déficit, mas o tornaria mais administrável.

Nessa mesma linha, Santos (2014) realizou estudo nos RPPS estaduais da região sudeste, identificando quais medidas foram tomadas por esses fundos para que o equilíbrio financeiro e atuarial fosse possível. Medida unânime para todos os estados dessa região (São

Paulo, Rio de Janeiro, Espírito Santo e Minas Gerais) foi a criação de um fundo de previdência complementar, para que ali sejam depositadas as contribuições do servidor e patronal que excedam o teto aplicado pelo RGPS, como valor para incidência de contribuição previdenciária. Malgrado essa medida tenha contribuído para o equilíbrio do sistema, ainda são necessárias novas medidas para que o déficit seja eliminado.

Adentrando especificamente nas carteiras de investimentos, Pereira (2008) realizou várias simulações de investimentos no RPPS do Estado de Santa Catarina, criando três carteiras teóricas com perfil conservador, moderado e agressivo. O autor conclui que para aquele RPPS, a carteira conservadora é a mais adequada ao fundo, pois é suficiente para superar a meta atuarial propostas.

Em contraponto à Pereira (2008), Silveira (2013) desenvolveu um modelo de alocação estratégica de portfólio para um fundo previdenciário cujos recursos financiam um plano do tipo benefício definido. Embora o autor não utilize dados reais dos RPPS em seu modelo, foi possível constatar que os limites estreitos de investimento estipulados pela lei parecem não impedir a alocação mais eficiente dos fundos previdenciários (a posição comprada em renda variável tem valor como *hedge* intertemporal).

Mesmo com vários trabalhos e publicações relacionados ao assunto, nenhum abordou e diagnosticou os investimentos de todos os RPPS do Brasil de forma conjunta. É essa lacuna que a presente pesquisa visa preencher, trazendo elementos que até o momento não foram investigados.

3. METODOLOGIA

Com o intuito de atender aos objetivos propostos neste trabalho, serão abordados nesta seção os procedimentos metodológicos empregados na obtenção e análise dos dados, para que seja possível atingir conclusões contundentes a respeito do tema.

Serão apresentados, destarte, os procedimentos metodológicos que foram adotados na pesquisa: tipologia da pesquisa, delimitação do estudo, população e coleta de dados e como as análises serão conduzidas.

3.1. TIPOLOGIA DA PESQUISA

Quanto ao objetivo, a pesquisa enquadra-se como exploratória, uma vez que os objetivos desta pesquisa visam obter percepções sobre o assunto e descobrir novas ideias (Cervo & Bervian, 1983). Raupp & Beuren (2013) argumentam que a pesquisa exploratória ocorre quando não há muito conhecimento sobre o tema a ser abordado. O estudo exploratório busca conhecer com mais profundidade o assunto, para torná-lo mais claro e para que seja possível construir futuras questões de pesquisa.

Cervo & Bervian (1983) ainda ensinam que na pesquisa exploratória não são levantadas hipóteses a serem testadas, restringindo-se essa a definir objetivos e buscar mais informações sobre o assunto em voga.

A abordagem do problema se deu de forma quantitativa, que na visão de Michel (2009), é utilizada quando a coleta e o tratamento de informações é realizada através de técnicas estatísticas, desde as mais simples às mais complexas. A resposta que se busca na investigação deve ser obtida de forma numérica, com exatidão.

A pesquisa foi delineada de forma bibliográfica e documental. Bibliográfica no tocante aos livros e artigos científicos que serviram de arcabouço teórico para que o tema possa ser explorado. Documental ao se utilizar de materiais que ainda não receberam tratamento analítico, como é o caso das bases de investimentos dos RPPS (Gil, 2009).

Por fim, quanto ao poder do pesquisador de produzir efeito nas variáveis que estão sendo estudadas, a pesquisa é caracterizada como *ex post facto*, pois o pesquisador não tem

controle sobre essas. Como não há influência do pesquisador, não é gerado viés nas conclusões obtidas (Cooper & Schindler, 2003).

3.2. DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Conhecido o objetivo do estudo, sua abrangência diz respeito a todos os RPPS brasileiros (estados, municípios e DF) que possuíram aplicações financeiras no período compreendido entre os anos de 2011 a 2016, período no qual estão disponíveis os DAIR - Demonstrativos das Aplicações e Investimentos dos Recursos no CADPREV.

Dessa maneira, os 6 anos disponíveis transformam-se em 35 posições, haja vista o poder multiplicatório que os bimestres infligem aos anos, sendo que em 2011 os dados foram disponibilizados a partir do 2º bimestre.

Decidiu-se utilizar todos os RPPS justamente por sua inovação na pesquisa acadêmica, haja vista não haver trabalhos nesse sentido.

Em que pese a regulamentação que determina parâmetros mínimos e máximos de investimento dos RPPS ter sido alterada em 2017, as análises envolvidas neste trabalho se utilizaram da legislação vigente em 2016, último ano da coleta de informações dos investimentos e aplicações.

3.3. POPULAÇÃO E COLETA DE DADOS

A população analisada nesta pesquisa engloba todos os RPPS brasileiros, incluindo os pertencentes a estados, municípios e ao Distrito Federal. Todas as informações foram retiradas do sítio eletrônico do CADPREV (cadprev.previdencia.gov.br), menu “Consultas Públicas”, item “Aplicações e Investimentos dos Recursos – DAIR”, subitem “Consultar Demonstrativos até 2016”.

Até o momento da confecção deste texto, apenas os dados compreendidos entre o ano de 2011 até 2016 estavam disponíveis, portanto são essas as datas que limitam a captura das informações. Tendo em vista que as informações são disponibilizadas bimestralmente, foram capturadas 35 posições temporais para cada RPPS (6 bimestres por ano x 6 anos

compreendidos entre 2011 e 2016, sendo que em 2011 os dados foram disponibilizados a partir do 2º bimestre).

Em virtude de o site do CADPREV disponibilizar apenas arquivos individualizados, e não em banco de dados, foram capturados 71.344 arquivos PDF e todos foram transformados em informações tabuladas, passíveis de serem trabalhadas em bancos de dados do Microsoft Access®.

Tal atividade demandou a criação de um programa tecnológico exclusivo para a captura automatizada (*web scraping*) e transformação dos dados e também de várias máquinas virtuais, para que a pesquisa se tornasse viável, considerando a grande quantidade de arquivos a serem capturados. Mesmo com o aparato tecnológico utilizado, a captura dos arquivos e transformação em informações demorou aproximadamente 4 meses, ininterruptamente.

Destaca-se que o programa tecnológico criado não pôde se utilizar de toda a velocidade dos processadores do microcomputador para realizar a captura de forma mais rápida, pois percebeu-se que há, no site do CADPREV, uma espécie de “trava” que detecta ações repetitivas e rápidas que denotem ser uma máquina acessando o site, derrubando o acesso. Dessa forma, foi necessário incluir no programa um tempo de resposta maior, que emulasse um ser humano realizando a consulta, além de alterar o IP (*Internet Protocol*) do microcomputador a cada novo acesso.

A forma como está desenhada a captura de informações no CADPREV dificulta a obtenção de dados de todos os RPPS para a realização de pesquisas e estudos. O ideal seria existir um banco de dados disponível para consulta em caráter público, com a possibilidade de obtenção de todos os dados de uma vez só.

Dada a dificuldade de obtenção dos dados e da importância que os mesmos podem ter para pesquisas futuras, o autor desta dissertação os torna públicos. Para tanto, basta solicitar via correio eletrônico (willianmueller90@gmail.com).

Conforme Tabela 2, é possível verificar que ao final de 2016 haviam informações referentes à 1818 RPPS e também a quantidade de RPPS em cada unidade federativa e o valor total de investimentos que esses apresentavam ao final do ano de 2016.

Tabela 2:
Informações resumidas dos RPPS ao final de 2016

Unidade Federativa	Quantidade	% Quantidade	Valor	% Valor
AC	2	0,11%	296.164.717	0,12%
AL	22	1,21%	580.166.339	0,23%
AM	11	0,61%	4.118.959.354	1,65%
AP	1	0,06%	3.115.125.737	1,25%
BA	21	1,16%	2.065.273.759	0,83%
CE	45	2,48%	2.405.157.462	0,96%
DF	1	0,06%	3.229.974.693	1,29%
ES	33	1,82%	4.942.715.387	1,98%
GO	164	9,02%	2.689.241.756	1,08%
MA	13	0,72%	1.634.264.264	0,65%
MG	187	10,29%	7.610.473.981	3,05%
MS	50	2,75%	1.930.302.837	0,77%
MT	102	5,61%	2.735.729.246	1,10%
PA	12	0,66%	5.973.230.628	2,39%
PB	41	2,26%	647.728.880	0,26%
PE	105	5,78%	2.819.014.554	1,13%
PI	60	3,30%	830.799.825	0,33%
PR	175	9,63%	17.763.319.537	7,11%
RJ	67	3,69%	121.167.105.661	48,53%
RN	30	1,65%	950.096.827	0,38%
RO	26	1,43%	3.026.873.810	1,21%
RR	2	0,11%	2.611.302.168	1,05%
RS	322	17,71%	15.391.328.296	6,16%
SC	75	4,13%	6.944.130.086	2,78%
SE	2	0,11%	962.996.305	0,39%
SP	228	12,54%	28.276.929.042	11,32%
TO	21	1,16%	4.980.135.461	1,99%
Total	1818	100,00%	249.698.540.612	100,00%

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Em alguns momentos dessa dissertação será utilizada a expressão *saldo recorrente*, que remeterá ao bimestre “setembro/outubro de 2016”, que é o último bimestre antes do crescimento considerável de um investimento específico do Estado do Rio de Janeiro (Royalties e Participação Especial, Lei 3189/1999, Lei 4239/2003, Dec. 42011 de 28/08/2009 e Dec. 43911 de 29/10/2012), que saltou de R\$ 29,5 bilhões (no penúltimo bimestre) para R\$ 111,8 bilhões no bimestre final da análise (Novembro/Dezembro de 2016).

Optou-se por não desprezar totalmente o último bimestre da análise porque o saldo de Royalties e Participação Especial do RPPS Governo do Estado do Rio de Janeiro manteve-se

no mesmo patamar em 2017, indicando que a alteração não foi pontual, ou fruto de erro aparente.

Outrossim, o autor desta dissertação entrou em contato com a assessoria de imprensa do RPPS do Governo do Estado do Rio de Janeiro (RioPrevidência, 2018) para entender o motivo do aumento expressivo. Como resposta, obteve a seguinte mensagem (o e-mail completo está no Apêndice 1):

O Rioprevidência esclarece que houve, sim, reavaliação do ativo Royalties e Participação Especial por solicitação do MPS* (Notificação MPS N°07966/2016), na qual o MPS exigiu que o Regime Próprio de Previdência Social esteja em conformidade com a Portaria MPS n° 403/2008, alterada pela Portaria MPS n° 21, de 16/01/2013, cuja redação no Art. 21, § 3º, determina que, para o Plano Financeiro, o resultado atuarial e as projeções atuariais de receitas e despesas devem ser avaliados a taxa real de juros referencial de 0% (zero por cento). Como o ativo Royalties e Participação Especial é uma receita do Rioprevidência, cujo valor é apontado nas demonstrações financeiras, ele foi reavaliado a fim de que, para avaliação atuarial, a taxa de desconto utilizada seja de 0% (zero por cento), e não mais a taxa anterior de 6% (seis por cento), o que resultou em um aumento extraordinário do ativo por motivos de mudança metodológica.

Para a correta condução das análises e interpretação dos resultados, foi realizada uma alteração manual no saldo de investimentos do RPPS da Prefeitura Municipal de Centenário/RS, no bimestre julho/agosto de 2011. Na informação trazida do CADPREV, constou a importância de R\$ 64,4 quatrilhões, que não se repetiu em nenhum período anterior ou posterior. Dessa forma, optou-se por alterar o saldo para o montante imediatamente anterior ao período corrigido.

Para uma melhor compreensão das análises realizadas nesta pesquisa é necessário informar que o site do CADPREV sempre exibe mensagem de erro em consultas referente aos RPPS do Governo do Estado de São Paulo (todo o ano de 2011 e nos bimestres janeiro/fevereiro, março/abril, maio/junho, julho/agosto de 2012) e do Governo do Estado do Paraná (bimestres janeiro/fevereiro, março/abril, maio/junho, julho/agosto de 2013), impossibilitando a captura dos saldos de investimentos nos períodos acima.

Visando uma maior compreensão do leitor quanto ao impacto que a ausência da informação acima pode ter, são exibidos a seguir comparativos entre o período imediatamente anterior ou posterior à ausência.

Para o Governo do Estado de São Paulo, o primeiro bimestre disponível para captura (bimestre setembro/outubro de 2012) possuía saldo total de R\$ 2.868.663,79, o equivalente a

0,0021% do saldo de todos os estados brasileiros e a 0,0020% do saldo de todos os RPPS neste período.

Já para o Governo do Estado do Paraná, o último bimestre disponível para captura antes dos quatro bimestres faltantes (bimestre novembro/dezembro de 2012) possuía saldo total de R\$ 6.854.535.705,61, o equivalente a 4,22% do saldo de todos os estados brasileiros e a 3,98% do saldo de todos os RPPS neste período. No bimestre em que os dados para captura estavam disponíveis novamente (setembro/outubro de 2013), este RPPS apresentou saldo de R\$ 7.159.792.526,52, equivalente a 4,18% do saldo dos estados e a 4,09% do saldo total dos RPPS para este período.

3.4. CONDUÇÃO DAS ANÁLISES

Para o primeiro objetivo específico, foram realizadas análises que contemplaram a totalidade dos RPPS brasileiros bem como sua evolução nas datas obtidas. Tal análise visou analisar o comportamento e o montante dos investimentos ao longo do período definido.

Também foi possível realizar análises de quais são os investimentos predominantes nos RPPS e sua evolução histórica, identificar quais são as instituições financeiras que mais recebem aportes de investimentos desses regimes e a participação de cada uma das regiões brasileiras no saldo total dos RPPS.

Quanto às instituições financeiras que mais recebem aportes de investimentos dos RPPS, foi também realizada análise considerando se o gestor de recursos indicado no DAIR possuía algum tipo de certificação emitida por Entidade Certificadora do mercado financeiro. No último período da análise (bimestre novembro/dezembro de 2016), dos 1818 RPPS, 575 (31,63%) não possuíam nenhum tipo de certificação e 1243 (68,37%) possuíam e estão indicadas na Tabela 3.

Tabela 3:

Quantidade de RPPS com certificação ao final de 2016

Certificação / Entidade Certificadora	Quantidade de RPPS
ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	731
CPA - 10 - Certificação Profissional Anbima Série 10	117
CPA - 20 - Certificação Profissional Anbima Série 10	30
APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais	351
CGRPPS - Certificação de Gestores de Regime Próprio de Previdência Social	14
Sem certificação	575
Total	1818

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

A ANBIMA oferece quatro certificações. A Certificação Profissional ANBIMA Série 10 (CPA-10), que é destinada aos profissionais que trabalham com produtos de investimento em bancos ou plataformas de atendimento, a Certificação Profissional ANBIMA Série 20 (CPA-20), que é destinada aos profissionais que trabalham com produtos de investimento para os segmentos varejo alta renda, corporativo e investidores institucionais, a Certificação de Especialista em Investimento ANBIMA (CEA), que é destinada aos profissionais que assessoram os gerentes de conta de investidores pessoa física e, por fim, a Certificação de Gestores da ANBIMA (CGA), que é destinada aos profissionais que fazem gestão de recursos de terceiros, com poder de compra e venda dos ativos (ANBIMA, 2018).

Dentre as certificações da ANBIMA encontradas nos DAIR, apenas a CPA-10 e a CPA-20 foram explicitamente citadas e a maioria dos RPPS citou apenas a entidade certificadora, a ANBIMA. Quando apenas a ANBIMA é citada, entende-se que o RPPS pode estar se referindo a qualquer uma das quatro certificações da entidade.

No caso da APIMEC, são oferecidas três certificações: o Programa de Certificação Nacional (CNPI), destinada à qualificação de profissionais de investimentos orientados para os mercados financeiro e de capitais, a *Certified International Investment Analyst* (CIIA), que confere ao profissional a certificação de um elevado padrão de conhecimento na área de investimentos, local ou internacional, e a Certificação de Gestores de Regime Próprio de Previdência Social (CGRPPS), que tem como objetivo elevar os padrões dos profissionais que atuam nos Institutos de Previdência dos Estados e dos Municípios (APIMEC, 2018).

Da mesma maneira do ocorrido com a ANBIMA, no âmbito da APIMEC apenas a CGRPPS foi explicitamente citada nos DAIR. Nas vezes em que apenas a APIMEC é citada, entende-se que o RPPS pode estar se referindo a qualquer uma das três certificações da entidade.

Ainda quanto ao primeiro objetivo, foram traçadas linhas de tendência nos gráficos, calculadas através de regressão linear, com a utilização do Microsoft Excel 2016®, sendo apresentado o coeficiente determinação (R^2) e ângulo da reta, se positivo (tendência de crescimento) ou negativo (tendência de decrescimento).

Para o segundo objetivo específico, foram realizadas análises análogas às do primeiro objetivo, com a diferença que os RPPS foram estratificados de acordo com alguns parâmetros:

- Estados (inclui o DF);
- Capitais;
- Cidades com população acima de 500 mil habitantes;
- Cidades com população entre 100 mil e 500 mil habitantes;
- Cidades com população entre 50 mil e 100 mil habitantes;
- Cidades com população até 50 mil habitantes.

Essa estratificação visa a identificação de comportamentos semelhantes, ou não, em cidades que possuem uma realidade análoga quanto ao tamanho da população. Ressalta-se que o tamanho da população diz respeito ao número de habitantes da cidade que o RPPS abrange, e não quanto ao número de pessoas vinculadas diretamente ao regime.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo apresenta-se a análise e discussão dos dados da pesquisa, cujo objetivo é traçar um diagnóstico dos investimentos realizados pelos RPPS dos estados, municípios e DF desde o ano de 2011 até 2016.

Para organizar o resultado das análises, cada objetivo específico foi abordado individualmente nos tópicos seguintes.

4.1. ANÁLISE GERAL DOS RPPS AO LONGO DO PERÍODO EM ESTUDO

O saldo inicial dos investimentos de todos os RPPS brasileiros era de R\$ 107,6 bilhões no início do período analisado (2º bimestre de 2011), e representou, ao final de 2016, o importe de R\$ 249,7 bilhões, uma evolução de 132,01%.

Na Tabela 4, pode-se verificar a evolução dos saldos totais dos RPPS ao longo dos períodos analisados:

Tabela 4:
Total saldos bimestrais RPPS

(continua)

Ano	Bimestre	Total RPPS	Total RPPS saldo maior que "zero"	Investimentos	Disponibilidade Financeira	Total	Δ % bimestre anterior
2011	MAR/ABR	1952	1843	106.462.262.968	1.160.212.529	107.622.475.497	-
	MAI/JUN	1958	1846	106.468.460.517	1.346.253.942	107.814.714.459	0,18%
	JUL/AGO	1961	1848	108.825.814.013	1.304.691.089	110.130.505.102	2,15%
	SET/OUT	1963	1851	109.993.665.250	1.441.418.990	111.435.084.239	1,18%
	NOV/DEZ	1977	1856	113.862.836.471	1.421.501.963	115.284.338.434	3,45%
2012	JAN/FEV	1988	1870	139.340.605.261	699.452.227	140.040.057.488	21,47%
	MAR/ABR	1996	1873	142.369.889.763	613.021.457	142.982.911.220	2,10%
	MAI/JUN	2004	1883	142.539.504.936	698.520.360	143.238.025.296	0,18%
	JUL/AGO	2172	1923	144.375.843.496	852.396.964	145.228.240.460	1,39%
	SET/OUT	2171	1924	146.063.427.442	831.439.047	146.894.866.489	1,15%
NOV/DEZ	2165	1922	171.113.622.929	1.010.076.275	172.123.699.204	17,17%	
2013	JAN/FEV	2190	1947	169.000.965.310	722.408.039	169.723.373.349	-1,39%

(conclusão)

Ano	Bimestre	Total RPPS	Total RPPS saldo maior que "zero"	Investimentos	Disponibilidade Financeira	Total	Δ % bimestre anterior
2013	MAR/ABR	2194	1949	166.705.360.244	755.597.439	167.460.957.682	-1,33%
	MAI/JUN	2198	1953	163.910.928.714	1.029.474.141	164.940.402.855	-1,51%
	JUL/AGO	2195	1960	164.122.818.201	874.779.218	164.997.597.419	0,03%
	SET/OUT	2163	1958	174.148.238.713	1.029.645.209	175.177.883.922	6,17%
	NOV/DEZ	2127	1952	165.947.782.680	967.872.029	166.915.654.709	-4,72%
2014	JAN/FEV	2102	1966	167.963.571.809	847.169.765	168.810.741.574	1,14%
	MAR/ABR	2091	1966	170.196.725.896	741.435.683	170.938.161.579	1,26%
	MAI/JUN	2078	1963	174.592.154.749	821.430.508	175.413.585.257	2,62%
	JUL/AGO	2070	1963	177.536.851.048	724.104.641	178.260.955.689	1,62%
	SET/OUT	2058	1964	177.230.364.502	831.688.542	178.062.053.045	-0,11%
	NOV/DEZ	2051	1964	158.459.951.005	1.536.603.251	159.996.554.256	-10,15%
2015	JAN/FEV	2045	1960	162.161.397.698	933.125.046	163.094.522.745	1,94%
	MAR/ABR	2036	1954	165.929.384.284	725.509.658	166.654.893.941	2,18%
	MAI/JUN	2025	1948	169.850.538.344	742.385.154	170.592.923.499	2,36%
	JUL/AGO	2011	1941	169.398.063.177	739.405.826	170.137.469.002	-0,27%
	SET/OUT	1994	1931	170.608.382.493	817.424.233	171.425.806.725	0,76%
	NOV/DEZ	1974	1923	145.683.355.516	3.701.253.711	149.384.609.227	-12,86%
2016	JAN/FEV	1951	1905	149.867.510.319	1.163.803.055	151.031.313.374	1,10%
	MAR/ABR	1933	1896	154.983.714.079	1.109.022.770	156.092.736.849	3,35%
	MAI/JUN	1918	1886	157.864.849.547	1.203.059.137	159.067.908.684	1,91%
	JUL/AGO	1909	1878	162.199.308.989	1.443.249.517	163.642.558.506	2,88%
	SET/OUT	1887	1865	164.606.317.521	1.126.059.473	165.732.376.994	1,28%
	NOV/DEZ	1818	1796	248.728.751.068	969.789.544	249.698.540.612	50,66%

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Pode-se verificar também uma sensível diminuição na quantidade total de RPPS (6,86%) e nos RPPS com saldo maior que zero (2,55%), demonstrando que embora um número considerável não tenha mais divulgado suas informações de investimentos (ou tenham sido extintos), o número de RPPS com saldo nulo diminuiu em um ritmo menor.

O Gráfico 2 retrata as informações contidas na tabela, com totalizadores bimestrais dos investimentos e das disponibilidades financeiras e com linhas que demonstram as tendências de crescimento do saldo total dos investimentos e da variação do saldo total de um bimestre para outro. Quanto ao saldo dos investimentos, existe tendência de crescimento positiva, com um coeficiente de determinação (R^2) 0,4535. Já para a variação percentual de um bimestre para o outro nos investimentos, a tendência é que esta seja positiva (quase nula) e

possui um ajustamento mínimo, na ordem de 0,0091, devido aos consideráveis picos e vales observados.

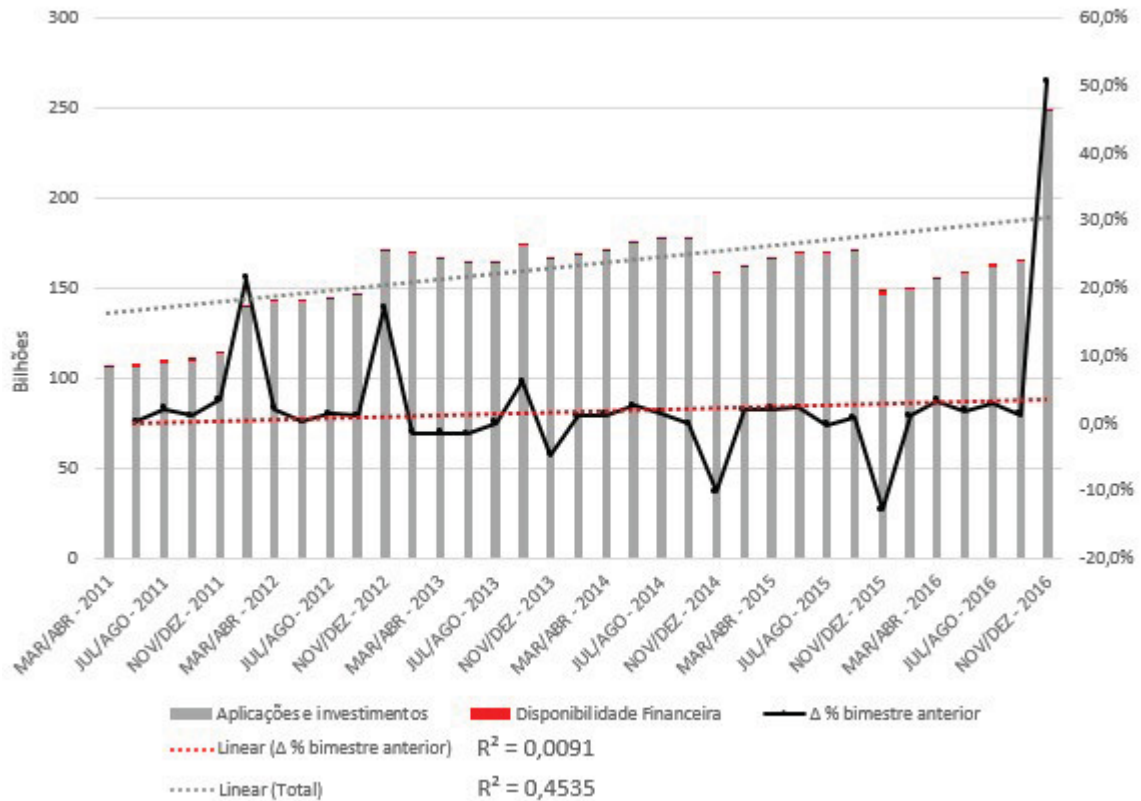


Gráfico 2 - Evolução dos saldos bimestrais dos RPPS

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Em termos gerais, comparando-se o período inicial com o final, houve um aumento expressivo no saldo total dos RPPS, devido, principalmente à variação ocorrida em uma aplicação específica do Estado do Rio de Janeiro (Royalties e Participação Especial, Lei 3189/1999, Lei 4239/2003, Dec. 42011 de 28/08/2009 e Dec. 43911 de 29/10/2012), que saltou de R\$ 29,5 bilhões, no bimestre Setembro/Octubro de 2016, para R\$ 111,8 bilhões no bimestre final da análise (Novembro/Dezembro de 2016), conforme já citado anteriormente.

Isolando-se esse fato, verifica-se que ainda assim houve variação positiva no saldo total dos RPPS no período em análise na ordem de 53,99% (R\$ 107,6 bilhões no bimestre março/abril 2011 frente R\$ 165,7 bilhões no bimestre setembro/outubro 2016).

Essa variação, porém, não foi constante, pois ocorreram 4 sessões de crescimento negativo. A primeira no bimestre janeiro/fevereiro 2013 com duração de 3 bimestres, a segunda em novembro/dezembro 2013, a terceira em setembro/outubro de 2014 com duração

de 2 bimestres e a última em julho/agosto de 2015 com duração de três bimestres (apesar de um sensível crescimento em setembro/outubro).

No meio desses períodos de instabilidade foi quando o saldo dos RPPS atingiu o maior saldo recorrente. Em julho/agosto de 2014, o saldo total de investimentos e disponibilidades financeiras atingiu o patamar de R\$ 178,3 bilhões, perdendo apenas para o bimestre final da análise.

Tendo em vista o considerável aumento observado no último bimestre, replicou-se o Gráfico 2 retirando-se o último bimestre, de forma a identificar se houve alteração nas linhas de tendência. O Gráfico 3, portanto, traz essa informação.

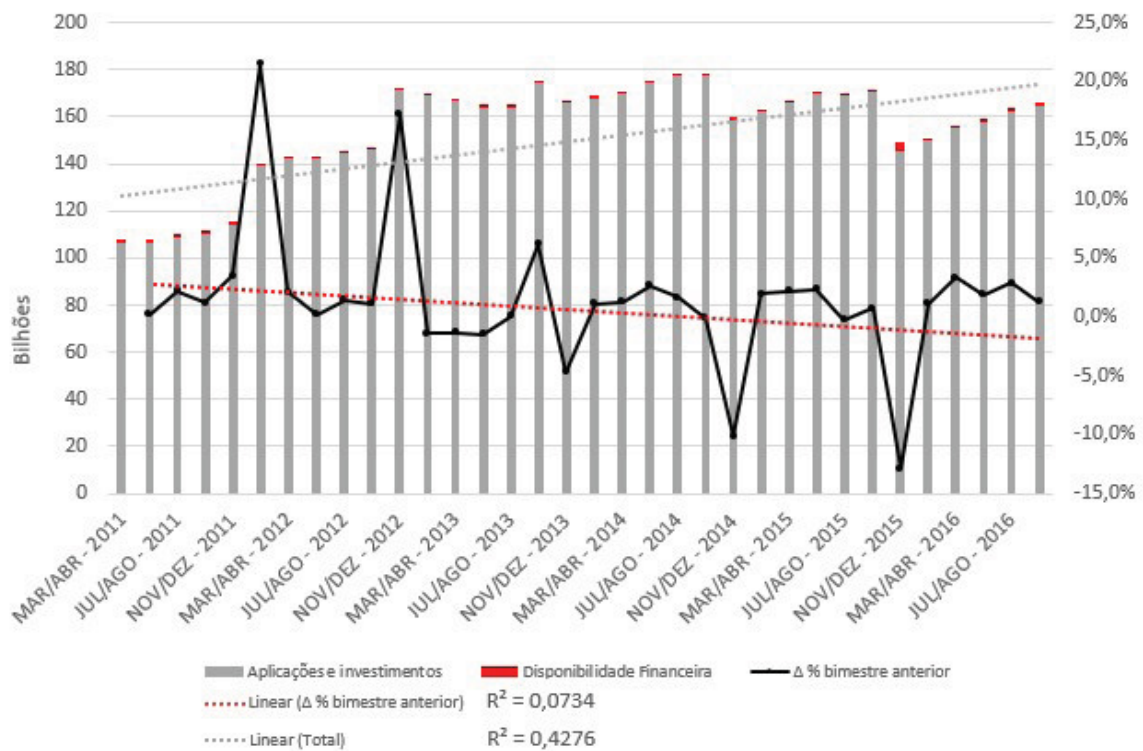


Gráfico 3 - Evolução dos saldos bimestrais dos RPPS sem último bimestre

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

A tendência de crescimento do saldo total dos RPPS mantém-se positiva, contudo com um R^2 menor (0,4276). Já a tendência da variação percentual de um bimestre para o outro agora se mostra negativa. Há maior tendência da ocorrência de vales a picos, com um R^2 maior que outrora (0,0734), mas ainda assim baixo.

Sob outro prisma, é possível analisar os investimentos dos RPPS segregados pelos segmentos determinados em lei, conforme pode-se observar na Tabela 5.

Tabela 5:
Segmentos de investimentos (em milhões)

Ano	Bimestre	Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS	Renda Fixa	Renda Variável	Demais bens, direitos e ativos	Disponibilidades Financeiras	Ativos em Enquadramento	Imóveis	Total Geral
2011	MAR/ABR	54.368,08	45.675,83	2.628,95	3.080,05	1.160,21	696,72	12,63	107.622,48
	MAI/JUN	53.404,71	46.926,32	2.610,90	2.970,53	1.346,25	544,18	11,83	107.814,71
	JUL/AGO	51.703,74	51.757,37	2.666,01	2.062,81	1.304,69	623,60	12,28	110.130,51
	SET/OUT	51.570,17	52.681,38	3.149,03	1.955,64	1.441,42	626,74	10,70	111.435,08
	NOV/DEZ	52.795,23	55.258,94	3.345,31	1.815,63	1.421,50	646,65	1,09	115.284,34
2012	JAN/FEV	75.632,94	57.907,07	3.628,15	1.533,22	699,45	639,03	0,20	140.040,06
	MAR/ABR	75.327,93	61.190,95	3.809,66	1.427,00	613,02	608,75	5,60	142.982,91
	MAI/JUN	73.438,36	63.255,43	3.914,85	1.326,84	698,52	598,59	5,44	143.238,03
	JUL/AGO	71.767,26	66.481,68	4.483,61	1.170,40	852,40	472,89	-	145.228,24
	SET/OUT	71.415,06	68.363,05	4.797,48	1.007,67	831,44	480,16	-	146.894,87
	NOV/DEZ	94.569,61	69.838,26	5.281,65	971,91	1.010,08	452,20	-	172.123,70
2013	JAN/FEV	94.497,45	68.545,26	5.183,55	328,16	722,41	446,55	-	169.723,37
	MAR/ABR	93.606,24	66.868,46	5.435,90	348,19	755,60	446,58	-	167.460,96
	MAI/JUN	92.162,73	65.310,29	5.533,10	455,83	1.029,47	442,98	6,00	164.940,40
	JUL/AGO	91.069,47	66.452,80	5.705,37	456,64	874,78	433,21	5,32	164.997,60
	SET/OUT	92.625,82	73.386,37	6.679,48	990,73	1.029,65	436,98	28,87	175.177,88
	NOV/DEZ	82.858,96	74.635,84	7.043,90	1.022,34	967,87	385,96	0,78	166.915,65
2014	JAN/FEV	82.894,40	76.958,14	6.769,65	958,17	847,17	383,21	-	168.810,74
	MAR/ABR	82.789,00	79.136,05	6.983,32	903,34	741,44	385,02	-	170.938,16
	MAI/JUN	81.627,85	84.457,39	7.247,97	857,97	821,43	398,47	2,50	175.413,59
	JUL/AGO	81.306,13	86.920,02	8.115,36	810,39	724,10	382,45	2,50	178.260,96
	SET/OUT	81.094,88	86.919,13	8.036,86	782,65	831,69	384,46	12,39	178.062,05
	NOV/DEZ	60.011,72	89.226,64	8.052,45	776,98	1.536,60	379,67	12,48	159.996,55
2015	JAN/FEV	59.868,78	93.079,06	8.057,62	727,54	933,13	415,96	12,44	163.094,52
	MAR/ABR	59.977,30	96.627,33	8.179,36	670,86	725,51	462,08	12,45	166.654,89
	MAI/JUN	59.455,07	101.047,01	8.122,24	757,97	742,39	458,21	10,04	170.592,92
	JUL/AGO	58.919,30	101.365,27	7.931,15	703,67	739,41	478,67	-	170.137,47
	SET/OUT	58.759,04	102.843,45	7.921,83	660,32	817,42	423,74	-	171.425,81
	NOV/DEZ	32.095,68	104.954,28	7.713,80	598,59	3.701,25	321,01	-	149.384,61
2016	JAN/FEV	32.137,93	109.446,78	7.411,16	574,01	1.163,80	297,64	-	151.031,31
	MAR/ABR	32.161,96	114.240,52	7.769,31	560,72	1.109,02	251,21	-	156.092,74
	MAI/JUN	32.595,71	117.243,41	7.814,64	117,32	1.203,06	93,77	-	159.067,91
	JUL/AGO	32.595,22	121.185,59	8.215,41	111,16	1.443,25	91,92	-	163.642,56
	SET/OUT	32.578,87	123.312,15	8.514,72	116,11	1.126,06	84,47	-	165.732,38
	NOV/DEZ	115.184,03	125.492,93	7.803,63	125,14	969,79	123,01	-	249.698,54

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Primeiramente, o que se percebe é que há uma confusão de conceitos entre a normativa que rege os investimentos e a nomenclatura utilizada na prática. A Resolução BACEN 3922/10, alterada pela Resolução BACEN 4.392/14, dispõe que os recursos dos RPPS devem ser alocados em três segmentos de aplicação: renda fixa, renda variável e

imóveis. Contudo, os dados da pesquisa revelam que existem outros segmentos de alocação (ativos vinculados por lei ao RPPS; demais bens, direitos e ativos; disponibilidades financeiras; e ativos em enquadramento). Desses segmentos encontrados, “ativos vinculados por lei ao RPPS” consta na Resolução quando a norma prevê o que são recursos.

Segundo o Banco Central do Brasil (2010) “As aplicações no segmento de imóveis serão efetuadas exclusivamente com os imóveis vinculados por lei ao regime próprio de previdência social.” (art. 9º). Essa disposição deveria possuir caráter legal e condicional, ou seja, um recurso só poderia ser classificado como imóvel por meio de uma lei. Tacitamente, essa condição acabou criando um novo segmento (Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS) e extinguindo outro (Imóveis).

Portanto, percebe-se um movimento migratório no segmento “Imóveis” que, conforme dito anteriormente, migrou para a classificação “Ativos Vinculados por Lei ao RPPS”, constando saldo nulo ao final do período.

Nesse novo segmento, além de classificações claramente relacionadas a imóveis (como apartamento, casa, terreno, prédio...) também consta a classe “Outros”, que é a classe onde está incluída o maior investimento de todos os RPPS, referente ao Estado do Rio de Janeiro, com saldo médio ao longo do período analisado de R\$ 64,5 bilhões (investimento relacionada a participação no resultado da exploração de petróleo/gás natural).

Salienta-se que esse investimento do Estado do Rio de Janeiro é predominante no segmento “Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS”, conforme pode-se observar no Gráfico 4.

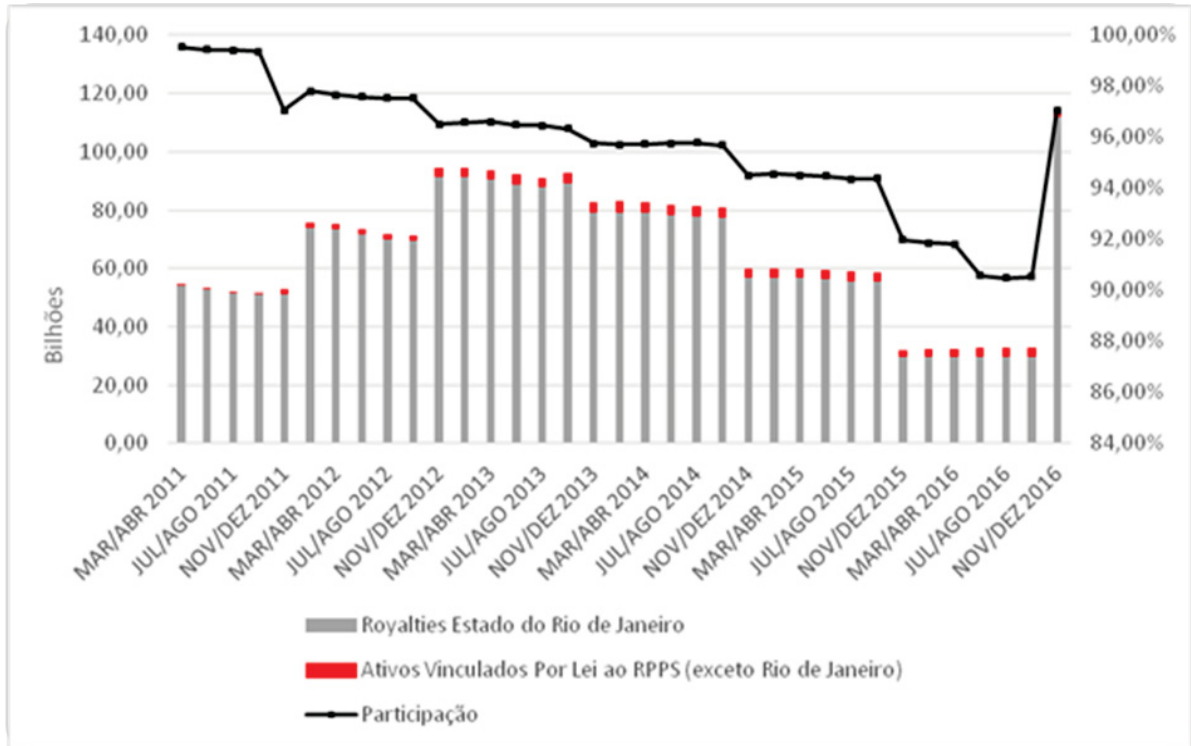


Gráfico 4 - Participação do estado do Rio de Janeiro nos ativos vinculados por lei ao RPPS

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Para que não haja distorção na interpretação dos dados, há que se recordar, portanto, da participação evidentemente grande desse investimento em específico.

A classificação “Ativos em Enquadramento” perdeu participação nos investimentos dos RPPS, como era de se esperar, haja vista que são operações não mais permitidas e indicam ao gestor do RPPS que este deverá demonstrar que estratégia adotará a respeito desse ativo (Secretaria de Previdência, 2018). A participação desse item era de 0,65% no bimestre Março/Abril 2011 e fechou em 0,05% no bimestre Novembro/Dezembro 2016, com R\$ 123 milhões de saldo.

As “Disponibilidades Financeiras”, apesar de manterem-se quase em um mesmo patamar (R\$ 1 bilhão de reais (exceto no último bimestre de 2015, quando atingiu a marca de R\$ 3,7 bilhões)), perderam participação percentual, indo de 1,08% no início do período, para 0,39% ao final.

Nessa mesma linha, os “Demais bens, direitos e ativos” também perderam participação, caindo de 2,86% para 0,05%. O saldo dessa rubrica também foi diminuído de R\$ 3,1 bilhões para R\$ 0,13 bilhão. Essa classificação era, e ainda é, composta de itens bastante genéricos, como imóveis, depósitos judiciais, aplicações em instituições bancárias, mobiliário, equipamentos, participação acionária etc.

O segmento de “Renda variável” tem participação tímida na composição dos saldos do RPPS, apesar de ter sua relevância aumentada ao longo dos períodos analisados. No período inicial da análise, os investimentos em renda variável eram responsáveis por 2,44% (R\$ 2,6 bilhões) do saldo dos RPPS. Com evolução monetária e percentual positivas, esse segmento fechou com participação de 5,14% (8,5 bilhões) no saldo recorrente ao final da análise, com tendência de crescimento positivo (vide Gráfico 5) e com um coeficiente de determinação (R^2) de 0,771.

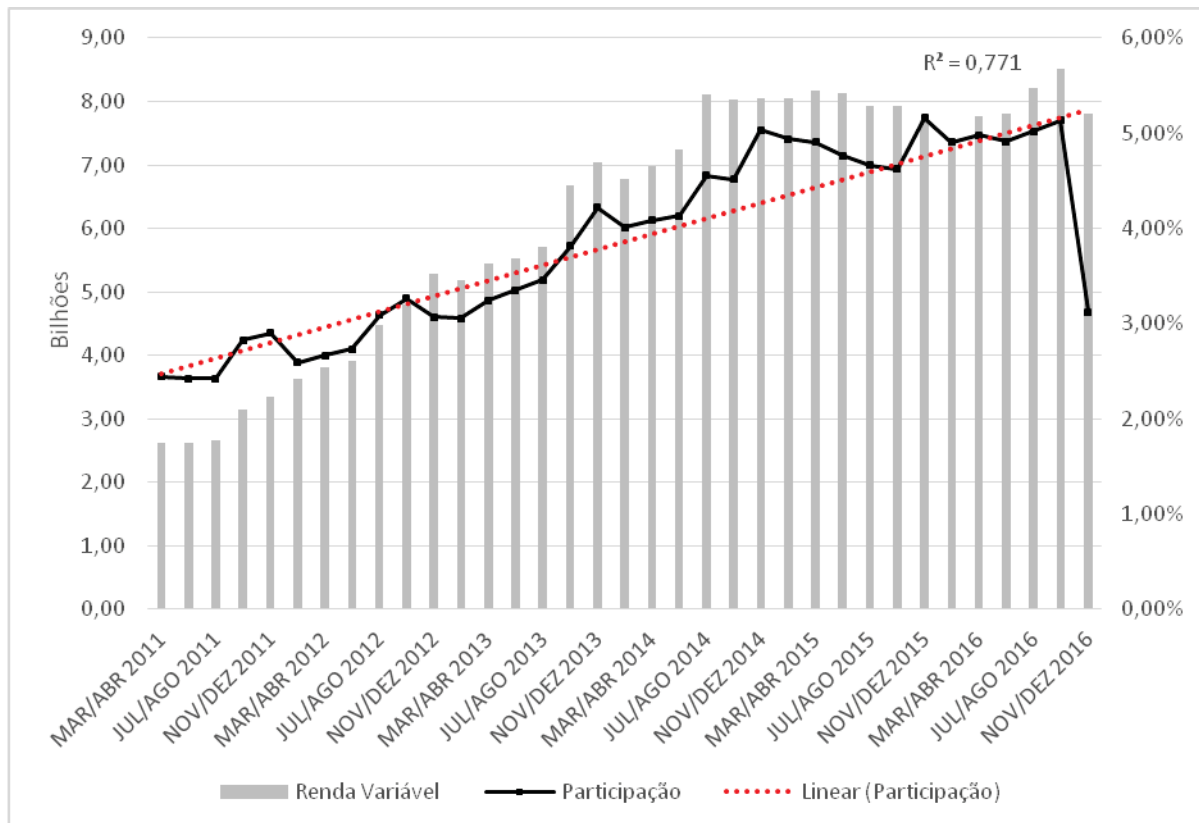


Gráfico 5 - Participação renda variável

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Levando-se em conta a diminuição da participação ocorrida no último bimestre, é apresentada no Gráfico 6 a evolução monetária e percentual desconsiderando-o. A tendência de crescimento mostra-se positiva e o coeficiente de determinação elevou-se para 0,9332, demonstrando um melhor ajustamento da participação à linha de tendência.

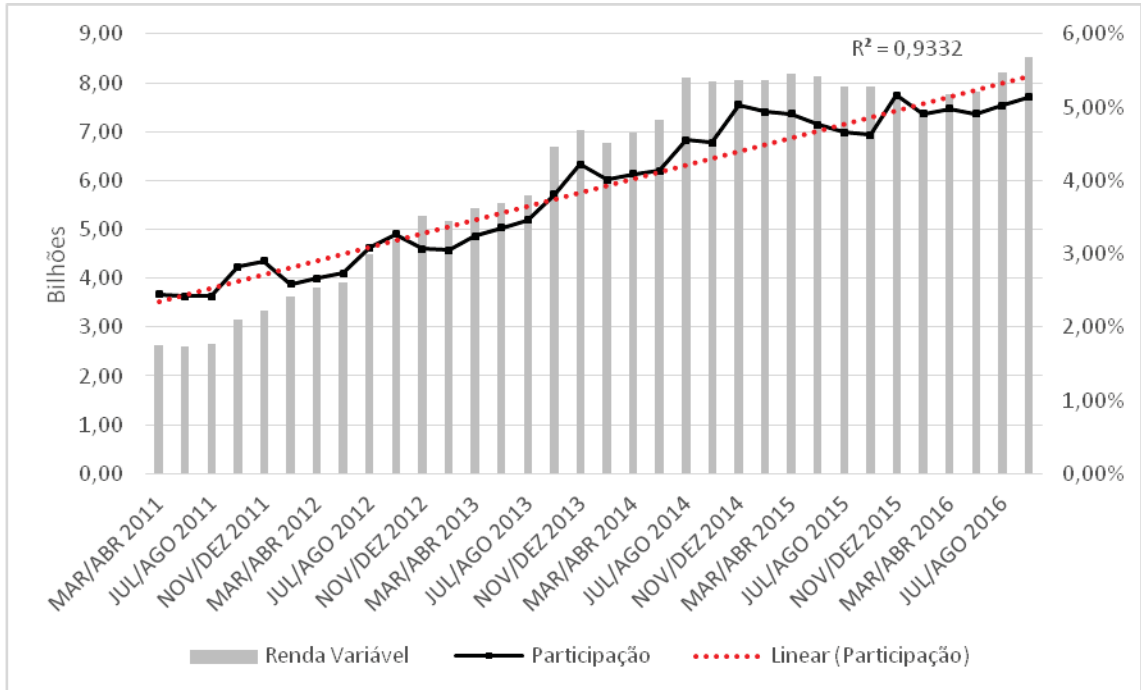


Gráfico 6 - Participação renda variável sem último bimestre

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

O segmento “Renda Fixa” é o que possui maior representatividade em termos percentuais e absolutos. No início do período da análise, esse segmento correspondia a 42,44% (R\$ 45,7 bilhões) do total, chegando a 74,40% (R\$ 123,3 bilhões) do saldo recorrente (setembro/outubro 2016) e a 50,26% (125,5 bilhões) do saldo final do período (novembro/dezembro 2016). No Gráfico 7 é possível analisar essa evolução e a sua tendência.

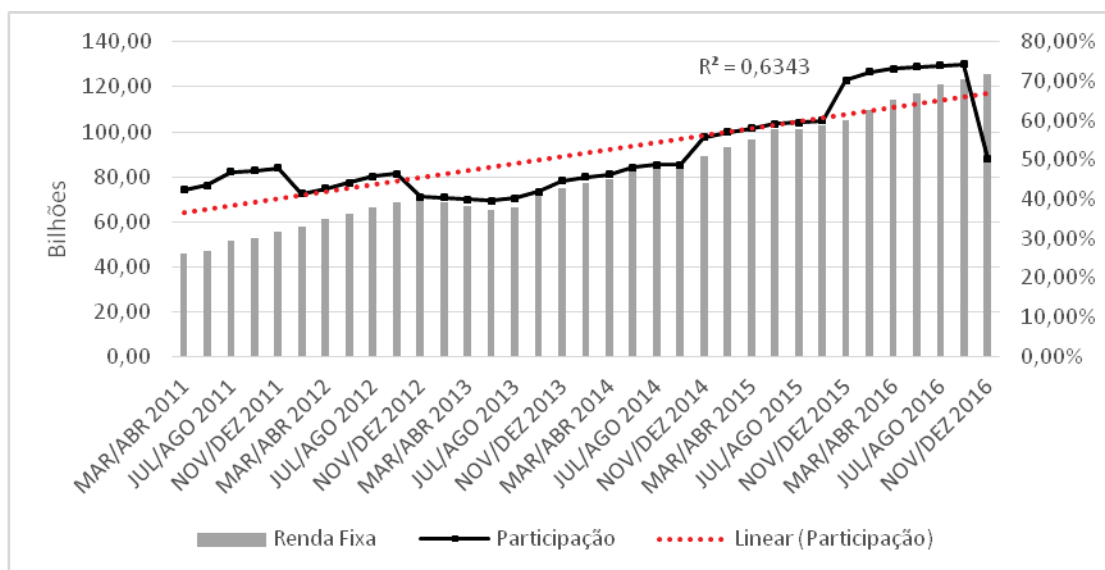


Gráfico 7 - Participação renda fixa

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

A participação do segmento renda fixa no saldo total dos RPPS tem demonstrado uma tendência de crescimento positivo ao longo do período, com um coeficiente de determinação (R^2) de 0,6343. Por outro lado, excluindo-se o último bimestre da análise, o coeficiente de determinação aumenta para 0,7039, confirmando a tendência de crescimento da participação, vide Gráfico 8.

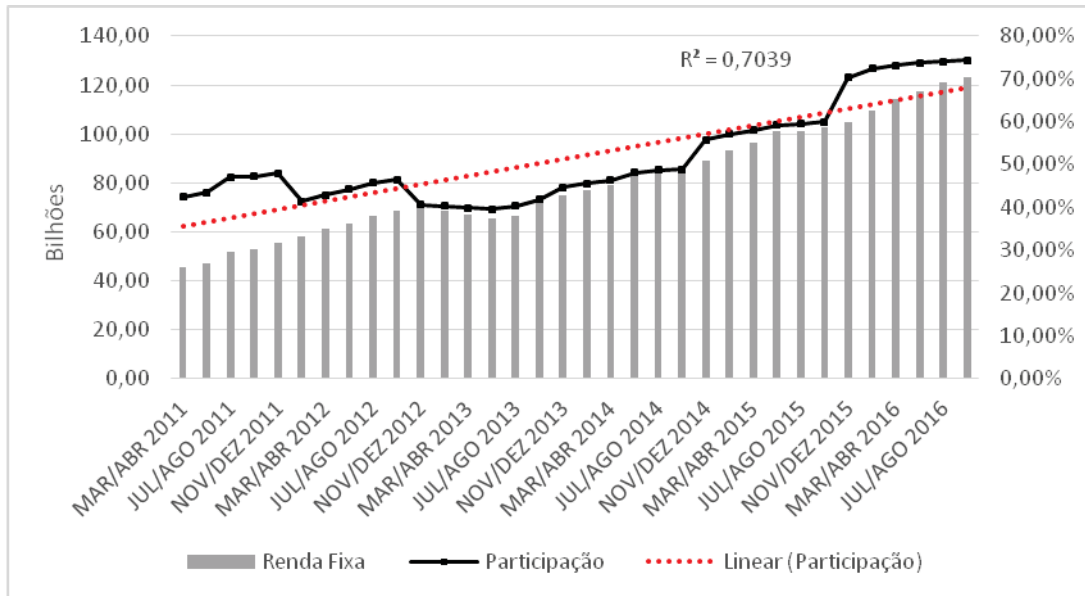


Gráfico 8 - Participação renda fixa sem último bimestre

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Dada a relevância que o segmento renda fixa possui no saldo dos RPPS, faz-se necessário um aprofundamento na forma como é composto esse segmento. Na Tabela 6 pode-se observar quais são os tipos de investimentos predominantes nesse segmento.

Tabela 6

Tipos de investimentos predominantes no segmento renda fixa (em milhões)

(continua)

Ano	Bimestre	FI 100% títulos TN - Art. 7º, I, "b"	%	FI de Renda Fixa - Art. 7º, IV, a	%	Títulos Tesouro Nacional - SELIC - Art. 7º, I, "a"	%	FI Renda Fixa/ Referenci ados RF - Art. 7º, III, a	%	Demais	%	Total Geral
2011	MAR/ABR	20.542,43	45,0	4.057,53	8,9	10.955,14	24,0	7.539,99	16,5	2.580,73	5,7	45.675,83
	MAI/JUN	21.023,03	44,8	3.869,03	8,2	10.708,70	22,8	7.851,25	16,7	3.474,31	7,4	46.926,32
	JUL/AGO	23.673,47	45,7	5.434,38	10,5	11.086,97	21,4	7.825,52	15,1	3.737,03	7,2	51.757,37
	SET/OUT	25.112,34	47,7	4.670,27	8,9	11.124,08	21,1	8.112,64	15,4	3.662,06	7,0	52.681,38
	NOV/DEZ	26.515,03	48,0	5.060,71	9,2	10.361,28	18,8	8.839,12	16,0	4.482,78	8,1	55.258,94

(conclusão)

Ano	Bimestre	FI 100% títulos TN - Art. 7º, I, "b"	%	FI de Renda Fixa - Art. 7º, IV, a	%	Títulos Tesouro Nacional - SELIC - Art. 7º, I, "a"	%	FI Renda Fixa/ Referenci ados RF - Art. 7º, III, a	%	Demais	%	Total Geral
2012	JAN/FEV	28.456,05	49,1	4.552,14	7,9	10.274,69	17,7	10.023,03	17,3	4.601,15	7,9	57.907,07
	MAR/ABR	31.812,46	52,0	3.700,99	6,0	10.552,36	17,2	11.441,80	18,7	3.683,34	6,0	61.190,95
	MAI/JUN	33.752,14	53,4	4.196,66	6,6	10.641,59	16,8	11.135,64	17,6	3.529,41	5,6	63.255,43
	JUL/AGO	36.223,45	54,5	4.496,79	6,8	10.051,94	15,1	11.846,34	17,8	3.863,16	5,8	66.481,68
	SET/OUT	38.609,20	56,5	3.540,60	5,2	10.120,34	14,8	12.618,33	18,5	3.474,58	5,1	68.363,05
	NOV/DEZ	40.318,95	57,7	3.290,02	4,7	10.017,12	14,3	12.704,68	18,2	3.507,49	5,0	69.838,26
2013	JAN/FEV	40.167,90	58,6	3.014,13	4,4	8.788,11	12,8	12.917,96	18,8	3.657,15	5,3	68.545,26
	MAR/ABR	39.775,02	59,5	5.826,56	8,7	5.024,25	7,5	12.327,63	18,4	3.915,01	5,9	66.868,46
	MAI/JUN	38.043,89	58,3	7.238,58	11,1	4.687,57	7,2	11.255,34	17,2	4.084,91	6,3	65.310,29
	JUL/AGO	38.053,86	57,3	9.073,67	13,7	4.539,61	6,8	10.556,02	15,9	4.229,65	6,4	66.452,80
	SET/OUT	39.309,67	53,6	10.075,11	13,7	8.879,50	12,1	10.632,21	14,5	4.489,88	6,1	73.386,37
	NOV/DEZ	39.057,95	52,3	12.819,27	17,2	8.265,66	11,1	10.041,01	13,5	4.451,95	6,0	74.635,84
2014	JAN/FEV	39.008,56	50,7	15.205,52	19,8	9.100,85	11,8	9.121,02	11,9	4.522,20	5,9	76.958,14
	MAR/ABR	40.544,73	51,2	15.105,84	19,1	9.667,42	12,2	8.844,03	11,2	4.974,03	6,3	79.136,05
	MAI/JUN	42.840,52	50,7	17.350,89	20,5	10.562,17	12,5	8.997,46	10,7	4.706,35	5,6	84.457,39
	JUL/AGO	46.605,91	53,6	17.696,95	20,4	9.630,24	11,1	9.367,74	10,8	3.619,19	4,2	86.920,02
	SET/OUT	47.715,70	54,9	17.755,50	20,4	9.385,38	10,8	8.588,55	9,9	3.474,01	4,0	86.919,13
	NOV/DEZ	48.821,30	54,7	18.664,67	20,9	9.661,18	10,8	8.402,79	9,4	3.676,70	4,1	89.226,64
2015	JAN/FEV	50.636,95	54,4	19.718,74	21,2	10.051,77	10,8	8.966,73	9,6	3.704,87	4,0	93.079,06
	MAR/ABR	52.702,54	54,5	20.262,74	21,0	10.405,44	10,8	9.248,98	9,6	4.007,63	4,1	96.627,33
	MAI/JUN	55.570,88	55,0	21.654,04	21,4	9.670,41	9,6	10.133,76	10,0	4.017,92	4,0	101.047,01
	JUL/AGO	57.527,59	56,8	19.674,40	19,4	10.287,92	10,1	9.666,01	9,5	4.209,35	4,2	101.365,27
	SET/OUT	56.959,39	55,4	21.094,59	20,5	10.812,31	10,5	9.530,25	9,3	4.446,91	4,3	102.843,45
	NOV/DEZ	58.685,40	55,9	21.896,25	20,9	11.217,51	10,7	9.301,59	8,9	3.853,54	3,7	104.954,28
2016	JAN/FEV	61.505,48	56,2	22.788,23	20,8	11.705,72	10,7	9.510,87	8,7	3.936,49	3,6	109.446,78
	MAR/ABR	65.818,23	57,6	22.260,84	19,5	12.559,46	11,0	9.964,34	8,7	3.637,65	3,2	114.240,52
	MAI/JUN	67.831,10	57,9	22.507,36	19,2	12.940,25	11,0	10.447,05	8,9	3.517,65	3,0	117.243,41
	JUL/AGO	70.005,83	57,8	23.530,16	19,4	13.007,44	10,7	11.392,10	9,4	3.250,07	2,7	121.185,59
	SET/OUT	71.653,77	58,1	23.419,74	19,0	13.537,52	11,0	11.399,47	9,2	3.301,65	2,7	123.312,15
	NOV/DEZ	72.246,16	57,6	24.926,97	19,9	14.024,40	11,2	10.986,19	8,8	3.309,21	2,6	125.492,93

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

A maior parte dos investimentos do segmento renda fixa é composta por cotas de Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) (Banco Central

do Brasil, 2010). Inclusive, a representatividade desse tipo de fundo de investimento vem crescendo ao longo do tempo, aumentando sua participação de 45% para 57,6%.

O segundo maior tipo de aplicação do segmento renda fixa, com participação de 19,9%, refere-se a cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto.

Os Títulos do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), são responsáveis pela terceira maior participação do segmento, com 11,2%.

Importante salientar que a classe que mais obtém investimentos é, justamente, a que deve aplicar seus recursos exclusivamente em títulos do Tesouro Nacional, registrados no SELIC. Ora, com a presença de um intermediário realizando as operações, parte da rentabilidade da aplicação que o RPPS fez será destinada a remunerar o administrador do Fundo de Investimento. Há aqui um ponto de atenção, em que os recursos dos contribuintes, aposentados e pensionistas não está sendo aplicado com a máxima eficiência.

A quarta maior classe de investimentos, responsável por 8,8%, faz referência às cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto e cuja política de investimento assuma o compromisso de buscar o retorno de um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA) ou do Índice de Duração Constante Anbima (IDkA), com exceção de qualquer subíndice atrelado à taxa de juros de um dia (Banco Central do Brasil, 2010).

Os demais tipos de aplicação são responsáveis por 2,6%, nos quais se encontram investimentos como Poupança, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e Fundo de Investimento em Crédito Privado.

Devido à concentração de investimentos em determinadas aplicações, sugere-se que os RPPS se utilizem dos fundamentos da Teoria das Carteiras, diversificando o risco não sistemático (ou diversificável). Essa Teoria propõe que a carteira de investimento deve ser composta de ativos que, combinados, diminuam o risco da carteira como um todo, em um mesmo patamar de rentabilidade (Markowitz, 1952).

Dessa forma, poder-se-ia obter uma carteira de investimentos eficiente, em que para um mesmo nível de rentabilidade ter-se-ia o menor risco.

Ainda quanto ao segmento renda fixa, cabe identificar as instituições financeiras responsáveis por receber os investimentos dos RPPS. Verifica-se uma grande concentração de

investimentos em poucos bancos, predominantemente os públicos, conforme pode-se verificar no Gráfico 9, onde são trazidas instituições com saldo de investimentos de RPPS maiores que R\$ 1 bilhão.

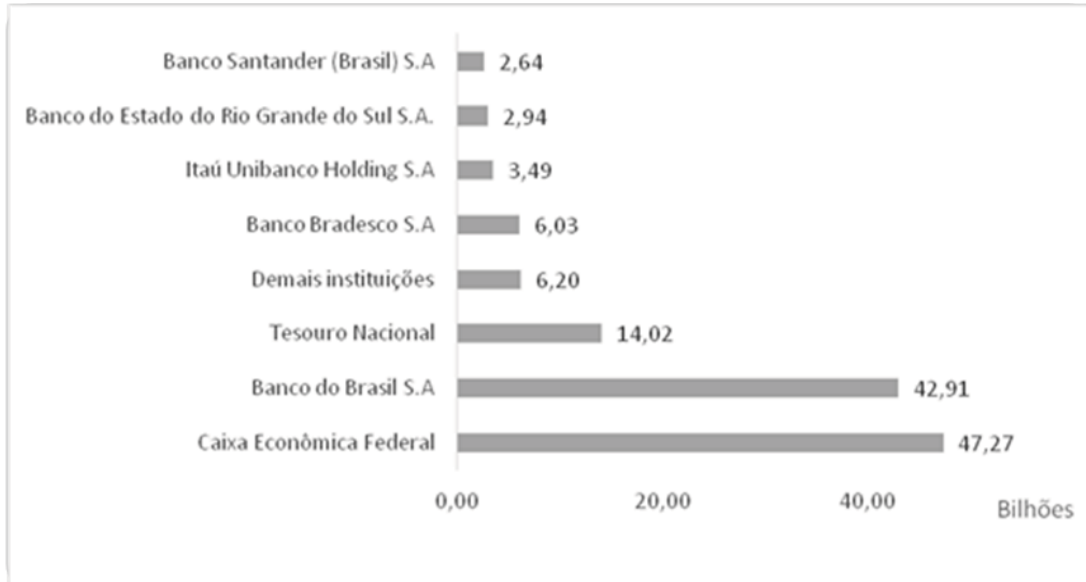


Gráfico 9 - Concentração de renda fixa nas instituições financeiras

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Do saldo total de investimentos no bimestre novembro/dezembro 2016 (R\$ 125,5 bilhões), os bancos públicos com aplicações superiores a R\$ 1 bilhão (CAIXA, Banco do Brasil e BANRISUL) foram responsáveis por 74,2% de todo o segmento renda fixa, e caso isolássemos o BANRISUL, os outros dois teriam 71,9%.

Nesse *mix* de participações, o Tesouro Nacional aparece com 11,2% (terceira maior). Essa instituição possui em seu portfólio apenas Títulos Públicos do Tesouro Nacional registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

Ainda quanto à concentração de investimentos nas instituições financeiras, o Gráfico 10 detalha a participação que as principais instituições possuem nos investimentos dos RPPS, mas segregados entre RPPS em que o gestor possui algum tipo de certificação do mercado financeiro ou de capitais e o gestor que não possui.

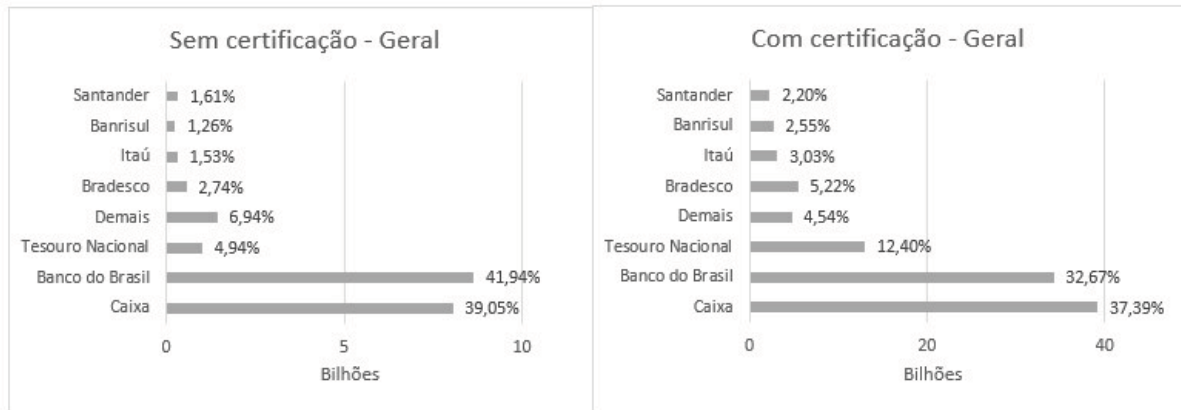


Gráfico 10 - Concentração de renda fixa nas instituições financeiras sem e com certificação

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Para os RPPS sem certificação, observa-se uma preponderância de dois bancos públicos no aporte de investimentos, o Banco do Brasil e a CAIXA, com 80,99% de participação. De outra maneira, considerando os RPPS com certificação, a participação desses dois bancos públicos diminuiu para 70,06%, dando espaço para uma maior representatividade de outras instituições.

Gestores de RPPS certificados, ou seja, possuem conhecimento de mercado financeiro e de capitais suficiente para obter algum tipo de certificação, demonstram uma maior inclinação a distribuir os recursos do ente, diversificando-os entre as instituições financeiras.

Referida constatação é um indicio de melhora na forma como os recursos financeiros estão sendo geridos. O estudo de Balthazar, Morgado, & Cabello (2018), por exemplo, comparou a rentabilidade de um banco varejista e um de investimento considerando apenas papéis de renda fixa, entre 2007 a 2016, concluindo que o banco de investimento auferiu rentabilidade 5,83% maior em comparação ao banco varejista.

Ou seja, há indícios que os RPPS poderiam estar performando melhor do que estão, buscando novas instituições para investimento, de forma a diversificar o risco e também obter maior rentabilidade. Mesmo com a certificação, os investimentos ainda estão muito concentrados em duas instituições e isso pode estar levando os RPPS a atingirem rentabilidades inferiores às que poderiam.

Por fim, em relação a distribuição dos investimentos pelas regiões do Brasil, percebe-se uma predominância na região Sudeste, com participação de 71,1% no início do período analisado (bimestre março/abril de 2011) e de 64,9% ao fim do período (bimestre novembro/dezembro/2016).

De forma geral, não se percebe uma alteração muito grande na participação de cada uma das regiões nos investimentos totais dos RPPS no início e no final do período analisado.

A região Centro-Oeste obteve participações de 2,3% e 4,2%, a Nordeste participou com 4,2% e 5,2%, a região Norte com 7,1% e 9,7% e, por fim, a Sul com 15,4% e 16,1%, respectivamente ao início e ao fim do período.

Na Tabela 7, é possível analisar de forma mais detalhada a evolução dos RPPS de cada uma das regiões brasileiras, considerando quantidade de entes por região e o somatório desses.

Tabela 7:
Evolução dos RPPS por regiões brasileiras (em milhões)

		Centro-Oeste		Nordeste		Norte		Sul		Sudeste		Total	
Ano	Bimestre	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total
2011	MAR/ABR	298	2.502,54	409	4.492,75	88	7.587,94	579	16.529,74	578	76.509,51	1.952	107.622,48
	MAI/JUN	300	2.587,61	410	4.133,16	89	7.896,00	581	16.988,38	578	76.209,55	1.958	107.814,71
	JUL/AGO	300	2.765,81	407	5.374,12	89	8.459,17	581	17.742,01	584	75.789,40	1.961	110.130,50
	SET/OUT	301	2.956,19	408	5.643,39	90	8.756,03	581	18.410,99	583	75.668,49	1.963	111.435,10
	NOV/DEZ	301	3.064,74	414	5.964,14	89	9.363,81	585	19.006,28	588	77.885,37	1.977	115.284,34
2012	JAN/FEV	299	3.246,88	413	6.315,06	89	9.960,84	590	19.857,44	597	100.659,85	1.988	140.040,06
	MAR/ABR	303	3.654,20	410	6.882,65	88	10.586,41	594	20.892,03	601	100.967,61	1.996	142.982,91
	MAI/JUN	304	3.814,26	406	7.030,67	89	10.901,13	599	21.463,35	606	100.028,61	2.004	143.238,03
	JUL/AGO	307	4.033,60	414	7.435,84	93	11.431,40	675	22.346,89	683	99.980,52	2.172	145.228,24
	SET/OUT	308	4.258,71	412	7.724,33	91	11.726,11	675	23.172,54	685	100.005,90	2.171	146.887,60
NOV/DEZ	310	4.626,87	406	7.903,30	92	12.260,18	673	23.509,69	684	123.823,65	2.165	172.123,70	
2013	JAN/FEV	312	8.131,01	426	8.225,25	92	12.543,98	674	17.032,43	686	123.790,70	2.190	169.723,37
	MAR/ABR	313	4.855,95	430	8.445,99	91	12.764,90	673	17.250,12	687	124.145,31	2.194	167.462,27
	MAI/JUN	314	4.959,15	434	8.386,93	91	12.425,70	674	17.016,82	685	122.151,80	2.198	164.940,40
	JUL/AGO	317	4.948,31	435	8.342,60	90	12.657,31	670	17.241,30	683	121.808,07	2.195	164.997,60
	SET/OUT	314	5.219,48	435	8.398,26	90	12.417,02	659	25.099,63	665	124.043,50	2.163	175.177,88
NOV/DEZ	314	5.381,10	440	8.536,38	90	13.204,75	633	25.424,83	650	114.368,58	2.127	166.915,65	
2014	JAN/FEV	318	5.683,32	440	9.062,96	92	13.752,52	624	26.076,05	628	114.235,89	2.102	168.810,74
	MAR/ABR	319	5.999,93	438	9.256,84	91	14.444,74	624	26.990,35	619	114.246,30	2.091	170.938,16
	MAI/JUN	317	6.397,25	440	9.531,61	90	15.145,90	621	28.101,59	610	116.239,11	2.078	175.415,47
	JUL/AGO	318	6.748,55	442	10.429,95	90	16.064,68	618	29.324,18	602	115.693,59	2.070	178.260,96
	SET/OUT	318	6.934,27	437	10.294,57	90	16.344,91	616	29.842,25	597	114.646,05	2.058	178.062,05
NOV/DEZ	318	7.183,06	438	10.372,59	90	16.712,64	612	30.491,00	593	95.237,26	2.051	159.996,55	
2015	JAN/FEV	316	7.706,23	436	10.721,34	92	17.474,27	611	31.816,56	590	95.376,13	2.045	163.094,52
	MAR/ABR	316	8.080,08	431	10.937,05	89	18.048,21	611	32.816,28	589	96.773,28	2.036	166.654,89
	MAI/JUN	317	8.473,40	430	11.150,07	88	18.692,01	609	33.006,71	581	99.270,74	2.025	170.592,92
	JUL/AGO	317	8.625,33	425	12.518,95	88	18.664,36	607	33.075,14	574	97.254,30	2.011	170.138,09
	SET/OUT	318	9.256,18	417	11.494,99	88	19.293,34	603	33.707,15	568	97.674,14	1.994	171.425,81
NOV/DEZ	319	9.065,74	416	11.573,59	87	19.670,89	600	34.353,04	552	74.721,35	1.974	149.384,61	

(continua)

														(conclusão)
		Centro-Oeste		Nordeste		Norte		Sul		Sudeste		Total		
Ano	Bimestre	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	Qtd	Total	
2016	JAN/FEV	318	8.892,19	407	12.005,82	88	20.572,79	594	35.407,04	544	74.153,46	1.951	151.031,31	
	MAR/ABR	319	9.264,33	406	12.284,93	87	21.620,99	585	37.001,68	536	75.920,81	1.933	156.092,74	
	MAI/JUN	319	9.593,70	394	12.237,09	86	22.135,44	584	37.882,66	535	77.219,02	1.918	159.067,91	
	JUL/AGO	319	10.073,22	392	12.767,25	83	22.834,69	583	39.009,71	532	78.957,70	1.909	163.642,56	
	SET/OUT	318	10.325,28	382	12.710,71	81	23.558,31	579	39.592,06	527	79.546,02	1.887	165.732,38	
	NOV/DEZ	317	10.585,25	339	12.895,50	75	24.121,79	572	40.098,78	515	161.997,22	1.818	249.698,54	

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Considerado atendido o primeiro objetivo específico, é apresentado na sequência o segundo, análogo ao primeiro, mas estratificado de acordo com a população do ente, ou se estado ou capital.

4.2. ANÁLISE ESTRATIFICADA DOS RPPS AO LONGO DO PERÍODO EM ESTUDO

Para atender ao segundo objetivo específico deste trabalho foi necessário realizar uma estratificação dos RPPS brasileiros, de acordo com dois critérios: tamanho da população e se capital ou estado.

Assim sendo, consta na Tabela 8 uma análise prévia da quantidade e valor total dos investimentos desses RPPS de forma estratificada.

Tabela 8:
Análise geral quantidade e total dos investimentos dos RPPS estratificados (em milhões)

														(continua)
		Até 50 mil		Entre 50 e 100 mil		Entre 100 e 500 mil		Acima de 500 mil		Capital		Estado		
Ano	Bimestre	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	
2011	MAR/ABR	1.512	8.568,57	183	4.224,41	185	13.390,23	21	3.879,69	25	4.976,99	26	72.582,59	
	MAI/JUN	1.519	8.868,08	182	4.329,76	185	13.783,40	21	4.021,84	25	5.309,00	26	71.502,64	
	JUL/AGO	1.519	9.405,50	185	4.589,08	185	14.605,64	21	4.175,61	25	5.522,50	26	71.832,19	
	SET/OUT	1.518	9.733,73	188	4.777,21	185	15.092,67	21	4.222,28	25	5.621,51	26	71.987,71	
	NOV/DEZ	1.527	10.127,97	189	5.014,52	189	15.785,85	21	4.323,83	25	7.106,02	26	72.926,15	
2012	JAN/FEV	1.536	10.680,04	190	5.286,63	190	16.039,03	21	4.571,60	25	7.361,82	26	96.100,94	
	MAR/ABR	1.540	11.346,04	193	5.611,88	191	17.263,43	21	4.816,14	25	7.456,14	26	96.489,28	
	MAI/JUN	1.547	11.653,58	194	5.760,12	191	17.802,22	21	4.920,96	25	7.337,63	26	95.763,53	

(conclusão)

Ano	Bimestre	Até 50 mil		Entre 50 e 100 mil		Entre 100 e 500 mil		Acima de 500 mil		Capital		Estado	
		Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total	Qtd.	Total
	JUL/AGO	1.696	12.227,29	206	6.058,99	198	18.626,47	21	5.104,10	25	7.845,32	26	95.366,07
	SET/OUT	1.694	12.758,41	206	6.307,24	198	19.386,74	21	5.285,49	25	7.871,47	27	95.278,25
	NOV/DEZ	1.687	13.164,77	205	6.539,59	199	20.258,68	21	5.435,05	26	8.627,32	27	118.098,29
2013	JAN/FEV	1.703	16.753,44	208	6.627,94	206	20.662,44	21	5.503,18	26	8.515,68	26	111.660,69
	MAR/ABR	1.708	13.594,05	208	6.776,23	205	21.008,36	21	5.549,76	26	8.830,96	26	111.702,90
	MAI/JUN	1.712	13.233,48	207	6.691,45	206	20.874,65	21	5.483,15	26	8.607,13	26	110.050,54
	JUL/AGO	1.709	13.368,75	206	6.716,47	207	21.319,35	21	5.490,09	26	8.561,00	26	109.541,94
	SET/OUT	1.676	13.772,11	206	7.099,62	207	22.014,00	21	5.636,14	26	8.754,61	27	117.901,40
	NOV/DEZ	1.641	13.997,49	207	7.181,17	205	22.538,94	21	5.695,88	26	9.130,46	27	108.371,71
2014	JAN/FEV	1.621	14.447,01	203	7.405,30	204	23.070,50	21	5.821,90	26	9.422,67	27	108.643,37
	MAR/ABR	1.611	14.921,56	202	7.725,42	204	24.126,51	21	6.035,80	26	9.655,27	27	108.473,61
	MAI/JUN	1.598	15.523,70	201	8.069,86	205	25.242,50	21	6.262,56	26	9.967,01	27	110.349,85
	JUL/AGO	1.590	16.217,20	201	8.463,53	205	26.442,95	21	6.558,20	26	10.119,42	27	110.459,65
	SET/OUT	1.579	16.418,38	201	8.626,93	204	26.823,31	21	6.573,25	26	10.154,87	27	109.465,31
	NOV/DEZ	1.573	16.861,05	201	8.834,32	203	27.543,41	22	6.652,53	25	10.084,20	27	90.021,05
2015	JAN/FEV	1.567	17.511,09	201	9.159,98	203	28.634,12	21	6.899,32	26	10.647,99	27	90.242,02
	MAR/ABR	1.561	18.030,77	199	9.436,42	202	29.667,35	21	7.116,06	26	10.888,45	27	91.515,84
	MAI/JUN	1.553	18.548,34	196	9.673,72	202	30.590,39	22	7.306,19	25	11.135,45	27	93.338,84
	JUL/AGO	1.541	19.899,32	195	9.755,24	202	30.843,28	20	7.270,82	26	10.982,77	27	91.386,66
	SET/OUT	1.527	19.192,71	193	10.007,14	201	31.700,65	21	7.397,44	25	11.175,32	27	91.952,54
	NOV/DEZ	1.509	19.773,81	191	10.260,00	201	32.774,78	21	7.530,58	25	11.388,30	27	67.657,13
2016	JAN/FEV	1.486	20.513,61	192	10.770,39	200	34.255,28	20	7.920,63	26	12.033,43	27	65.537,97
	MAR/ABR	1.470	21.407,98	191	11.269,65	199	35.916,36	20	8.231,44	26	12.562,14	27	66.705,18
	MAI/JUN	1.461	21.899,11	188	11.539,52	197	36.975,78	20	8.391,48	25	12.742,89	27	67.519,13
	JUL/AGO	1.451	22.493,35	190	11.936,10	196	38.116,05	20	8.698,57	25	13.201,70	27	69.196,79
	SET/OUT	1.433	23.037,13	186	12.168,19	196	39.007,12	21	8.888,41	24	13.516,30	27	69.115,22
	NOV/DEZ	1.373	23.292,33	179	12.475,30	194	39.498,17	21	8.904,84	24	13.639,66	27	151.888,24

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Inicialmente, percebe-se que houve um aumento no saldo dos investimentos de todos os estratos analisados, em especial o estrato entre 50 e 100 mil, que representou um crescimento de 195,31%, seguido do estrato entre 100 e 500 mil, com aumento de 194,98%.

Os estratos com população até 50 mil e as capitais obtiveram crescimentos percentuais semelhante, de 171,83% e 174,05%, respectivamente. Já os municípios com população acima de 500 mil habitantes obtiveram um crescimento um pouco menor que os demais citados (129,52%).

Por fim, apesar de o crescimento do saldo de investimentos dos estados ter sido na ordem de 109,26%, há de se recordar que grande parte desses investimentos diz respeito ao

Estado do Rio de Janeiro, conforme já explicado anteriormente. Caso seja considerado o saldo recorrente (bimestre Setembro/Octubre de 2016), o saldo teria obtido a variação de -4,78%. Tal constatação revela que há um ponto de alerta nos investimentos dos estados, uma vez que houve decréscimo desses e a situação financeira e atuarial ainda se encontra deficitária.

Considerando a média de investimentos dos RPPS (saldo total do estrato (/) número de RPPS do estrato) no bimestre Novembro/Dezembro de 2016, os dados da pesquisa não revelaram nenhuma discrepância, pois os saldos médios crescem conforme a população aumenta.

Para os RPPS cuja população é de até 50 mil, a média é de 17 milhões, já no estrato de 50 a 100 mil é de R\$ 69,7 milhões, entre 100 e 500 mil é de 203,6 milhões e quando a população está acima de 500 mil, a média é de R\$ 424 milhões. Para as capitais, o valor médio é de R\$ 568,3 milhões e, por fim, os estados possuem média de R\$ 5,6 bilhões (se considerado o saldo recorrente, então a média cai para R\$ 2,6 bilhões).

No Gráfico 11 abaixo é possível verificar a proporção que cada um dos estratos tem em relação aos investimentos totais dos RPPS.

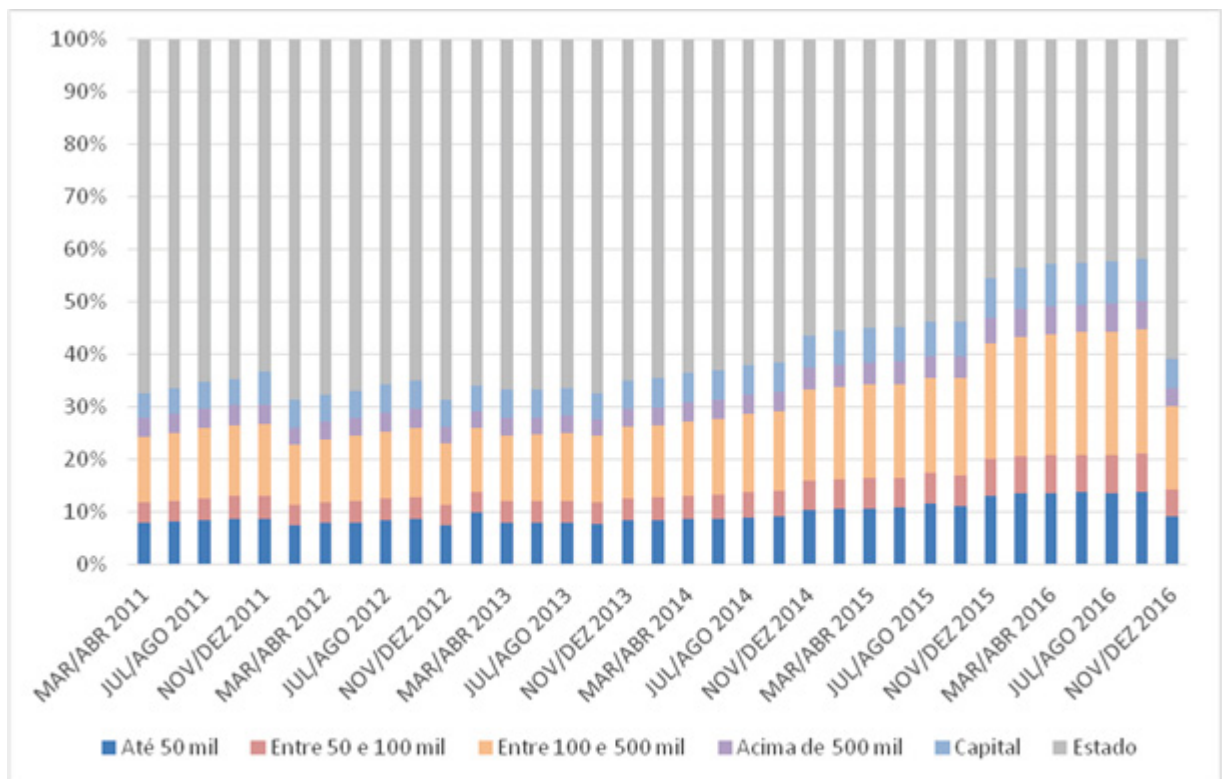


Gráfico 11 - Proporção dos investimentos dos RPPS de acordo com os estratos

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Percebe-se uma gradual diminuição na participação dos estados nos investimentos do RPPS, com exceção do último bimestre da análise. De outro modo, há um sensível crescimento da participação dos demais estratos.

Os investimentos dos RPPS também podem ser analisados sob outra ótica, como é o caso da Tabela 9, onde são trazidos os valores estratificados e separados pelos segmentos de aplicação previstos em lei, posicionados no bimestre Novembro/Dezembro de 2016.

Tabela 9:
Segmentos de investimento estratificados (em milhões)

(continua)									
Ano	Estrato	Ativos em Enquadramento	Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS	Demais bens, direitos e ativos	Disponibilidade Financeira	Imóveis	Renda Fixa	Renda Variável	Total Geral
2011	< 50 mil	101,93	12,77	5,09	159,63	-	9.630,30	218,05	10.127,97
	> 50 e <100 mil	68,36	6,47	2,75	62,18	-	4.632,90	241,87	5.014,52
	>100 e <500 mil	285,11	69,02	2,12	829,21	-	13.368,32	1.232,07	15.785,85
	> 500 mil	37,78	74,19	0,80	21,01	-	4.021,20	274,00	4.428,98
	Capital	101,99	1.218,09	115,20	165,32	0,89	5.182,01	217,36	7.000,87
	Estado	51,47	51.414,67	1.689,67	184,16	-	18.424,21	1.161,97	72.926,15
2012	< 50 mil	68,78	6,88	12,24	256,80	-	12.477,80	342,28	13.164,77
	> 50 e <100 mil	72,19	8,51	1,54	88,56	-	5.889,43	479,36	6.539,59
	>100 e <500 mil	132,37	107,45	4,53	186,11	-	17.786,68	2.041,54	20.258,68
	> 500 mil	35,44	74,19	1,48	35,59	-	4.957,96	441,03	5.545,70
	Capital	100,25	1.554,86	20,05	188,94	-	6.317,62	334,96	8.516,67
	Estado	43,17	92.817,72	932,07	254,08	-	22.408,77	1.642,48	118.098,29
2013	< 50 mil	45,73	6,37	17,56	178,03	0,78	13.283,72	465,31	13.997,49
	> 50 e <100 mil	96,49	162,17	15,14	268,03	-	19.270,51	2.726,61	22.538,94
	>100 e <500 mil	76,85	9,51	0,00	64,35	-	6.436,45	594,02	7.181,17
	> 500 mil	33,41	74,19	126,09	33,00	-	4.887,74	627,47	5.781,91
	Capital	101,51	1.631,93	20,87	220,53	-	6.580,19	489,42	9.044,44
	Estado	31,98	80.974,80	842,69	203,94	-	24.177,24	2.141,07	108.371,71
2014	< 50 mil	41,78	11,65	17,64	140,34	0,08	16.161,79	487,78	16.861,05
	> 50 e <100 mil	79,21	19,51	0,30	118,90	-	8.012,09	604,30	8.834,32
	>100 e <500 mil	90,77	231,19	17,64	113,94	2,50	24.185,83	2.901,53	27.543,41
	> 500 mil	35,83	75,57	95,56	30,96	-	5.740,47	674,14	6.652,53
	Capital	105,27	1.258,88	13,00	247,07	-	7.905,37	554,62	10.084,20
	Estado	26,81	58.414,92	632,85	885,39	9,90	27.221,10	2.830,08	90.021,05
2015	< 50 mil	37,62	16,35	11,49	140,31	-	19.094,38	473,67	19.773,81
	> 50 e <100 mil	13,25	25,28	7,85	73,96	-	9.556,69	582,98	10.260,00
	>100 e <500 mil	56,31	281,98	20,89	82,73	-	29.394,41	2.938,46	32.774,78
	> 500 mil	32,91	73,32	102,95	8,43	-	6.736,68	576,28	7.530,58
	Capital	116,75	1.357,06	12,91	277,32	-	9.135,38	488,89	11.388,30
	Estado	64,16	30.341,70	442,50	3.118,51	-	31.036,74	2.653,52	67.657,13

(conclusão)

Ano	Estrato	Ativos em Enquadramento	Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS	Demais bens, direitos e ativos	Disponibilidade Financeira	Imóveis	Renda Fixa	Renda Variável	Total Geral
2016	< 50 mil	12,01	34,23	12,03	173,32	-	22.605,57	455,16	23.292,33
	> 50 e <100 mil	0,00	43,23	0,00	101,58	-	11.703,20	627,29	12.475,30
	>100 e <500 mil	17,73	470,64	0,34	81,85	-	35.499,62	3.427,98	39.498,17
	> 500 mil	68,46	113,12	72,84	25,29	-	8.098,83	526,30	8.904,84
	Capital	7,49	1.147,40	0,01	294,62	-	11.689,67	500,47	13.639,66
	Estado	17,31	113.375,42	39,91	293,13	-	35.896,05	2.266,42	151.888,24

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

No estrato de RPPS cuja população é de até 50 mil habitantes, nota-se um predomínio de investimentos no segmento renda fixa. Inclusive houve um crescimento na participação desse segmento em relação aos demais, no início do período em análise a participação era de 95,09%, enquanto no final foi de 97,05%. A participação dos demais segmentos no saldo total manteve-se num mesmo patamar, ou até mesmo diminuiu.

Para os RPPS cuja população está entre 50 e 100 mil, percebe-se uma situação parecida com o estrato anterior, com exceção de que a participação em renda fixa, apesar de também ter crescido, é menor (no último bimestre da análise, a participação em renda fixa foi de 93,81%). O segundo maior segmento foi o de renda variável, que contou com 5,03%.

A exemplo do que ocorreu na comparação anterior, o estrato seguinte (população entre 100 e 500 mil) também registrou uma menor participação em renda fixa, contudo crescente. De 84,69%, no início da análise, a participação subiu para 89,88%. Importante destacar que o segundo maior segmento também é o de renda variável, e fechou o período analisado com 8,68% de participação.

Nos RPPS cuja população excede os 500 mil habitantes, a participação dos investimentos em renda fixa não sofreu alterações consideráveis, mantendo-se na casa dos 91%. A renda variável, segundo maior segmento de investimento, teve variações marginais entre o período inicial e final, mantendo-se no patamar dos 6%. Contudo, chegou a ter participação de 10,85% em 2013.

O movimento das capitais brasileiras no segmento renda fixa foi de crescimento. A participação no início do período em análise, que era de 74,02%, saltou para 85,70%. De outra maneira, o segundo maior segmento perdeu participação. Os Ativos Vinculados por Lei ao RPPS decresceram de 17,40% para 8,41%. Esse segmento é composto basicamente por imóveis, predominantemente prédios comerciais.

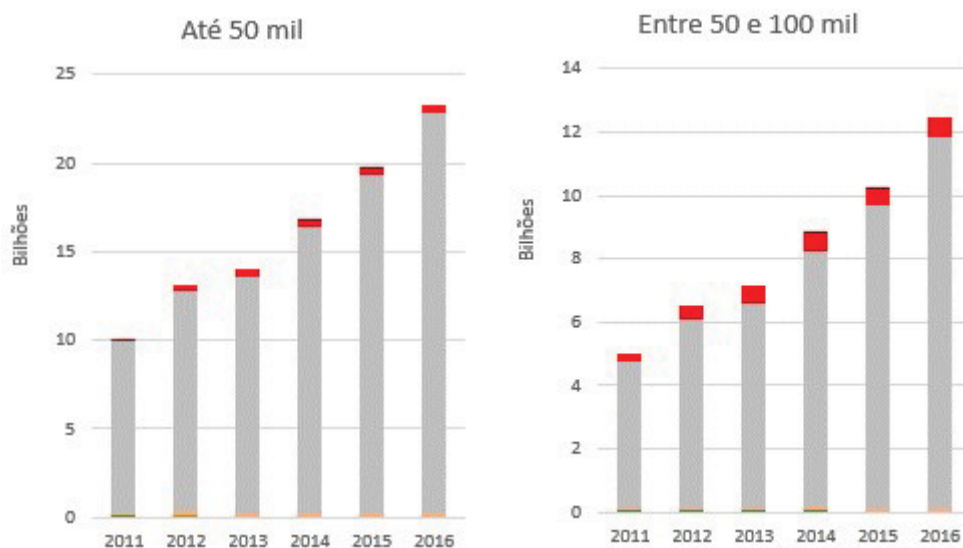
Os estados, diferentemente dos demais estratos em estudo, não possuem o segmento renda fixa como o maior em participação e demonstra uma variação considerável nos segmentos.

Diante da particularidade já evidenciada neste trabalho quanto aos estados, faz-se necessária a análise em dois estágios: uma com os saldos de fato apresentados, e outra considerando o saldo recorrente (bimestre Setembro/Outubro de 2016).

No primeiro, o segmento de renda fixa é a segunda maior participação dentre os investimentos apresentados e não variou muito (25,26% no início da análise contra 23,63% ao final). O segmento com maior participação foi o de Ativos Vinculados por Lei ao RPPS, que no período inicial da análise representava 70,50% e ao final 74,64%. Este segmento conta com investimentos em apartamentos, casas, lojas, prédios comerciais, prédios residenciais, terrenos e, principalmente, “outros”, que é a classe onde estão inseridos os Royalties do Estado do Rio de Janeiro (R\$ 111,8 bilhões).

No segundo estágio, o segmento de renda fixa quase duplicou sua participação, indo de 25,26% para 50,98%. O segundo segmento com maior participação é o que diz respeito aos Ativos Vinculados por Lei ao RPPS, caindo de 70,50% no início da análise para 44,33% ao final.

De uma maneira mais visual, o Gráfico 12 apresenta 6 gráficos menores demonstrando o quanto cada segmento representou para o saldo total dos investimentos dos estratos em análise, considerando o bimestre Novembro/Dezembro de cada ano.



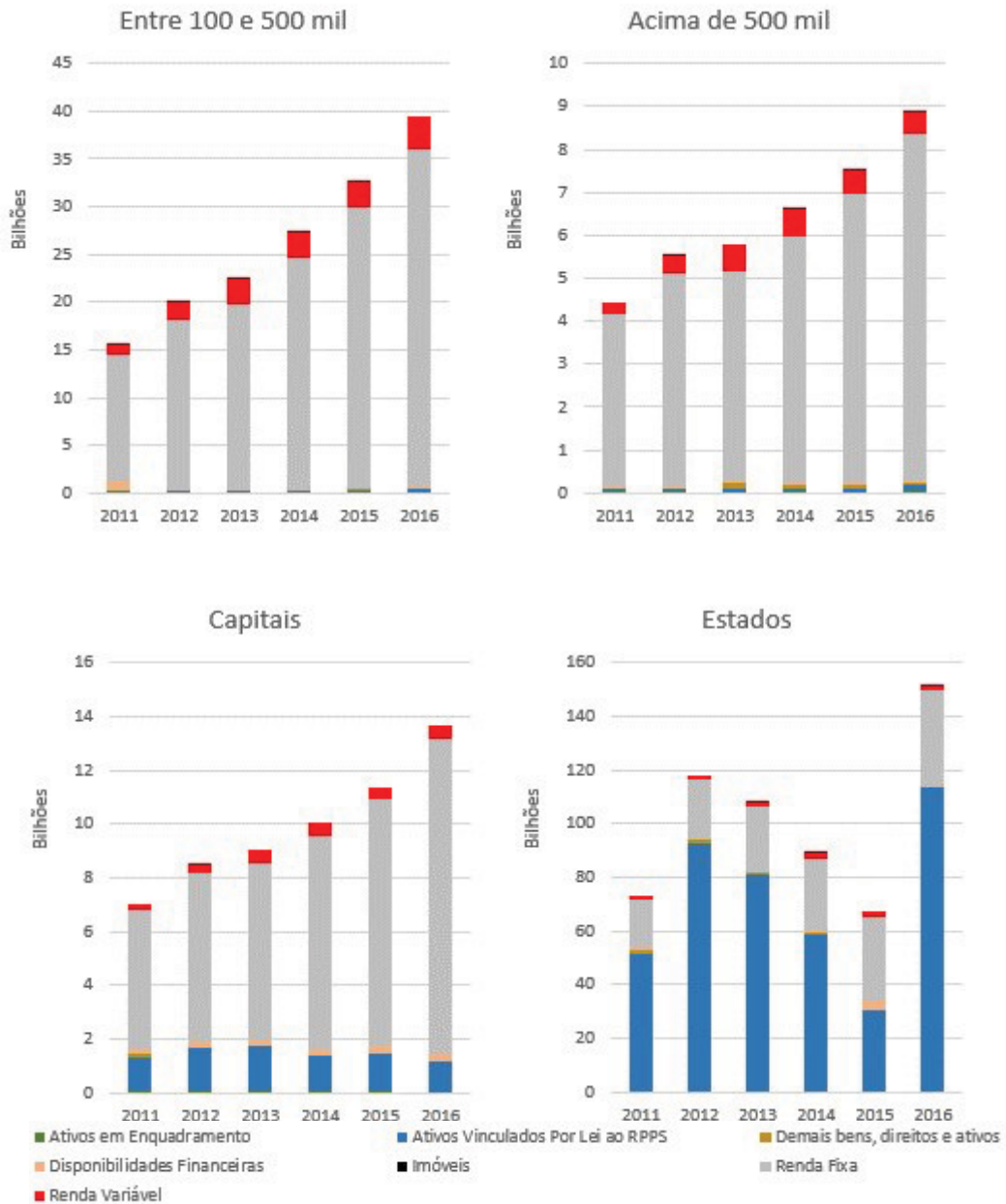


Gráfico 12 - Participação dos segmentos no saldo dos investimentos estratificados

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Quanto ao impacto que os gestores certificados, ou não, possuem na distribuição de recursos entre renda fixa e renda variável, não se encontrou um padrão entre os estratos aqui analisados, como se pode observar no Gráfico 13.

Os estratos com população até 50 mil, acima de 500 mil e as capitais apresentaram uma elevação da participação da renda variável quando o gestor do RPPS possuía certificação. Já os estratos entre 50 e 100 mil, entre 100 e 500 mil e os estados diminuíram a participação em renda variável na medida em que o gestor do RPPS possuía certificação.

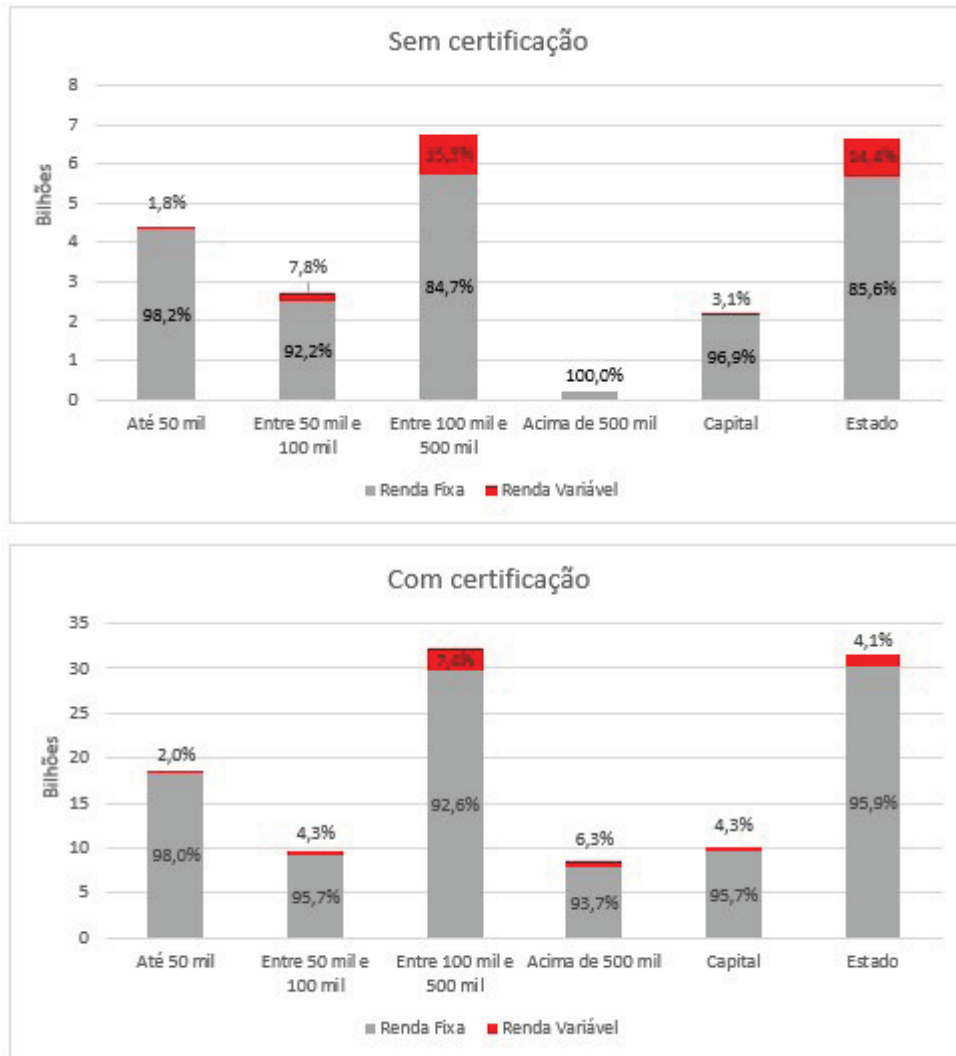


Gráfico 13 - Renda fixa versus variável sem e com certificação

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Em que pese as diferentes participações encontradas nos estratos, o segmento renda fixa é preponderante nos investimentos dos mais diversos RPPS brasileiros, seja em maior ou menor escala. Considerando isso, realizou-se uma análise mais aprofundada no próprio segmento renda fixa, com o intuito de verificar como os estratos de RPPS aqui definidos estão distribuindo seus investimentos.

No grupo de Gráficos 14 é possível identificar o saldo dos investimentos dos RPPS no segmento renda fixa, bem como sua composição, considerando o bimestre Novembro/Dezembro de 2016.

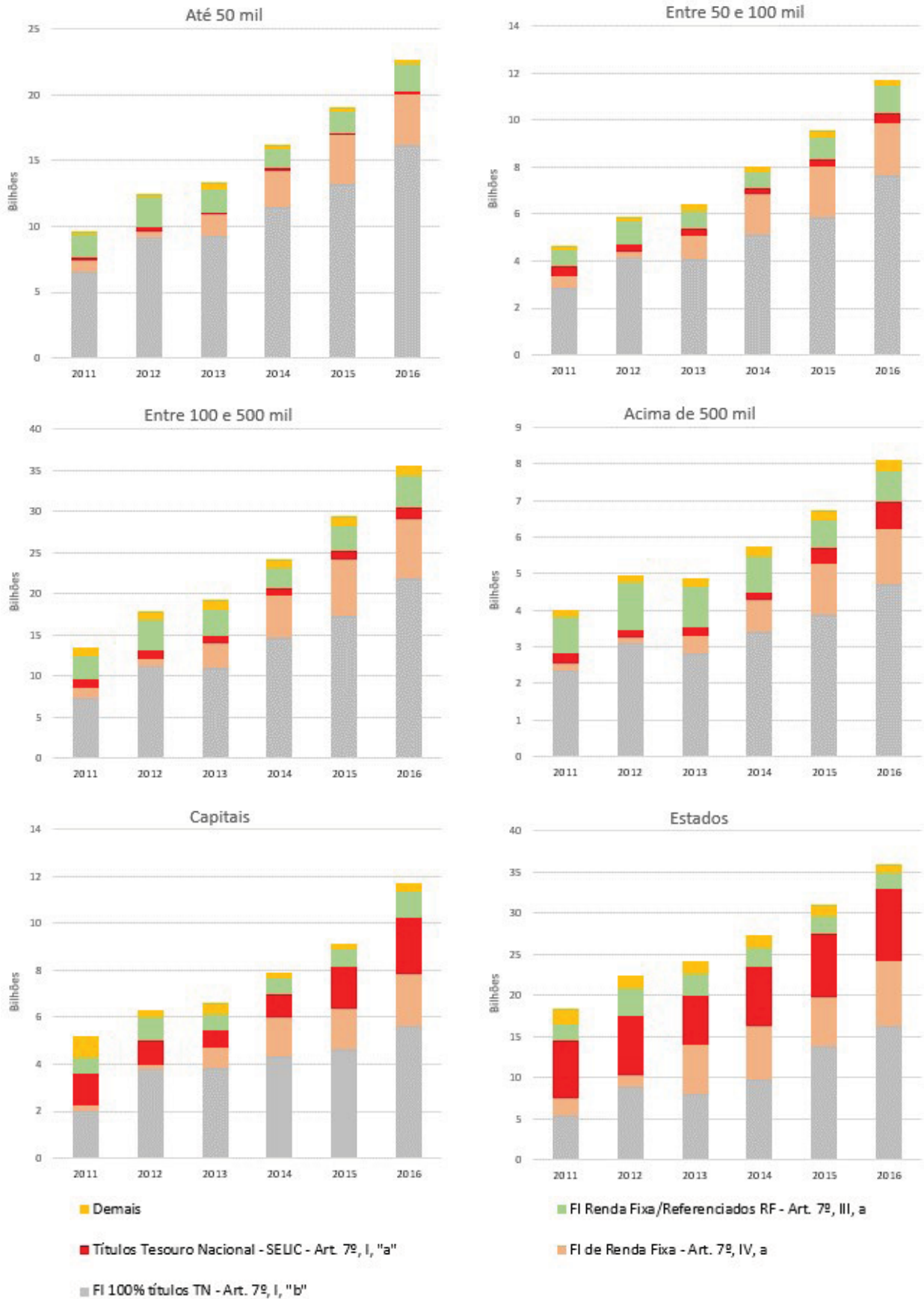


Gráfico 14 - Detalhamento do segmento renda fixa estratificado
 Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Os gráficos anteriores revelam algumas informações importantes quanto ao comportamento que cada estrato possui. Os tipos de investimentos predominante nos RPPS com população de até 50 mil habitantes são aplicações compostas por cotas de Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) (Banco Central do Brasil, 2010). Salienta-se que esses Fundos de Investimentos cobram taxas para administrar os recursos que são aplicados em títulos do Tesouro Nacional.

Os estados são os entes que menos investem neste tipo de aplicação, dentre os estratos analisados.

Percebe-se uma diminuição na participação deste tipo de investimento no portfólio dos RPPS conforme a sofisticação do ente vai aumentando. Entenda-se por sofisticação o aumento da população cujo RPPS abrange, seguida das capitais e estados.

O princípio aqui é bastante básico: conforme aumenta a capacidade técnica e de gestão do administrador do RPPS e seu acesso à informação, também aumenta a sua procura por investimentos que maximizem o retorno do recurso investido. Os estados, por exemplo, são os entes que mais investem diretamente em Títulos do Tesouro Nacional, seguido pelas capitais, e assim sucessivamente até chegar ao estrato com população de até 50 mil habitantes. Ora, o ganho é maximizado ao se investir diretamente em algum tipo de aplicação a ter que utilizar-se de intermediários para aplicar nos mesmos ativos.

Esmiuçando-se ainda mais o segmento renda fixa, é possível chegar a conclusões interessantes com base no Gráfico 15, onde há uma separação dos RPPS cujo gestor é certificado por Entidade Certificadora do mercado financeiro e quando não há essa certificação.

Quando o gestor do RPPS não possui certificação, há um padrão entre os estratos até 50 mil, entre 50 e 100 mil e entre 100 e 500 mil habitantes: a proporção de aplicação em Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional diminui e outros tipos de aplicações aumentam, a exemplo de Títulos do Tesouro Nacional. Para os demais estratos não há padrão.

Pelo contrário, observa-se um padrão claro nos investimentos em renda fixa cujo gestor do RPPS possui certificação: todos os estratos diminuíram sua participação em Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, a medida que a sofisticação aumentou (a medida que a população cujo RPPS abrange aumentou, seguida das capitais e estados).

E, de modo geral, houve um aumento dos investimentos em Títulos do Tesouro Nacional a medida que a sofisticação aumentava.

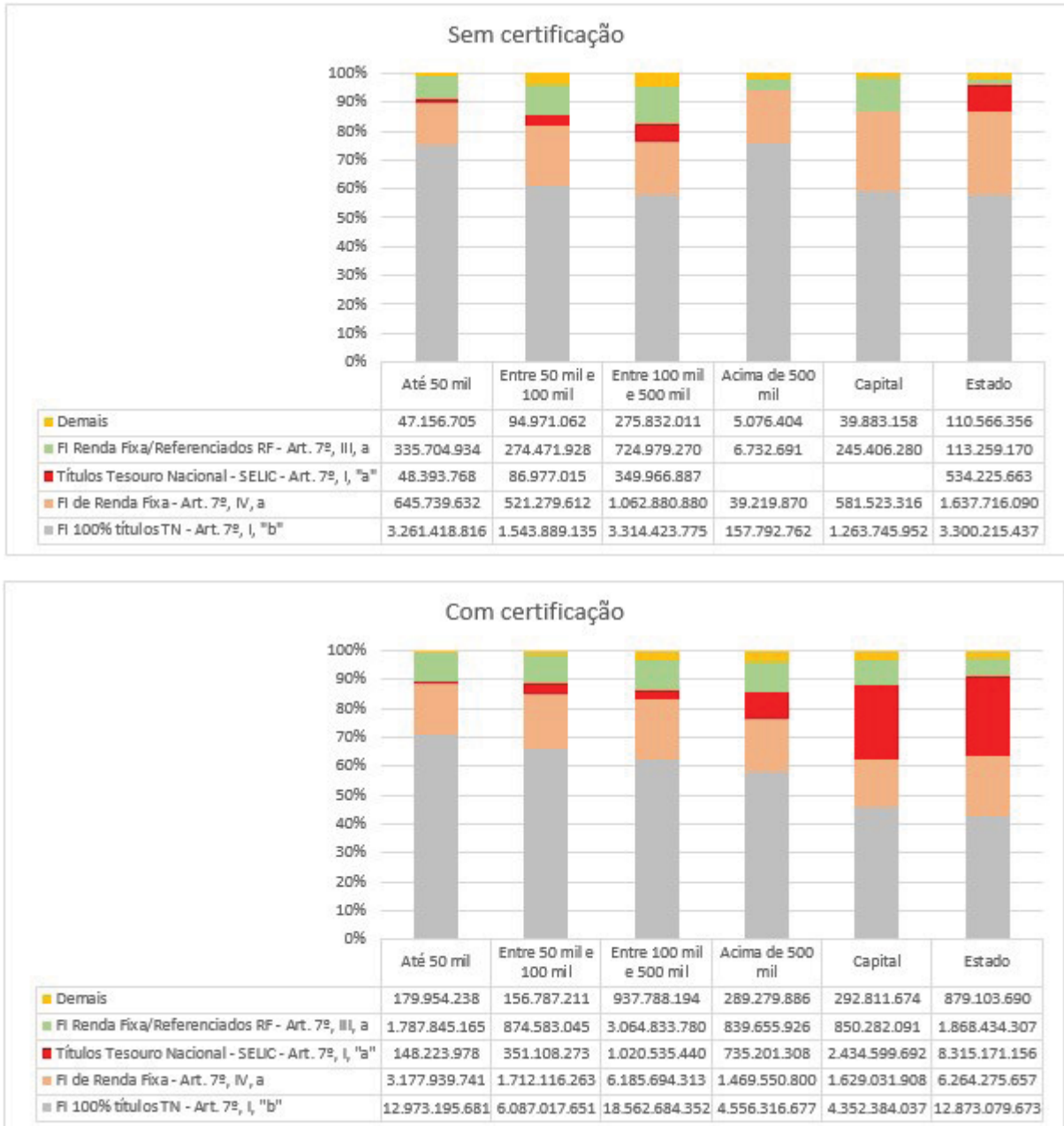


Gráfico 15 - Proporção de investimentos em renda fixa sem e com certificação

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Ressalta-se que embora tenha ocorrido um padrão de evolução na proporção de investimentos em renda fixa nos RPPS com gestor certificado, verificou-se que os estratos entre 50 e 100 mil e entre 100 e 500 mil habitantes tinham uma proporção de investimento menor em Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do

Tesouro Nacional quando não há certificação, se comparada quando há certificação (61,23% versus 66,30%; e 57,86% versus 62,35%, respectivamente).

Por fim, o Gráfico 16 identifica as instituições financeiras responsáveis por receber os investimentos dos RPPS, de acordo com o estrato. Verifica-se um ganho de representatividade da instituição Tesouro Nacional conforme a sofisticação do ente vai aumentando.

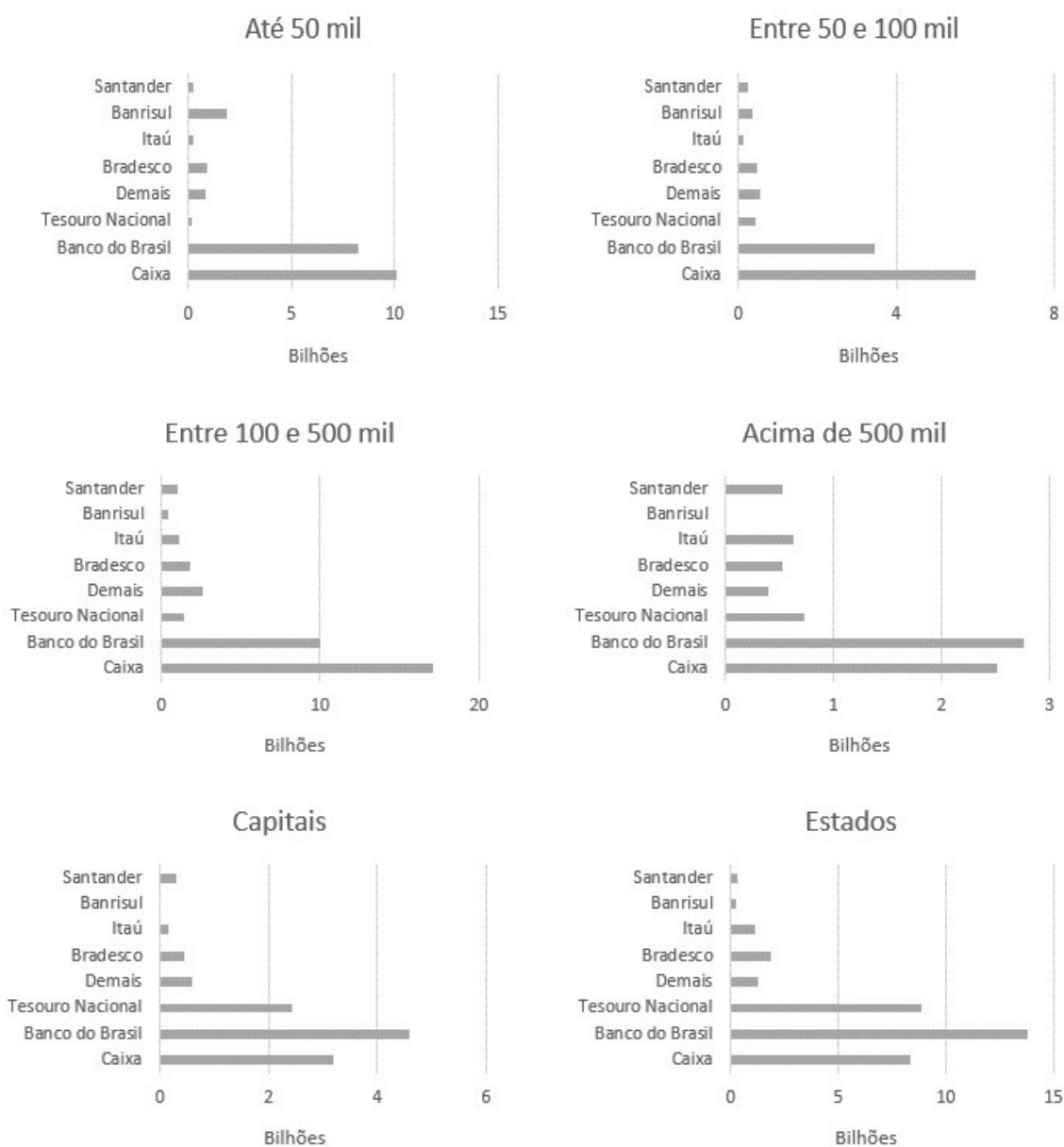


Gráfico 16 - Concentração de investimentos estratificados em renda fixa nas instituições financeiras

Fonte: elaboração própria, com os dados da pesquisa.

Além disso, verifica-se uma preponderância dos investimentos dos RPPS cuja população é de até 500 mil habitantes em aplicações na instituição financeira CAIXA, seguida

por outro banco público de relevância, o Banco do Brasil S/A. As outras instituições, inclusive o Tesouro Nacional, possuem participação tímida.

Quando consideramos o estrato com população acima de 500 mil habitantes, as capitais e os estados, a instituição Banco do Brasil S/A retém a maior parte dos investimentos, seguida pela CAIXA, exceto nos Estados, onde o Tesouro Nacional assume o posto de segundo maior receptor de investimentos. Tanto no estrato acima de 500 mil habitantes quanto nas capitais o Tesouro Nacional é a terceira maior instituição com participação nos investimentos.

Verifica-se, portanto, que as instituições financeiras que mais recebem investimentos dos RPPS são predominantemente públicas. A CAIXA, por ser um dos principais agentes de políticas públicas de Estado, tem maior relevância nos investimentos dos RPPS menores, já o Banco do Brasil S/A ganha relevância nos RPPS maiores, nos que possuem maiores quantias aplicadas no que diz respeito ao montante.

Dessa forma, portanto, realizou-se análise dos investimentos dos RPPS estratificando-os de acordo com a população do município e se o ente é capital ou estado. Finalizada a presente seção, pois seu objetivo foi atingido.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo fomentar o debate acerca dos Regimes Próprios de Previdência Social brasileiros, buscando responder à seguinte questão de pesquisa: “Qual é o diagnóstico dos investimentos dos RPPS dos estados, municípios e DF entre os anos de 2011 a 2016?”.

Referido estudo tem sua relevância quando se analisa o impacto que as políticas de investimento dos RPPS possuem sobre toda a sociedade. Os déficits financeiro e atuarial registrados para esse nicho da previdência social merecem atenção, e os investimentos que esses realizam poderiam cooperar para a diminuição da carência de recursos para honrar o pagamento de benefícios de aposentados e pensionistas, e para cooperar para a sustentabilidade desses regimes.

Dessa maneira, foi proposto um objetivo para a pesquisa: “Traçar um diagnóstico dos investimentos realizados pelos RPPS dos estados, municípios e DF desde o ano de 2011 até 2016”, que contou com a utilização de dados do CADPREV e analisou os investimentos de todos os RPPS brasileiros, compreendendo os estados, municípios e o Distrito Federal, entre os anos de 2011 a 2016.

Para o alcance do objetivo geral, foram propostos dois objetivos específicos. O primeiro se ocupou em elaborar uma análise geral dos RPPS ao longo do período em estudo. Os resultados indicaram que houve uma evolução nos saldos dos RPPS entre 2011 e 2016 na ordem de 132,01% com uma tendência de aumento nos investimentos, em que pese o número de RPPS ter diminuído de 1952 para 1818.

Os investimentos desses RPPS estão segregados predominantemente em três segmentos. O primeiro (Ativos Vinculados por Lei ao RPPS) conta com imóveis e, principalmente, com a participação que o Estado do Rio de Janeiro tem na exploração de petróleo/gás natural (Royalties). O primeiro segmento é responsável por aproximadamente 46,13% do total dos investimentos.

O segmento Renda Variável é responsável por, tão somente, 3,13% de todo o saldo dos RPPS ao final da análise, com uma tendência de aumento no saldo.

Já o segmento Renda Fixa possui a maior participação dentre os investimentos realizados. São 50,26% de participação, que representam a quantia de R\$ 125,5 bilhões, também com tendência de crescimento.

Devido à significância que o segmento Renda Fixa possui para os RPPS, ele ainda foi segregado pelos tipos de aplicação que o compõe. A maioria dos recursos, 57,6%, está investida em cotas de Fundos de Investimentos que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), seguida de cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto (19,9%).

O terceiro maior tipo, com 11,2%, é o investimento direto em Títulos do Tesouro Nacional. Percebe-se que há um contrassenso nesses tipos de aplicação, pois o tipo que mais obtém investimentos é, justamente, o que deve aplicar seus recursos exclusivamente em títulos do Tesouro Nacional. Deveria, portanto, ser revista a estratégia que muitos RPPS utilizam, para que os recursos fossem aplicados diretamente em títulos do Tesouro Nacional, e não em fundos que aplicam em Títulos do Tesouro, para que seja economizada a taxa que esses fundos de investimento cobram a título de administração.

Verificou-se também que os RPPS cujo gestor não possuía nenhum tipo de certificação emitida por Entidade Certificadora do mercado financeiro ou de capitais investem predominantemente em dois bancos públicos: o Banco do Brasil e a CAIXA, com 80,99% de participação. De outra maneira, considerando os RPPS com certificação, a participação desses dois bancos públicos diminui para 70,06%, dando espaço para uma maior representatividade de outras instituições.

Gestores de RPPS certificados, ou seja, possuem conhecimento de mercado financeiro e de capitais suficiente para obter algum tipo de certificação, demonstram uma maior inclinação a distribuir os recursos do ente, diversificando-os entre as instituições financeiras.

O segundo objetivo específico tratou de proceder análise análoga ao primeiro objetivo, contudo estratificando os RPPS de acordo com sua população e se o RPPS é uma capital ou estado brasileiro. Primeiramente, percebe-se que houve um aumento no saldo dos investimentos de todos os estratos analisados, em especial o estrato entre 50 e 100 mil habitantes, que representou um crescimento de 195,31%, seguido do estrato entre 100 e 500 mil habitantes, com aumento de 194,98%.

O estrato que menos cresceu foi o dos estados, com 109,26%. Contudo, há de se recordar que grande parte dos investimentos desse estrato diz respeito a um investimento específico do Estado do Rio de Janeiro. Caso seja considerado o saldo recorrente (bimestre Setembro/Octubre de 2016), o saldo teria obtido a variação de -4,78%. Tal constatação revela que há um ponto de alerta nos investimentos dos estados, que decresceu. Isso, aliado ao fato

de que a situação financeira e atuarial desses é deficitária, aponta que não há um indício de melhora nas contas desses RPPS, deteriorando sua capacidade de honrar benefícios e tornar-se sustentável ao longo do tempo.

A estratificação também mostrou que a média de investimentos cresce conforme a população aumenta, sendo que os RPPS cuja população é de até 50 mil habitantes possuem a menor média de investimento e os estados possuem a maior média.

Quanto aos segmentos em que cada estrato analisado investe, pode-se concluir que o estrato que mais investe em renda fixa é o com população de até 50 mil pessoas (97,05%). Essa proporção vai diminuindo conforme a população vai aumentando, como acontece com o estrato entre 50 e 100 mil (93,81%) e entre 100 e 500 mil (89,88%). Os RPPS cuja população está acima de 500 mil habitantes teve leve aumento (90,95%), enquanto as capitais diminuiram novamente (85,70%). Essas, tiveram como segunda maior aplicação os Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS (8,41%), sendo compostos basicamente por imóveis.

Já para os estados, há uma sensível baixa na participação da renda fixa (23,63%), estando a maior parte dos recursos concentrados nos Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS (74,64%). Caso seja considerado o saldo recorrente (bimestre Setembro/Outubro de 2016), então a participação da renda fixa e dos Ativos Vinculados Por Lei ao RPPS ficariam em 50,98% e 44,33%, respectivamente.

Diante da importância que os investimentos em renda fixa têm para os RPPS, foi realizada comparação entre os diferentes segmentos para os diferentes estratos em estudo. Da análise efetuada conclui-se que há uma diminuição na participação em fundos de investimento administrados por instituições financeiras no portfólio dos RPPS conforme a sofisticação do ente vai aumentando. Entenda-se por sofisticação a escala atribuída aos estratos que aumenta conforme a população aumenta, seguida das capitais e estados.

Em outras palavras, conforme aumenta a capacidade técnica e de gestão do administrador do RPPS e seu acesso à informação, também aumenta a sua procura por investimentos que maximizem o retorno do recurso investido. Os estados, por exemplo, são os entes que mais investem diretamente em Títulos do Tesouro Nacional, seguido pelas capitais, e assim sucessivamente até chegar ao estrato com população de até 50 mil habitantes. Ora, o ganho é maximizado ao se investir diretamente em algum tipo de aplicação a ter que utilizar-se de intermediários para aplicar nos mesmos ativos.

Esmiuçando-se ainda mais o segmento renda fixa, fica evidenciada a diferença entre os investimentos dos RPPS quando o gestor é certificado por Entidade Certificadora do mercado financeiro e quando não há essa certificação.

Quando o gestor do RPPS não possui certificação, há um padrão entre os estratos até 50 mil, entre 50 e 100 mil e entre 100 e 500 mil habitantes: a proporção de aplicação em Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional diminui e outros tipos de aplicações aumentam, a exemplo de Títulos do Tesouro Nacional. Para os demais estratos não há padrão.

Pelo contrário, observa-se um padrão claro nos investimentos em renda fixa cujo gestor do RPPS possui certificação: todos os estratos diminuíram sua participação em Fundos de Investimento que aplicam exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, a medida que a sofisticação aumentou (a medida que a população cujo RPPS abrange aumentou, seguida das capitais e estados).

Quanto às instituições financeiras que mais recebem os investimentos dos RPPS verifica-se uma preponderância dos investimentos dos RPPS cuja população é de até 500 mil habitantes em aplicações na instituição financeira CAIXA, seguida por outro banco público de relevância, o Banco do Brasil S/A. Já para o estrato com população acima de 500 mil habitantes, as capitais e os estados, a instituição Banco do Brasil S/A retém a maior parte dos investimentos, seguida pela CAIXA, exceto nos Estados, onde o Tesouro Nacional assume o posto de segundo maior receptor de investimentos.

Destaca-se que há espaço para que alguns estratos de RPPS melhorem a gestão de seus recursos, otimizando a eficiência alocativa dos investimentos e maximizando ganhos que cooperem para a sustentabilidade desses regimes. Além disso, poderiam ser adotadas premissas da Teoria das Carteiras para os investimentos dos RPPS. A diversificação permite ao ente diminuir o risco não sistemático (também chamado risco diversificável) de seus investimentos, mantendo a rentabilidade em um mesmo patamar.

Em última análise, os parâmetros para investimento impostos pela legislação aos RPPS deveriam ser revistos, uma vez que esses priorizam investimentos em renda fixa. Num cenário em que a taxa básica de juros se conserve em patamares baixos, há indícios que os investimentos realizados pelos RPPS, que em sua maioria estão atrelados à taxa básica de juros, não cooperarão para a perpetuidade desses regimes, impactando diretamente os servidores, aposentados e pensionistas vinculados, e indiretamente toda a sociedade brasileira.

Uma vez que essa dissertação trilhou o caminho exploratório a respeito dos investimentos dos RPPS, alguns *insights* foram obtidos durante as análises, e esses serão apresentados em forma de sugestões para pesquisas futuras.

Sugere-se, portanto, verificar se o rendimento que os RPPS estão obtendo em seus investimentos é suficiente para atingir a meta atuarial a que esses regimes estão submetidos.

Também, sugere-se verificar se há comportamento do tipo oportunista dos gestores dos RPPS ao realizar aplicações em determinadas instituições financeiras e em determinados tipos de aplicação. O que os motiva a investir na forma que vem sendo feita? A rentabilidade e o risco são os únicos fatores envolvidos na escolha da instituição e do tipo de aplicação ou há motivos ocultos que impliquem em algum tipo de compensação ao gestor? Tal sugestão está em linha com a Teoria da Agência, que preconiza que os interesses do agente (gestor de investimentos do RPPS, neste caso) são diferentes do principal (o servidor, aposentado ou pensionista).

Ainda, recomenda-se que seja realizada comparação entre os investimentos dos RPPS e os dos Regimes de Previdência Complementar, de modo a identificar se há diferença significativa na forma que ambos regimes gerem seus investimentos.

A idade do município e do RPPS também podem impactar a forma como os investimentos são realizados pelos regimes. Propõe-se, portanto, a realização de estudo nesse sentido, identificando se há padrão entre os estratos ora propostos.

Por fim, sugere-se seja verificada a *duration* dos investimentos realizados pelos RPPS e também sua liquidez, para que seja possível chegar a conclusões a respeito do fluxo de caixa desses, haja vista que os investimentos são marcados a mercado e podem ter seu valor diminuído caso sejam resgatados antes do prazo de vencimento.

Dada a dificuldade na obtenção, uma das contribuições desta dissertação foi a criação do banco de dados com os investimentos de todos os RPPS brasileiros entre 2011 e 2016, em períodos bimestrais. Para facilitar a continuidade das pesquisas inerentes a este assunto, o autor desta dissertação terá todo o prazer em conceder acesso à base capturada e utilizada nas análises, para tanto basta solicitar acesso via e-mail (willianmueller90@gmail.com).

REFERÊNCIAS

- ANBIMA. (2018). Certificações. Recuperado de <https://doi.org/10.15713/ins.mmj.3>
- APIMEC. (2018). Certificações. Recuperado de <https://doi.org/10.15713/ins.mmj.3>
- Balthazar, M. S. P., Morgado, P. H. H., & Cabello, O. G. (2018). Alternativas de Investimentos em Renda Fixa No Brasil: Comparação entre um Banco De Investimento e um Banco De Varejo. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(2), 36–57. <https://doi.org/10.18405/RECFIN20180203>
- Banco Central do Brasil (2010). Resolução n. 3.922: Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Recuperado de <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2010&numero=3922>
- Banco Central do Brasil (2014). Resolução n. 4.392: Altera a Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios e previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Recuperado de <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Resolucao&data=2014&numero=4392>
- Banco Central do Brasil (2017). *Resolução n. 4.557: Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital*. Recuperado de <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=4557&tipo=Resolucao&data=23/2/2017>
- Bispo, H. S. (2004). *O desafio da sustentabilidade dos regimes próprios de previdência social: uma análise a partir da situação de oito municípios baianos*. Escola de Administração da Universidade Federal da Bahia - UFBA. Salvador, Bahia, Brasil.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2010). *Investimentos* (8. ed.). Porto Alegre: AMGH.
- Bogoni, N. M., & Fernandes, F. C. (2011). Gestão de risco nas atividades de investimentos dos regimes próprios de previdência social (RPPS) dos municípios do estado do Rio Grande do Sul. *Revista Eletrônica de Administração*, 17(68), 117–148.
- Brasil. *Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil de 1891* (1891). Rio de Janeiro. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao91.htm
- Brasil. (2017). Relatório Resumido da Execução Orçamentária. *DOU - Diário Oficial da União*, p. 58. Recuperado de <http://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=30/01/2017&jornal=1&pagina=58&totalArquivos=192>
- Caetano, M. A.-R. (2016). Solvência fiscal de longo prazo dos regimes próprios de previdência dos estados e municípios. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, 2195, 40. Recuperado de http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=27679&Itemid=406

- Calazans, F. F., Souza, M. V. De, Hirano, K. D., Caldeira, R. M., Lourdes, M. D. L. P. da, Rocha, P. E. T., & Caetano, M. A. (2013). A importância da unidade gestora nos regimes próprios de Previdência Social: análise da situação dos estados e do Distrito Federal. *Revista Administração Pública*, 47(2), 275–304. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rap/article/view/8059>
- Cechin, J., & Cechin, A. D. (2007). Desequilíbrios: causas e soluções. In P. Tafner & F. Giambiagi (Orgs.), *Previdência no Brasil: debates, dilemas e escolhas* (p. 219–262). Rio de Janeiro: Ipea.
- Cervo, A. L., & Bervian, P. A. (1983). *Metodologia Científica* (3. ed.). São Paulo: McGraw - Hill do BRasil.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de Pesquisa em Administração* (7. ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Damodaran, A. (2014). *Avaliação de Investimentos* (2. ed.). Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.
- Félix, C. L., & Silva, L. M. da. (2009). Regime Próprio de Previdência e Assistência Social: uma Análise do Grau de Conhecimento que o Servidor Público do Município do Rio de Janeiro detém em Relação à Informações Gerenciais do Regime Previdenciário Municipal. *Pensar Contábil*, 11(44), 23–31.
- Ferreira, B. P. (2006). *Análise do Risco de não Superação da Meta Atuarial em Fundos de Previdência*. Faculdade de Ciências Economicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Recuperado de <http://hdl.handle.net/1843/CSPO-6WQDRJ>
- Francis, J. C. (1976). *Investments: Analysis and Management*. New York: R. R. Donnelley & Sons Company.
- Giambiagi, F., Mendonça, J. L. de O., Beltrão, K. I., & Ardeo, V. L. (2004). Diagnóstico da Previdência Social no Brasil: o que foi feito e o que falta reformar? *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*. Recuperado de http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1050.pdf
- Gil, A. C. (2009). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (6. ed.). São Paulo: Atlas.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de Administração Financeira* (12. ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Gitman, L. J., & Joehnk, M. D. (2005). *Princípios de Investimentos* (8. ed.). São Paulo: Pearson Addison Wesley.
- IBGE (2017). *Indicadores IBGE - Contas Nacionais Trimestrais*. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 1–40. Recuperado de ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201604caderno.pdf
- Lima, M. R. dos S. (2006). *Gestão do Regime Próprio da Previdência Social: uma investigação sobre o acesso e a compreensão dos servidores frente às informações gerenciais dos municípios do Estado de Pernambuco*. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal de Pernambuco, da Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Recife, Pernambuco, Brasil.

- Lima, D. V. de, & Guimarães, O. G. (2009). Contabilidade aplicada aos regimes próprios de previdência social. *Ministério da Previdência Social - Secretaria de Políticas de Previdência Social*.
- Lopes, A. B., & Furtado, C. V. (2006). Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Provada. *Revista Contabilidade & Finanças*. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/262618009_Private_equity_in_the_investment_portfolio_of_private_pension_plans/fulltext/03989cbd0cf29b8b9038122c/262618009_Private_equity_in_the_investment_portfolio_of_private_pension_plans.pdf
- Madrid, R. M. da L. (2012). *Análise do regime próprio de previdência social dos servidores públicos efetivos do município de Candelária/RS*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- MF, M. da F., INSS, I. N. do S. S., & DATAPREV, E. de T. e I. da P. S. (2015). Anuário Estatístico da Previdência Social. *Anuário Estatístico da Previdência Social*, 24(250), 1–917. Recuperado de <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2015/08/AEPS-2015-FINAL.pdf>
- MF, M. da F., INSS, I. N. do S. S., & DATAPREV, E. de T. e I. da P. S. (2016). Anuário Estatístico da Previdência Social 2016. *Anuário Estatístico da Previdência Social*, 934. Recuperado de <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2018/01/AEPS-2016.pdf>
- Michel, M. H. (2009). *Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais* (2. ed.). São Paulo: Atlas.
- Ministério da Fazenda, & Secretaria da Previdência. (2017). *Resultado do regime geral de previdência social – RGPS 2016*. Recuperado 5 de dezembro de 2017, de http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2017/01/Resultado-do-RGPS-2016-12-urbano-rural_web-VF-1.pdf
- Ministério da Previdência Social - CADPREV - Sistema de Informações dos Regimes Públicos de Previdência Social. (2016). *Aplicações e Investimentos dos Recursos*. Recuperado de <http://cadprev.previdencia.gov.br/Cadprev/faces/pages/index.xhtml>
- Ministério da Previdência Social - MPS. (2017). *DAIR - Demonstrativo de Aplicações e Investimentos dos Recursos - Governo do Estado do Rio de Janeiro 2017*. Recuperado de <http://cadprev.previdencia.gov.br/Cadprev/faces/pages/modulos/dair/consultarDemonstrativos.xhtml>
- Myrrha, L. J. D., & Ojima, R. (2016). Dinâmica demográfica, gestão pública e regimes próprios de Previdência Social: oportunidades e desafios para os servidores e municípios. *Revista Gestão e Planejamento*, 17(1), 59–74. Recuperado de <http://www.revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/view/3002>
- Nawrocki, D., & Violen, F. (2014). Behavioral finance in financial market theory, utility theory, portfolio theory and the necessary statistics: A review. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2, 10–17. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2014.02.005>
- Nogueira, N. G. (2012). O equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS: de princípio constitucional a política pública de estado. *Ministério da Previdência Social*. Recuperado

- de http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_120808-172335-916.pdf
- Palacios, R., & Whitehouse, E. (2006). Civil-service pension schemes around the world. *Social Protection Discussion Paper*, (14796), 89. <https://doi.org/10.1227/01.NEU.0000349921.14519.2A>
- Pereira, R. J. P. (2008). *Estudo das oportunidades de aplicação financeira dos recursos do Regime de Previdência Social do Estado de Santa Catarina*. Universidade Federal de Santa Catarina.
- Pfiffelmann, M., Roger, T., & Bourachnikova, O. (2016). When Behavioral Portfolio Theory meets Markowitz theory. *Economic Modelling*, 53, 419–435. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.10.041>
- Ponds, E., Severinson, C., & Yermo, J. (2011). Funding in Public Sector Pension Plans - International Evidence. *OECD Publishing*, (8). Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1787/5kgcfnm8rgmp-en%0A0OECD>
- Ramos, N. A. de A. (2012). Sistemas dos Regimes Próprios de Previdência Social (SRPPS). *V Congresso CONSAD de Gestão Pública*.
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2013). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In I. M. Beuren (Org.), *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade* (3. ed., p. 76–97). São Paulo: Atlas.
- RioPrevidência. (2018). *Demanda pelo Fale Conosco. Mensagem recebida por <alessandra.pontes@rioprevidencia.rj.gov.br>*. [O e-mail encontra-se transcrito no Apêndice “A” desta dissertação].
- Ross, S., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. E. (2007). *Administração Financeira* (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Santos, H. (2014). *As reformas da previdência no Brasil e o equilíbrio financeiro e atuarial dos regimes próprios de previdência social (RPPS), dos entes federados estaduais da região sudeste*. ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS-EBAPE.
- Secretaria de Previdência. (2018). *Nota Técnica SEI 12/2017/CGACI/SRPPS/SPREV-MF*. Recuperado de <http://www.previdencia.gov.br/regimes-propios/investimentos-do-rpps/>
- Serra e Gurgel, J. B. (2011). *Evolução da Previdência Social* (2a ed.). Brasília: Associação Nacional dos Servidores da Previdência e da Seguridade Social.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127–151. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2676187>
- Silveira, M. A. C. da. (2013). Eficiência alocativa de investimentos do regime próprio de previdência social dos entes federativos brasileiros. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, 49. Recuperado de http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1862.pdf
- Tafner, P., & Giambiagi, F. (2007). *Previdência no Brasil: debates, dilemas e escolhas*. Rio de Janeiro: Ipea.
- Tavares, J. P. da S. (2006). *Análise dos instrumentos de evidenciação dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social*. Instituto Serzedello Corrêa do Tribunal de

Contas da União, em parceria com a Universidade de Brasília.

Tribunal de Contas da União (2015). *Auditoria de natureza operacional na Secretaria de Políticas de Previdência Social - SPPS. Elaboração de diagnóstico nacional sobre a situação atuarial e financeira dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS)*. Recuperado em 18 de julho de 2018, de https://portal.tcu.gov.br/data/files/5F/B0/AD/16/212055105DDA9F451A2818A8/009.285-2015-6_situa__o_atuarial_e_financeira_RPPS_de_Estados_e_Munic_pios_.pdf

APÊNDICE 1 – E-MAIL ENVIADO AO RIOPREVIDÊNCIA

Alessandra Baldner Pontes <alessandra.pontes@rioprevidencia.rj.gov.br>

sex 06/07/2018 11:19

Para: willian_mueller@hotmail.com <willian_mueller@hotmail.com>;

Rioprevidência - Demanda pelo Fale Conosco

Prezado Sr. Willian Mueller, bom dia.

Agradecemos pelo contato e encaminhamos a resposta para a demanda aberta por meio do canal Fale Conosco do Rioprevidência no dia 04/07/2018, às 11h01.

Bom dia! Fiz uma consulta no CADPREV e gostaria de saber por que ocorreu um aumento tão expressivo no valor de

um investimento. O investimento "Royalties e Participação Especial, Lei 3189/99, Lei 4239/03, Decreto 42011/09 e

Decreto 43911/12" subiu de R\$ 29.491.471.929,08 (ao final de Outubro/2016) para R\$ 111.792.848.973,60 (ao final de

Dezembro/2016). Ocorreu algum tipo de reavaliação? Percebam que são valores altíssimos, o salto foi de aproximadamente 82 bilhões de reais. Fico no aguardo da resposta, obrigado!

O Rioprevidência esclarece que houve, sim, reavaliação do ativo Royalties e Participação Especial por solicitação do MPS* (Notificação MPS Nº07966/2016), na qual o MPS exigiu que o Regime Próprio de Previdência Social esteja em conformidade com a Portaria MPS nº 403/2008, alterada pela Portaria MPS nº 21, de 16/01/2013, cuja redação no Art. 21, § 3º, determina que, para o Plano Financeiro, o resultado atuarial e as projeções atuariais de receitas e despesas devem ser avaliados a taxa real de juros referencial de 0% (zero por cento).

Como o ativo Royalties e Participação Especial é uma receita do Rioprevidência, cujo valor é apontado nas demonstrações financeiras, ele foi reavaliado a fim de que, para avaliação atuarial, a taxa de desconto utilizada seja de 0% (zero por cento), e não mais a taxa anterior de 6% (seis por cento), o que resultou em um aumento extraordinário do ativo por motivos de mudança metodológica.

* MPS - Ministério da Previdência Social, atual Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda.

Atenciosamente,

Alessandra Baldner Pontes

Assessoria de Governança Corporativa

Especialista em Previdência Social

Phones: +55 21 2332-5339 / +55 21 2332-5331