

8º Prêmio PREVIC de Monografia

I - TEMA 1: Investimentos

SUBTEMA: Política e perfis de investimento em Planos Contribuição Definida

TÍTULO: Precisamos falar sobre os Planos de Contribuição Definida

PSEUDÔNIMO: Marte

O futuro dos planos de previdência é justamente esse: planos do tipo CD com perfis de investimentos.

GUILHERME BENITES

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a política e os perfis de investimento em planos de contribuição definida (CD), administrados por Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), e verificar se estão compatíveis com a previdência complementar de longo prazo. Os planos CD são os que mais avançam no Brasil, houve um crescimento populacional de 50% entre 2014 e 2023. Nesse tipo de plano, a tomada de decisão pelo participante se ampliou e, mais recentemente, passou a escolher também sobre as aplicações financeiras com a expansão dos perfis de investimento. Os perfis de investimento são opções de alocação de carteiras disponibilizadas aos participantes que, no Brasil, se dividem em duas modalidades: estilo de vida e ciclo de vida. Pesquisa feita pelo autor entre os maiores planos CD do país revelou que 11 dos 14 oferecem o produto; outra pesquisa do autor com EFPC que possuem perfis mostrou predomínio da modalidade estilo de vida (70%). A política de investimento é a referência legal para a gestão de recursos; a análise está dividida em duas partes: a primeira pelo aspecto das diretrizes de aplicação válidas para todos os planos de previdência; a segunda parte pelos aspectos específicos da política de investimento de um plano CD, sem e com perfis, na qual são apresentados três fatores de sucesso das estratégias. Um desses fatores é o prêmio de risco das ações sobre a renda fixa, vital para a diferenciação de risco dos perfis; o trabalho sugere que a efetividade dessa variável seja debatida pelo segmento de EFPC. São apresentadas, ao final, nove sugestões de melhoria pontuadas ao longo da monografia.

PALAVRAS-CHAVE: Entidade Fechada de Previdência Complementar; Perfis de investimento; Planos de contribuição definida; Prêmio de risco de mercado; Risco de longevidade.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	5
2. SOBRE OS PLANOS CD	6
3. SOBRE OS PERFIS DE INVESTIMENTO.....	11
4. SOBRE A POLÍTICA DE INVESTIMENTO	20
5. SUGESTÕES DE MELHORIA.....	28
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	32
REFERÊNCIAS.....	34
APÊNDICE A – LISTA DAS EFPC PESQUISADAS.....	38

1. INTRODUÇÃO

Um plano de previdência complementar não pode ser analisado somente pelo aspecto financeiro, seu caráter social se sobrepõe ao papel desempenhado pelo mercado de capitais. A relação previdenciária é de longo prazo e está presente em boa parte da vida do participante.

Os planos de contribuição definida (doravante CD) crescem no mundo todo; no Brasil, são os únicos com crescimento populacional no período 2014 a 2023, também lideram a quantidade de planos no país. Provavelmente é a principal inovação na previdência complementar em décadas.

Devido à característica individualista do plano, a tomada de decisão do participante se ampliou e, mais recentemente, passou a escolher também sobre as aplicações financeiras, no que chamamos de a 2ª onda de inovação dos planos CD com a expansão dos perfis de investimento a partir de 2018.

A maioria das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) oferece o produto e o crescimento vai continuar firme, esse é o futuro que os especialistas projetam. Os perfis de investimento são instrumentos para a acumulação de capital que irá proporcionar uma renda de aposentadoria, mas com uma característica que difere os planos CD dos demais, a de que existe a possibilidade de esgotamento prematuro da reserva e o principal motivo para isso é o risco financeiro da longevidade – não importa, agradecemos por viver mais.

O objetivo desta monografia é analisar a política e os perfis de investimento em planos CD, e verificar se estão compatíveis com a previdência complementar de longo prazo; está dividida em cinco partes: a primeira define planos CD e seu crescimento no Brasil, além de riscos estratégicos envolvendo investimentos e longevidade; em seguida, abordamos os perfis de investimento, as modalidades estilo de vida e ciclo de vida, duas pesquisas feitas pelo autor nos maiores planos CD do país e em EFPC que possuem o produto; a terceira parte diz respeito à política de investimento, diretrizes e fatores de sucesso em planos sem e com perfis; a quarta apresenta nove sugestões de melhoria do autor e a quinta parte, as considerações finais.

2. SOBRE OS PLANOS CD

Os planos CD são os que mais crescem no cenário internacional de programas de aposentadoria complementar. De acordo com relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2023), os CD continuam ganhando destaque em detrimento dos planos de benefício definido (BD), mesmo em países como Estados Unidos e Holanda, historicamente dominados pelos BD.

Os planos CD têm como característica a assunção de risco exclusivamente pelo participante¹, não há passivo formal ou hipótese atuarial no cálculo do valor da aposentadoria, trata-se de uma concepção individualista que motivou o surgimento dos perfis de investimento.

2.1 DEFININDO OS PLANOS CD

A Lei Complementar nº 109 / 2001 estabelece que serão normatizados os planos BD, CD e contribuição variável (CV), bem como outras formas.

De acordo com o MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL (2020), o plano CD é uma modalidade “cujos valores dos benefícios programados será com base no saldo de conta acumulado do participante, sendo as contribuições definidas pelo participante e pelo patrocinador de acordo com o regulamento”.

Nessa modalidade, o risco de extinção da renda do indivíduo não é desprezível porque “o aumento na sobrevivência dos participantes ou assistidos pode resultar em esgotamento prematuro de suas reservas individuais ou redução significativa do valor de seus benefícios” (GUIA PREVIC DE MELHORES PRÁTICAS ATUARIAIS PARA ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR, 2022, p. 8).

Destacam-se duas formas: (i) os CD patrocinados, no quais há contribuição do empregador e, na maioria das vezes, do participante também²; e (ii) os CD instituídos, nos quais há contribuição do participante, mas raramente do instituidor.

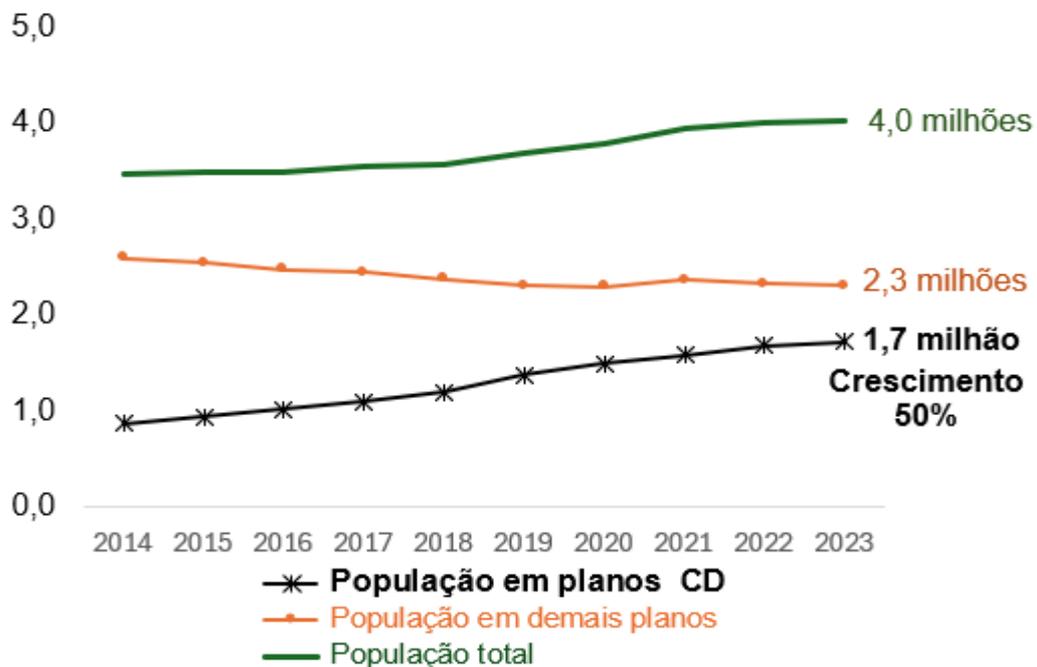
¹ Doravante participante também abrangerá assistido.

² As duas partes contribuindo paritariamente equivalem a dobrar o valor aportado pelo participante. Ótimo negócio! Não se pode deixar passar.

2.2 CRESCIMENTO DOS PLANOS CD NO BRASIL

Segundo dados do Relatório Gerencial de Previdência Complementar (2024), a população com planos de previdência complementar fechados era, em 2023, de 4,0 milhões, dos quais 1,7 milhão (43%) em planos CD; o Gráfico 1 a seguir mostra a evolução de 2014 e 2023, com destaque para o seu crescimento de 50%.

Gráfico 1 – Evolução da população em EFPC (2014 a 2023)



Fonte – Relatório Gerencial de Previdência Complementar (2024)
 Elaboração do autor

Ainda com base no referido relatório, a população em planos instituídos subiu 215% no período, alcançando 46% da população dos CD do país, mostrando a sua importância na previdência complementar atual.

Não obstante esse avanço, os participantes ativos representavam 95% da população em 2023, ou seja, apenas 5% são aposentados e pensionistas, o que mostra que ainda não se tem uma experiência com esse grupo e nem um diagnóstico da qualidade de vida na fase principal da relação previdenciária.

Além de ser a única modalidade com crescimento populacional no país, os CD também foram os únicos a apresentar evolução na quantidade de planos em EFPC: em 2023, eram 509 de um total de 1.135 (45%), contra 421 de 1.108 (38%), em 2014.

2.3 RAZÕES DO CRESCIMENTO DOS PLANOS CD

O avanço da população em planos CD ainda não significa que o patrimônio monetário também tenha a liderança: embora em plena fase de acumulação de reservas, dados do Relatório 2023 da Previdência Complementar Fechada (2024) mostram que 58% dos ativos totais pertenciam aos planos BD, 28% aos CV e 14% aos CD, contrariamente ao verificado no exterior, onde estes já lideram desde 2019 (THINKING AHEAD INSTITUTE, 2024).

Apontamos três razões principais para o crescimento: transição de planos BD, participação de entes federativos e instituidores, e novo perfil do mercado de trabalho.

2.3.1 Transição de planos BD para CD

Reis (2024) afirma que a transição se iniciou nos anos 1990, na maioria das vezes “ocorriam num contexto de preparação dos patrocinadores estatais para a privatização ou mesmo entre patrocinadores privados que pretendiam reduzir o risco atuarial de suas obrigações” (p. 2).

A transição foi de tal forma intensa que houve fechamento generalizado dos BD, seja de patrocinador público, seja de privado, possivelmente os 303 existentes no país estejam fechados para adesões.

A justificativa para esse movimento para ser consenso: redução de custos para as empresas, especialmente as de capital aberto que não quiserem mais ver esse tipo de obrigação registrada em seus balanços; as oscilações atuariais e o surgimento frequente de déficits tornaram a administração dos planos BD mais complicadas, abrindo espaços para os CD – e assim tem sido.

2.3.2 Participação de entes federativos e planos instituídos

Mostramos no Gráfico 1 que a população em planos CD é a única que vem crescendo e as razões devem ser associadas: (i) à criação de planos para implementação do Regime de Previdência Complementar (RPC) pelos entes federativos (Estados, Municípios e Distrito Federal) e atender à Emenda Constitucional nº 103 / 2019; e (ii) à criação dos planos setoriais e família, que são aqueles estendidos “aos membros familiares dos participantes dos planos de

benefícios. Houve aumento de 23 instituidores no período relacionado [2014 a 2023], concentrados em planos setoriais” (RELATÓRIO GERENCIAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR, 2024, p. 4).

2.3.3 Novo perfil do mercado de trabalho

Há 50 anos, poderíamos dizer que o perfil predominante no mercado de trabalho era o trabalhador que ingressava e seguia carreira na mesma empresa até se aposentar. Isso deixou de acontecer.

A transformação do modelo tradicional tomou o rumo da terceirização de serviços, dos prestadores autônomos, do trabalho temporário, das plataformas digitais. “Entre os efeitos da tecnologia já visíveis na natureza das relações de trabalho está a chamada *gig economy*, que se caracteriza pela relação autônoma de trabalho, sem vínculo único com o empregador” (GUERRA, 2023).

Estariam as EFPC e os planos CD atraindo esse contingente de motoristas de aplicativos, prestadores de serviço temporário e profissionais de aplicativos?

2.4 RELAÇÃO PREVIDENCIÁRIA

A adesão a um plano de previdência é facultativa, mesmo que o dispositivo legal recente (RESOLUÇÃO CNPC/MPS nº 60 / 2024) possibilite a inscrição automática, a qual pode ser desfeita, conforme ali disposto.

Sob o ponto de vista jurídico, a relação previdenciária é um contrato privado (BALERA; RAEFFRAY, 2020), formado a partir da adesão do participante ao regulamento, o qual é aprovado pelo conselho deliberativo e pelo órgão fiscalizador.

No regulamento estão previstos os direitos, obrigações, e critérios da relação previdenciária, a inexistência de questão atuarial e do mutualismo, e outros pontos, conforme referências públicas Modelo de Regulamento - CD - Plano Patrocinado e Modelo de Regulamento - CD - Plano Instituído (PREVIC, 2024).

O que o segmento deseja é uma relação previdenciária duradora em que o participante permaneça no plano até a aposentadoria e a EFPC seja parceira em todo o tempo. Contudo, caso se desligue da empresa, a portabilidade, embora ainda pouco utilizada no país, permite mobilidade dos recursos e a transferência do saldo total da conta para outra entidade de previdência.

2.5 RISCOS ESTRATÉGICOS EM PLANOS CD

A gestão de EFPC envolve riscos operacionais, tecnológicos, de cadastro, legal e outros que não serão abordados aqui; o nosso foco são os riscos estratégicos que podem ameaçar o sucesso da relação previdenciária de longo prazo e frustrar o objetivo do participante de obter uma renda de aposentadoria satisfatória.

O risco de frustração se configura com o término da reserva antes do prazo, “seja pelo esgotamento prematuro – quando se têm perdas inesperadas que impactam diretamente no saldo de conta, por exemplo –, seja pelo aumento da longevidade do assistido” (QUINTAL JÚNIOR, p. 91).

Nessa linha, Ribeiro (2017) afirma que ao se confrontar o risco entre as variáveis-chave, “analisando o comportamento do ativo, de um lado, e o do passivo, do outro, compreenderemos o quanto a gestão estratégica é complexa”. De um lado, o nível de contribuição e a retorno dos investimentos; de outro, os compromissos correntes da vida pós-laboral e o risco financeiro da longevidade (celebrems sempre: como é bom viver mais!).

As anuidades contratadas com seguradoras seriam uma prevenção para esse desequilíbrio, mas o mercado brasileiro é incipiente, “sequer temos no País um mercado das chamadas anuidades, que em muitas partes do mundo tentam ser uma solução para essa questão, mas que sofrem pesadas críticas por seu alto custo” (PENA NETO, 2022).

Ainda que mantenha contribuição em nível máximo e orçamento equilibrado, o retorno dos investimentos e o custo financeiro da longevidade estão fora do controle do participante. O que se espera é que o primeiro supere o segundo, mas um fato parece inquestionável: não há relação econômica entre as duas variáveis. O retorno dos investimentos segue a tendência determinada pelo mercado de capitais, a longevidade, por sua vez, segue outra tendência determinada pela avanços sociais; portanto, são variáveis distintas, seguindo trajetórias pouca correlacionadas entre si.

Será o retorno dos investimentos suficiente para superar o aumento do fluxo de caixa decorrente da longevidade? O surgimento dos perfis é uma tentativa de permitir que o próprio participante decida qual o caminho a ser adotado.

3. SOBRE OS PERFIS DE INVESTIMENTO

Formalmente introduzidos pela Resolução CMN n° 4661 / 2018 (substituída), os perfis de investimento podem ser considerados recentes e a sua expansão chamamos de 2ª onda de inovação dos planos CD no país. Os principais normativos em vigor são:

- Resolução CMN n° 4994 / 2022: no qual menciona que a EFPC deve, preferencialmente, adotar política para cada perfil de investimento.
- Resolução Previc n° 23 / 2023: que dedica a Seção II exclusivamente para o assunto, incluindo a adequação do perfil do participante ou assistido.

Na ausência de uma definição do tema na nossa legislação (sugestão de melhoria n° 1), optamos por conceituar perfis de investimento como opções de alocação de carteiras disponibilizadas ao participante³, de modo a refletir, tanto quanto possível, o seu perfil de risco. Façamos de alocação de carteiras e de perfil de risco.

- O que é alocação de carteiras?

A alocação de carteira pode ser resumida como a decisão de investir entre os seis segmentos de aplicações permitidos pela Resolução CMN n° 4994 / 2022, obedecendo os limites ali estabelecidos, conforme Quadro 1:

Quadro 1 – Segmentos para alocação e limites legais para EFPC

Segmento	Limite máximo legal* (Resolução CMN n° 4994 /2022)
1. Renda fixa	100%
2. Renda variável	70%
3. Estruturado	20%
4. Imobiliário	20%
5. Operações com participantes	15%
6. Exterior	10%

Fonte – O Autor (2024)

* Limite em relação ao total dos recursos do plano.

³ Não é demais lembrar que, conforme mencionado na seção anterior, estamos considerando que participante, nesta monografia, também abranja assistido.

Como se observa no Quadro 1, os dois principais segmentos para alocação de carteira, considerando os limites máximos permitidos, são a renda fixa e a renda variável; os demais possuem espaço secundário para alocações. Desataca-se que a diversificação internacional – um dos princípios mais aceitos em alocação de carteiras⁴ – e que pode ser implementada via segmento exterior possui limite máximo de 10%⁵.

- O que é perfil de risco?

Quando falamos de perfil de risco, ou de tolerância ao risco, estamos nos referindo ao risco de mercado, o qual reflete às oscilações de preços, o sobe-e-desce que altera o valor das carteiras e do patrimônio.

A medida mais utilizada para o risco de mercado é a volatilidade que, intuitivamente, sabemos é maior na renda variável do que a na renda fixa: o participante avesso a risco, vai dar preferência a última; já o participante com pouca aversão ao risco vai dar preferência à renda variável porque as oscilações não o incomodam, pelo contrário, em muitos casos.

A alocação de carteira pode, então, ser associada e refletir o perfil de risco, essa é a lógica dos perfis ao sintonizar investimento e preferência do indivíduo.

3.1 POR QUE PERFIS DE INVESTIMENTO EM PLANOS CD?

A individualidade é uma das principais características dos CD. A massa diferenciada tem percepções, objetivos e gostos heterogêneos, o conjunto não representará o indivíduo; pessoa mais jovem não terá as mesmas perspectivas de pessoa mais madura, é provável que nem mesmo um jovem se iguale a outro.

Ao final das contas, quando passa a receber a sua renda, o participante assume todos os riscos, ele não tem a quem recorrer, não tem a parceria do patrocinador ou

⁴ Segundo Guedhami et al., “A diversificação internacional de portfólios é aceita como uma ferramenta essencial de redução de risco desde o trabalho inicial de Markowitz (1952) e continua a receber apoio crescente de acadêmicos e profissionais” (2023, p. 1, tradução nossa).

⁵ Embora o limite máximo legal seja de 10%, estudo da Aditus (2024) reporta, em amostra com 138 EFPC, que a alocação em exterior era de apenas 2,03% nos planos CD em setembro 2024.

do instituidor, ausência de contratos de anuidade; se algo der errado ou muito certo, toda responsabilidade será sua.

Se é assim que funciona, nada mais justo do que decidir sobre o seu futuro desde a fase de acumulação de reserva, se o dinheiro é todo seu, então tome conta dele da melhor maneira possível, veja o que a EFPC pode (e deve) ser parceira nessa fase também. Essa é a lógica dos perfis de investimento. Simples assim.

3.2 MODALIDADES DE PERFIL DE INVESTIMENTO

Baseando-nos na experiência internacional, os perfis podem ser classificados em dois modelos:

- (i) o modelo em que o participante assume integralmente as escolhas (*Let Me Do It*) e que ainda não é adotado no Brasil; e
- (ii) o modelo em que há menu previamente especificado e o participante faz a sua escolha (*Do It For Me*) e que é adotado no Brasil.

O modelo adotado no Brasil, por sua vez, se divide em duas modalidades: estilo de vida e ciclo de vida, os quais analisaremos em seguida.

3.2.1 Modalidade de perfil estilo de vida

Esta é a modalidade mais conhecida no mercado, também pode ser vista nas aplicações em fundos de investimento, dividindo-se, mas não se limitando, em três linhas principais, conservador, moderado e arrojado, cada qual com uma tolerância ao risco diferente e, portanto, com uma alocação de carteira diferenciada.

3.2.1.1 Exemplo de estilo de vida – perfil conservador

O participante de perfil conservador prefere a segurança, mesmo que obtenha uma rentabilidade menor, optando pelas aplicações em renda fixa e fugindo das oscilações de mercado. Sua baixa tolerância ao risco pode ser porque esteja próximo à aposentadoria, porque já se encontre na condição de assistido ou por outro motivo.

O Quadro 2 a seguir apresenta um exemplo de alocação de carteira que geralmente é oferecido a esse perfil.

Quadro 2 – Exemplo de alocação de carteira de um perfil conservador

Alocação em renda fixa	95%
Alocação nos demais segmentos	5%
Total	100%

Fonte – O Autor (2024)

3.2.1.2 Exemplo de estilo de vida – perfil moderado

O participante de perfil moderado aceita um pouco mais risco do que o conservador, admitindo ativos que oscilem desde que oferecem ganhos maiores, mas a renda fixa ainda é a sua preferência. Sua média tolerância ao risco pode ser porque ainda esteja razoavelmente distante da aposentadoria, porque já se encontre ou entrando na fase madura de vida, ou por outro motivo.

A renda variável é o principal segmento que as EFPC elegem como ativo de risco e diferenciador das opções⁶. No exemplo do Quadro 3 a seguir, a renda variável teria uma alocação de 20%, mas a renda fixa seguiria com a liderança das aplicações.

Quadro 3 – Exemplo de alocação de um perfil moderado

Alocação em renda fixa	70%
Alocação em renda variável	20%
Alocação estruturado	5%
Alocação demais segmentos	5%
Total	100%

Fonte – O Autor (2024)

⁶ Segundo a CVM (2016), os “fundos de ações são mais indicados para objetivos de investimento de longo prazo e para investidores que suportam uma maior exposição a riscos, em troca de uma expectativa de rentabilidade mais elevada”.

3.2.1.3 Exemplo de estilo de vida – perfil arrojado

O participante de perfil arrojado é quase o inverso do conservador, não se incomoda com as oscilações, geralmente tem alguma experiência no mercado e acompanha a bolsa de valores, por exemplo. Sua tolerância ao risco pode ser porque ainda esteja muito distante da aposentadoria e possua preocupação mínima com isso, pode ser porque seja jovem ou por outro motivo.

Conforme mencionado, a renda variável é o principal segmento que as EFPC elegem como ativo de risco e diferenciador das opções. No exemplo do Quadro 4 a seguir, a renda variável teria uma alocação de 50% e assumiria a liderança das aplicações, deixando a renda fixa na 2ª posição.

Quadro 4 – Exemplo de alocação de um perfil arrojado

Alocação em renda fixa	50%
Alocação em renda variável	35%
Alocação estruturado	10%
Alocação demais segmentos	5%
Total	100%

Fonte – O Autor (2024)

As EFPC têm que investir conforme diretrizes legais específicas, não há dúvida quanto a isso, mas ao olharmos os fundos de investimento financeiro (FIF) disponíveis no mercado, quase não os distinguimos dos estilos de vida. Para se diferenciar dos produtos de mercado, as aplicações em perfis deveriam privilegiar as estratégias genuínas de longo prazo e os temas ASG (Ambiental, Social e Governança) não podem ficar de fora (sugestão de melhoria n° 2). Santoro (2024) diz que quando “a gente fala de *suitability* [adequação], a gente tem que falar de ESG, será que estamos oferecendo uma melhor opção para o futuro mesmo?”.

3.3.2 Modalidade de perfil ciclo de vida

Segundo Nolte (2019), no ciclo de vida, “os valores investidos em diferentes classes de ativos observarão, ao longo do tempo, uma alocação que iniciará com

maior peso em ativos de maior volatilidade e realizará o decaimento do risco à medida que se aproxima da aposentadoria” (p. 10).

Em outras palavras, são estabelecidos anos futuros pela EFPC, geralmente em intervalos de 10 anos, quase sempre representando a idade futura do participante, de modo que ao passar do tempo, ao ultrapassar os intervalos preestabelecidos, a alocação das carteiras vai se tornando menos arriscada e mais compatível com o perfil mais maduro do participante (*glide path*)⁷. O Quadro 5 apresenta um exemplo.

Quadro 5 – Exemplo de perfil ciclo de vida

Faixa de idade do participante	Perfil equivalente
Até 30 anos	Alocação perfil P1: - 35% renda fixa - 50% renda variável 15% outros
Entre 31 e 40 anos	Alocação perfil P2: - 50% renda fixa - 40% renda variável - 10% outros
Entre 41 e 50 anos	Alocação perfil P3: - 60% renda fixa - 35% renda variável - 5% outros
Entre 51 e 60 anos	Alocação perfil P4: - 80% renda fixa - 20% outros
Mais de 61 anos	Alocação perfil P5: 100% CDI ⁸

Fonte – O Autor (2024)

No exemplo do Quadro 5, o chamado *glide path* é interpretado com o decaimento da alocação em renda variável à medida que a idade avança: no perfil P1 (até 30 anos), a alocação é de 50% e vem deslizando até atingir zero no perfil P5 (mais de 61 anos).

⁷ De forma simplificada, seria como se estivesse saindo do perfil arrojado em direção ao perfil conservador da modalidade estilo de vida, descendo degraus ao longo do tempo de forma predefinida.

⁸ CDI é o certificado de depósito interbancário (renda fixa) com variação diária.

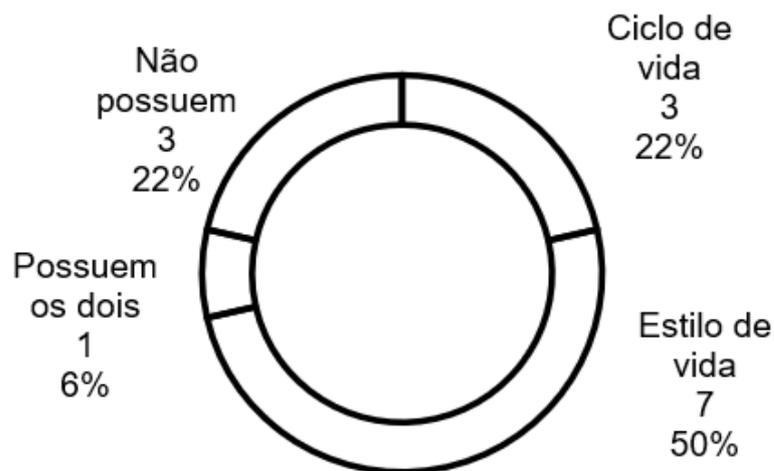
O participante pode mudar de perfil em livre escolha porque a legislação permite, mas caso não o faça, seu perfil de risco vai se alterando automaticamente à medida que as faixas de idade sejam ultrapassadas. Portanto, o participante não precisaria fazer mais nada, caso assim deseje, somente a primeira escolha.

Nos Estados Unidos, essa modalidade ganhou impulso⁹ com a mudança na legislação, ainda em 2006, que permitiu que o ciclo de vida fosse o perfil padrão (*default*), caso não houvesse escolha pelo participante. Nolte (2019) escreveu: o “viés comportamental da inércia atua a favor dos *defaults*, aliado à baixa capacitação dos indivíduos em temas ligados a finanças” (p. 10).

3.3.3 Pesquisa nos maiores planos CD do país

Com base na lista do Consolidado Estatístico Abrapp/Sindapp de abril/2024 (2024), este autor pesquisou 14 dos maiores planos CD do país, utilizando-se das informações disponíveis nos respectivos sítios eletrônicos, compreendendo um patrimônio de R\$ 72 bilhões, cujos resultados estão apresentados na Figura 1:

Figura 1 – Pesquisa de perfis de investimento
(14 maiores planos CD do país)



Fonte – Consolidado Estatístico Abrapp/Sindapp (2024)
Elaboração do autor

⁹ Segundo a Morningstar (2024), as aplicações em TDF (*target-date fund*) atingiram, em 2023, o recorde histórico de US\$ 3,5 trilhões (equivalentes a R\$ 20 trilhões nesta data).

Da Figura 1 conclui-se que 11 dos 14 planos CD pesquisados (79%)¹⁰ apresentam perfis de investimento, sendo que a modalidade estilo de vida continua com a preferência das EFPC, oferecendo, em média, cinco perfis (máximo de 11, mínimo de três).

3.3.4 Pesquisa em EFPC que oferecem perfis

Outra pesquisa deste autor em amostra de 17 EFPC que oferecem perfis (lista no APÊNDICE A), considerando somente as informações disponíveis nos respectivos sítios eletrônicos, confirmou o predomínio da modalidade estilo de vida, conforme Quadro 6 a seguir:

Quadro 6 – Pesquisa em 17 EFPC que oferecem perfis

	Quantidade	% do total
Oferecem somente estilo de vida	12	70
Oferecem somente ciclo de vida	3	18
Oferecem as duas modalidades	2	12
Total	17	100

Fonte – O Autor (2024)

Outras informações da pesquisa:

- Média de perfis oferecidos na modalidade estilo de vida: 4,5.
- Principais segmentos associados ao risco: 100% das EFPC utilizam a renda variável para perfis mais arrojados ou mais jovens, acompanhada por estruturado e exterior em 30% das EFPC pesquisadas.

3.4 TESTE DE ADEQUAÇÃO

O teste de adequação significa verificar se a opção escolhida é adequada ao participante¹¹, é uma obrigação legal e altamente recomendada, preservando-se a

¹⁰ Percentual em linha com estudo da Mercer (2023) que reporta um patamar de 70% das EFPC já oferecendo opções de perfis de investimento.

¹¹ O teste de adequação também é obrigatório nas aplicações do mercado financeiro, onde é chamado de *suitability*, porque a “diversidade de objetivos e perfis é relevante e precisa ser considerada no processo de tomada de decisão de investimentos” (GUIA CVM SUITABILITY, 2022, p. 6).

liberdade de escolha, devendo ser realizado periodicamente. A escolha do participante deve ser formalizada em termo específico (Art. 214 da Resolução Previc nº 23 / 2023).

A EFPC deve ter um critério para enquadrar o participante em um perfil padrão, caso se recuse a fazer o teste ou para a adesão automática, o ideal é que seja associado à idade (sugestão de melhoria nº 3).

3.5 EDUCAÇÃO FINANCEIRA E PREVIDENCIÁRIA

Educação financeira e previdenciária são dois campos importantes em qualquer situação, com ou sem previdência privada; nos CD, contudo, ganham conotação especial, devendo ser mandatória (sugestão de melhoria nº 4).

O relatório SURPC/SPREV e PREVIC Educação Previdenciária Diagnóstico e Boas Práticas (2021) registra que a transição para os planos CD exige maior envolvimento dos participantes, uma vez que passaram a decidir “sobre o nível de contribuição ao plano, sobre a escolha da alocação dos seus recursos por meio de perfis de investimento, bem como sobre a opção de como receber esses recursos na fase de aposentadoria” (p. 12).

Iniciativas e empenho das entidades existem: 92% das EFPC oferecem ações de educação financeira, segundo o referido relatório, mas há de se reconhecer que, o desafio é grande à medida que envolve questões comportamentais complexas. O participante, na maioria das situações, não possui formação em finanças, vive em ambiente de trabalho que tem pouco, ou nenhuma, relação com investimentos.

Especialistas ressaltam a dificuldade de, nesses casos, tomar uma decisão racional e de analisar as opções, tanto maior quanto forem o tempo e a energia demandados. É natural que quando se depara com escolhas que não tem conhecimento ou opinião, principalmente se o menu for maior do que três, a inércia tenda a empurrá-lo para um perfil padrão, o qual a modalidade ciclo de vida parece oferecer mais lógica por estar associado à idade.

Indispensáveis são as campanhas publicitárias e de esclarecimento nas mídias exploradas pela EFPC, inclusive reservando espaço no sítio eletrônico para acesso direto, contendo, mas não se limitando à, cartilha e guia de perfis de investimento.

4. SOBRE A POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Se o regulamento representa o contrato jurídico entre EFPC e participante, a política de investimento é a referência legal para a gestão de recursos, merecendo destaque da regulamentação e da fiscalização de setor.

O padrão de conduta dos gestores e administradores requer a “boa fé, lealdade, diligência e prudência, conforme o estrito interesse de seus beneficiários” (NOVO CÓDIGO DE AUTORREGULAÇÃO EM GOVERNANÇA DE INVESTIMENTOS, 2020, p. 11). Ao observarmos a alocação de recursos dos planos no país, com participação de mais de 85% na renda fixa, prudência e conservadorismo têm o mesmo significado¹².

Para o propósito desta monografia, optamos por dividir a política de investimento em duas partes: a primeira resumindo as diretrizes de aplicação de recursos aplicadas aos planos em geral, e a segunda parte, abordando a estratégia específicas dos planos CD, cujo sucesso influenciará a renda e a satisfação do participante.

4.1 DIRETRIZES DE APLICAÇÃO DE RECURSOS

A Resolução CMN nº 4994 / 2022 dispõe sobre as diretrizes de aplicação de recursos das EFPC, é composta por 12 capítulos.

O capítulo II trata dos controles internos, da avaliação e monitoramento de risco, do conflito de interesse, da designação do AETQ (Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado), principal responsável pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos, e pela prestação de informações das aplicações.

O capítulo IV trata da política de investimento, que deve ser elaborada pela diretoria executiva e aprovada pelo conselho deliberativo, com horizonte mínimo de 60 meses; preferencialmente, deve ser específica por perfil de investimento.

Os capítulos V e VI estabelecem os limites de alocação¹³ e concentração por emissor, estabelecendo percentuais em relação a cada segmento, ao patrimônio de cada plano e à totalidade dos recursos administrados.

¹² A concentração em renda fixa está em linha com a regra universal fiduciária do investidor prudente, a qual diz que “tem o dever geral de diversificar os investimentos, a menos que se acredite razoavelmente que isso não seja do melhor interesse dos beneficiários” (PEARCE, 2024).

¹³ No Quadro 1, já apresentamos os seis segmentos e respectivos limites máximos legais.

Embora não seja uma obrigação legal, as EFPC tendem a instituir comitês de investimento, na maioria das vezes de assessoramento à diretoria executiva, cujas decisões ou pareceres “devem resultar de discussões em que os assuntos sejam amplamente debatidos, sendo devidamente formalizadas, de modo a que se possa verificá-las a qualquer tempo” (NOVO CÓDIGO DE AUTORREGULAÇÃO EM GOVERNANÇA DE INVESTIMENTOS, 2020, p. 21).

Já a Resolução Previc nº 23 / 2023 estabelece procedimentos para aplicação das normas da Previc, dedica o capítulo VII às regras de investimentos, sendo que a seção I define as informações necessárias da política de investimento e a seção II estabelece mecanismos relativos aos perfis.

As EFPC podem adotar diretrizes restritivas adicionais em sua gestão, tais como limites de alocação mais conservadores e vedação à aplicação em modalidades de investimento alternativo.

4.2 POLÍTICA DE INVESTIMENTO EM PLANOS CD

Resumidas as diretrizes legais aplicadas a todos os tipos, passaremos a abordar aspectos específicos da política de investimento de um plano CD, propondo, inicialmente, três fatores de sucesso das estratégias.

4.2.1 Fator de sucesso 1: alocação de recursos

É reconhecido na literatura de finanças que as decisões de alocação de recursos são o principal fator de sucesso dos resultados de longo prazo e estudos mostram que são as responsáveis por cerca de 90% do retorno superior de uma carteira diversificada (IBBOTSON; KAPLAN, 2000).

Os métodos empregados na alocação de recursos se baseiam em otimizar uma função objetivo com restrições¹⁴ construída a partir de um cenário econômico de longo prazo. Nos planos BD, o ALM (*Asset-Liability Management*) é o mais utilizado porque vincula o fluxo líquido de pagamentos de benefícios ao recebimento dos investimentos ao longo dos anos; como se baseia no fluxo do passivo, não é indicado para os CD.

¹⁴ Restrições legais e específicas, tais como limites de alocação e liquidez mínima.

A alocação de recursos em planos CD e nos perfis emprega, na maioria das EFPC pesquisada pelo autor, a otimização matemática preconizada na Teoria Moderna de Portfólio através da fronteira eficiente, um dos instrumentos mais antigos e reconhecidos em finanças (ELTON et al., 2012).

4.2.2 Fator de sucesso 2: prêmio de risco da renda variável

Um dos fundamentos de finanças mais importantes para os métodos de alocação de recursos é o prêmio de risco sobre a renda fixa¹⁵ e ¹⁶ para que o investidor seja atraído e possa se decidir por ativos mais arriscados. Quando aplicado em relação à renda variável, estamos chamando de fator de sucesso 2 .

Todas as EFPC da nossa pesquisa apresentada no item 3.3.4 pressupõem que a alocação em renda variável seja um fator diferenciador de escolha. Este parece um pressuposto aceito e, por isso, adotado com fundamentação teórica plenamente justificada: a renda variável tem mais risco, deve compensá-lo com um retorno maior.

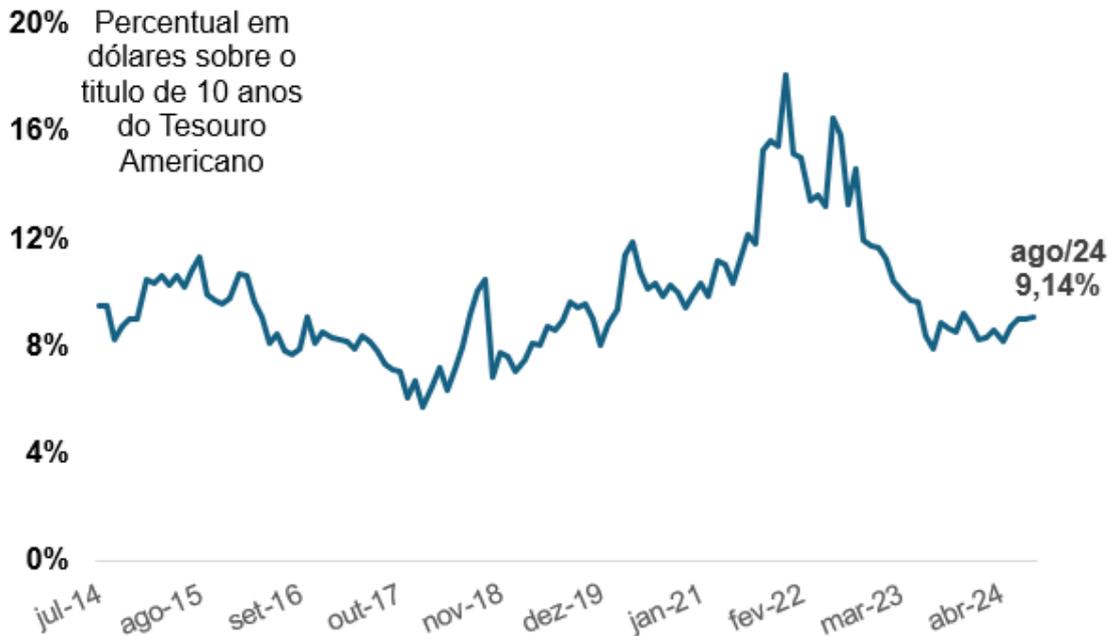
A Fundação Getúlio Vargas, através do CEQEF – Centro de Estudos Quantitativos em Economia e Finanças, disponibiliza a estimativa do Prêmio de Risco das Ações (ERP) brasileiras, um trabalho notável, ressalte-se, no qual define que o ERP representa o retorno adicional que os investidores esperam ganhar ao aplicar em ações. “Esse prêmio compensa os investidores pelo maior risco associado às ações em comparação com ativos livres de risco, como títulos governamentais” (CEQEF, 2024).

O ERP da CEQEF trata, portanto, de uma estimativa, um número *ex ante*, sem sabermos se efetivamente aconteceu; se refere a preços em dólares, de modo que o prêmio é sobre os títulos do Tesouro Americano de 10 anos (Tbond 10).

O Gráfico 2 a seguir apresenta a evolução da estimativa de ERP em 10 anos, com o último dado de agosto/2024, em que alcançou 9,14% ao ano, tudo expresso em dólares.

¹⁵ Em realidade, a literatura utiliza o conceito de ativo livre de risco, ao qual estamos substituindo por renda fixa, sem perda de substância porque guardam estreita identidade, na prática.

¹⁶ O prêmio de risco das ações também é muito importante para o cálculo do custo de capital próprio das empresas.

Gráfico 2 – Brasil: estimativa do prêmio de risco das ações (ERP)

Fonte – FGV/CEQEF (2024)
Elaboração do autor

Não é objetivo deste trabalho analisar o modelo da FGV/CEQEF, mas é relevante conhecer o que aconteceu, de fato, em relação ao prêmio de risco esperado para a renda variável brasileira (média das estimativas do gráfico: 9,8% ao ano), que, se materializado, poderia ter trazido grande satisfação às escolhas mais arrojadas.

Por nossa exclusiva responsabilidade, e reconhecendo que o assunto requer mais precisão técnica, calculamos que o Ibovespa em dólares rendeu, na janela fechada de 2014 a 2023, uma média aritmética de 2,6% ao ano, a qual é muito próxima do rendimento médio do Tbond 10 no período, ou seja, o Ibovespa não teria apresentado um prêmio de risco efetivo em dólares.

Ainda com limitada precisão técnica, calculamos o retorno do Ibovespa e do IMA-B 5¹⁷ no mesmo período 2014 a 2023 e verificamos que o índice da bolsa ficou, em média, abaixo desse índice dos títulos públicos brasileiros em 1% ao ano, novamente sem uma indicação de prêmio de risco.

Publicada pelo Banco Central do Brasil, a Série Trabalhos para Discussão apresentou o artigo *Is the Equity Risk Premium Compressed in Brazil?* (2020) em que calcula o prêmio de risco histórico (*ex post*) das ações brasileiras no período de 22

¹⁷ Índice calculado pela Anbima referente ao rendimento dos títulos públicos NTN-B do Tesouro Nacional com prazo de até cinco anos negociadas no mercado secundário.

anos, de 1996 a 2017, e conclui que : "Usando o índice Ibovespa, a média geométrica anual é -1,75%. Taxas de longo prazo como *proxy* para a taxa de juros livre de risco rendem prêmios de risco ainda menores" (p. 6, tradução nossa), conclusão em linha com que o apresentamos no parágrafo anterior. O artigo conclui, ainda, que o "baixo excesso de retorno observado é resultado da curta série de tempo disponível de retornos históricos do mercado acionário" (p. 3).

A maioria dos estudos sobre prêmio de risco das ações abrange muitos anos, décadas, até mesmo século, para a correta medida do indicador; esses prazos não temos no nosso país. No mercado acionário americano, o maior do mundo, o prêmio de risco é calculado, por exemplo, para período de até 100 anos (IBBOTSON, 2023); se os gestores de EFPC procuram classe de ativo com prêmio de risco de longo prazo, certamente o mercado americano é forte candidato, mas têm que investir no exterior.

Quer parecer que há oportunidade para um estudo com robustez técnica referente ao prêmio de risco da renda variável sobre a renda fixa do país, fortalecendo, na prática, o pressuposto de finanças empregado nos perfis (sugestão de melhoria nº 5); poderia ser feito pela própria FGV/CEQEF ou por outra instituição reconhecida de alto nível.

4.2.3 Fator de sucesso 3: gestão do prazo médio na renda fixa (*duration*)

Planos de previdência são de longo prazo; horizonte da política de investimentos deve ser, no mínimo, de cinco anos. Fatos.

Contudo, essa visão de longo prazo pode estar sendo relativizada nos planos CD. *Duration* é o prazo médio de recebimento de um título¹⁸ ou de uma carteira de renda fixa – ótima medida para um fundo pensão. A *duration* tem a sua aplicação primária quando está direcionada para o fluxo futuro de obrigações, vinculando recebimentos e pagamentos, muito útil para os planos com passivo atuarial de longo prazo; pode ser entendida como um indicador de longevidade da renda fixa.

A aplicação secundária do conceito de *duration* está associada à curva de juros de mercado e isso interessa mais de perto aos planos CD. Os gestores aqui compram títulos de longo prazo – NTN-B, por exemplo –, não para vinculá-los ao passivo

¹⁸ Uma NTN-B do Tesouro Nacional, por exemplo, que paga juros semestrais, tem prazo médio de recebimento (*duration*) menor do que o seu prazo de vencimento. Uma NTN-B que não paga juros semestrais tem *duration* igual ao seu prazo de vencimento.

atuarial, simplesmente porque não possuem essa figura, mas porque os títulos de longo prazo tendem a oferecer um prêmio de retorno sobre os mais curtos, de modo que pode ser vantajoso adquiri-los para aumentar os ganhos da carteira (geração de alfa).

As NTN-B mais longas possuem maior *duration*, mas também maior sensibilidade às oscilações de juros: quanto maior a *duration*, maior será a oscilação do preço unitário: a NTN-B com vencimento em 2040, por exemplo, possui *duration* maior do que a NTN-B com vencimento em 2030, oscila mais do que esta, tem um risco de mercado mais elevado. É bom lembrar que a contabilização obrigatória dos títulos em planos CD é pelo critério para negociação, o qual reflete integralmente os preços de mercado, enquanto a marcação pela curva¹⁹ pode ser adotada em outros tipos de plano, protegendo os títulos da volatilidade das taxas.

Então chegamos ao dilema que pode relativizar a visão de longo prazo em planos CD. O participante não quer ver a sua cota variar para baixo, reclama com razão quando, porventura, a rentabilidade do seu perfil conservador entra no terreno negativo; isso pode ser potencializado e mais preocupante para o assistido; por isso, deve ser enquadrado em perfil específico sem risco (sugestão de melhoria n° 6).

A solução encontrada pelos gestores profissionais, na maioria das vezes, é encurtar a *duration* o máximo possível para que não haja rentabilidade negativa na carteira. Em nossos estudos preliminares, acreditamos que a *duration* da renda fixa dos CD seja próxima à do mencionado IMA-B 5, a qual estava em 2,2 anos em setembro de 2024, muito baixa para um plano de aposentadoria raiz. Além do mais, a baixa *duration* tende a incorporar menor prêmio à rentabilidade das carteiras, podendo acumular menos capital.

4.3 POLÍTICA DE INVESTIMENTO EM PLANOS CD SEM PERFIS

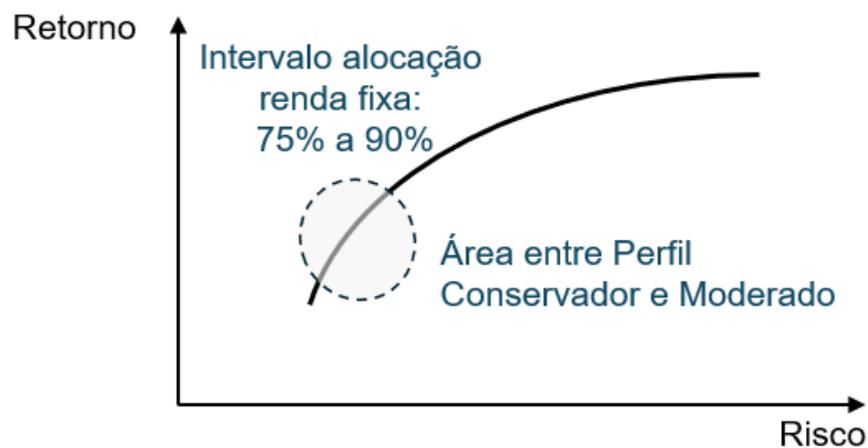
Como mostrado na nossa pesquisa no item 3.3.3, um percentual menor de planos não oferece perfis (22% dos maiores não possuem), alguns não têm ainda previsão de implantação nos regulamentos (sugestão de melhoria n° 7). Nesses casos, a gestão é discricionária da EFPC: tanto a alocação de recursos quanto a

¹⁹ Em artigo para a Revista de Previdência Complementar (2018), Jardim afirma que, nos planos CD, “não faz o menor sentido a adoção de marcação na curva, pois traz distorções e distribuição equivocada de riqueza” (p. 68).

seleção de títulos é de responsabilidade interna, mesmo que haja terceirização de carteiras. A política de investimentos é um documento com uma alocação-alvo de recursos para o conjunto de participantes e assistidos; riscos diferenciados entre a massa não são representados diretamente e, portanto, a rentabilidade bruta é a mesma para todos.

A meta de retorno também é única e a alocação de recursos decorre, então, de uma otimização da relação entre retorno e risco via fronteira eficiente sem, na verdade, refletir um grupo ou um determinado perfil. Com taxas de juros de curto prazo historicamente altas e volatilidade desconfortante para títulos com prazos mais longos, a alocação estratégica tende a ficar na extremidade esquerda da fronteira eficiente, conforme mostrado na Figura 2, situando-se em posição de pouco apetite para o risco (75% a 90% em renda fixa).

Figura 2 – Brasil: fronteira eficiente de planos CD sem perfis



Fonte – O Autor (2024)

Sem o incentivo para diversificar e sem a referência da massa, a alocação da política se aproxima de uma área hipotética entre os perfis conservador e moderado, conforme área realçada na Figura 1, dessa forma, procurando contemplar a todos. A *duration* aqui também é baixa a fim de evitar a rentabilidade negativa.

É plausível imaginar, ainda, que não deva ocorrer grandes alterações nas alocações nos próximos anos, sendo implementada a estratégia do tipo *buy-and-hold* (“compre e mantenha em carteira”), com provável avanço passivo da renda fixa no patrimônio, por oportuno, seguindo a tendência dos últimos 10 anos.

A renda variável tem um imenso espaço para uma exposição estratégica, seu limite máximo legal pode chegar a 70% do patrimônio, mas acreditamos que, em média, não passe de 10% atualmente; temos um mercado secundário de alto nível tecnológico, profissionais sabidamente qualificados, mas a gestão profissional discricionária das EFPC, inibida pelos juros reais altos e olhando o desempenho histórico, não compra a ideia mais arrojada do segmento.

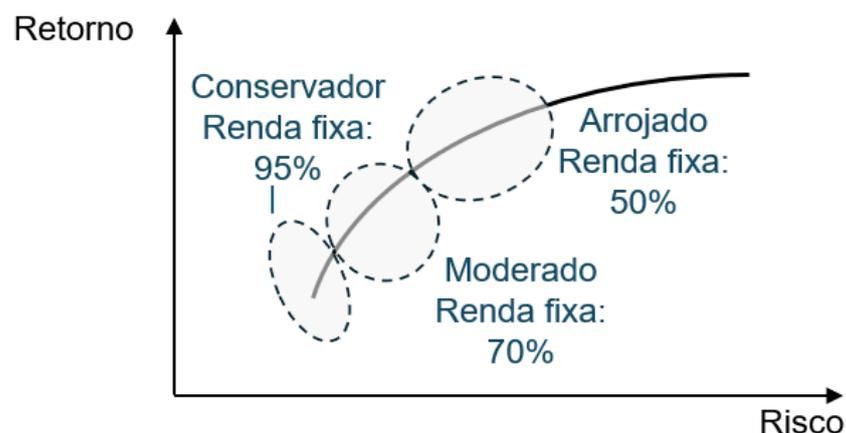
As políticas de investimento dos planos CD sem perfis parecem obter razoável acerto nos três fatores de sucesso aqui propostos, podem ser consideradas exitosas pelos participantes, mas sem se caracterizarem como veículos de longo prazo preconizados para a previdência complementar.

4.4 POLÍTICA DE INVESTIMENTO EM PLANOS CD COM PERFIS

Se a epígrafe desta monografia se confirmar, não há razão para que as políticas não sejam específicas por perfis, por isso, sugerimos um formato para o documento (sugestão de melhoria nº 8).

No caso da modalidade estilo de vida, a alocação de recursos é uma escolha do participante, portanto, esse fator de sucesso deixa de ser discricionário da EFPC²⁰, a fronteira eficiente *ex ante* passa a ter intervalos refletindo os diferentes níveis de risco e retorno esperados, como apresentados na Figura 3 a seguir.

Figura 3 – Brasil: fronteira eficiente de planos CD com perfis Estilo de vida



Fonte – O Autor (2024)

²⁰ A alocação média consolidada de planos CD com perfis vem se assemelhando à dos planos sem perfis, as duas estão carregadas em renda fixa, uma vez que “80% a 85% dos participantes têm preferido os perfis conservadores, para aproveitar as taxas de juros altas, no final dia, esses participantes que estão influenciando a estratégia da fundação” (BENITES, 2024). Este autor acrescenta que o perfil do brasileiro é conservador por tradição.

Na Figura 3, o perfil arrojado estaria mais à direita da curva, hipoteticamente com 50% em renda fixa, contra 70% e 95% do moderado e do conservador, respectivamente, este mais à esquerda da fronteira.

No caso da modalidade ciclo de vida, a alocação de recursos é rebalanceada automaticamente (*glide path*)²¹, conforme critérios previamente aprovados e comunicados pela EFPC. A seleção de títulos é de responsabilidade interna, mesmo que haja terceirização de carteira²².

Por sua participação no patrimônio, é a renda fixa que tem concentrado o foco das atenções dos gestores profissionais, já propusemos aqui que a gestão da *duration* seja um fator de sucesso. É perfeitamente lógico que as opções arrojadas do estilo de vida e as mais longas do ciclo de vida tenham *durations* compatíveis com as expectativas da escolha – com mais volatilidade associada, é certo.

As políticas de investimento dos planos CD com perfis parecem se basear fortemente na viabilidade dos três fatores de sucesso aqui propostos, estruturando o produto a riscos e/ou à idade dos participantes; contudo, os resultados de longo prazo ainda não estão comprovados dado o pouco tempo de implementação do produto.

Questões como (i) se a rentabilidade das opções mais arrojadas do estilo de vida tem cumprido o seu papel e superado a das mais conservadoras ou (ii) se os perfis mais longos do ciclo de vida efetivamente têm contribuído para o acúmulo de reservas e compensar o risco incorrido ainda não têm respostas, no contexto da população como um todo, porque temos poucos assistidos nos CD. Não temos, ainda, estatísticas oficiais sobre o assunto (sugestão de melhoria n° 9); aguardemos, mas que não demorem muito tempo.

5. SUGESTÕES DE MELHORIA

Ao longo do texto, pontuamos nove sugestões de melhoria que, caso tenham substância, precisariam ser aprofundadas para se tornarem propostas formais:

²¹ Sempre observando que, mesmo no ciclo de vida, o participante pode escolher livremente.

²² Ressalva-se que EFPC constituídas por instituidores devem terceirizar 100% dos recursos (LC n° 109 / 2001).

- Sugestão de melhoria n° 1: definição e diretrizes de perfis na legislação

O leigo, ou mesmo o participante, quando busca se informar sobre a definição de perfis de investimento na legislação, acaba por não a encontrar, sua inclusão seria benéfica e educativa.

No tocante à implantação e ao exercício do dever fiduciário, seria conveniente mais do que a definição, adicionando-se diretrizes legais sobre as modalidades permitidas no país.

A atualização do Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na previdência complementar fechada também deveria abordar o assunto, orientando dirigentes, participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores e prestadores de serviço.

- Sugestão de melhoria n° 2: estímulo aos temas ASG

O Brasil está sofrendo com secas e queimadas, o planeta enfrenta a ameaça do aquecimento, esses fatos afetam a qualidade de vida e o futuro. Não estamos sugerindo qualquer generosidade, a renda do assistido e o dever fiduciário não admitem esse tipo de concessão; a sugestão é aplicar em fundos ASG que gerem benefícios para a renda financeira, possivelmente através de uma classe de ativo a ser introduzida na legislação que pudesse ser enquadrada como de longo prazo.

No caso dos perfis, seriam aplicações para a fase de acumulação de reservas, já que na fase de recebimento deveria haver um perfil específico para o assistido, como apresentado adiante.

- Sugestão de melhoria n° 3: perfil padrão de acordo com a idade

Embora a maioria das EFPC no Brasil ofereça perfis e adote o estilo de vida, menor parte oferta o ciclo de vida, poucas possuem as duas modalidades, o que seria ideal porque aumentaria a competitividade do segmento.

Pouca dúvida se tem que o enquadramento ao perfil padrão, para o caso em que o participante não faça a sua escolha formal ou para o caso da adesão automática, devesse ser de acordo com a idade (já há ocorrência aqui no Brasil), razão pela qual o ciclo de vida se apresenta como mais ajustado a esse propósito, a

experiência americana mostra o acerto dessa iniciativa, complementada por planos coletivos que reduziriam os custos operacionais para as EFPC, ideia a ser pensada futuramente.

- Sugestão de melhoria n° 4: educação financeira e previdenciária mandatória

Por tudo que esse trabalho teria a dizer diretamente para o participante ativo de plano CD é que tenha a consciência do futuro, concilie esse fator com a mobilidade que caracteriza a sociedade contemporânea, não se pode pensar em aposentadoria quando está chegando próximo dela.

Nos planos CD, os participantes são os responsáveis por decisões vitais e pelos riscos associados, de modo que a educação financeira e previdenciária deva ser mandatória, preferencialmente por iniciativa das patrocinadoras – vinculando-a a algum requisito formal curricular ou estímulo contributivo – e dos instituidores.

- Sugestão de melhoria n° 5: avaliação do prêmio de risco da renda variável

O conservadorismo tem sido a preferência dos gestores das EFPC e a renda fixa representa mais de 85% do patrimônio consolidado do setor. Alternativamente a esse segmento está a renda variável com possibilidade de alocação de até 70%, razão pela qual tem sido a opção das EFPC para alocações dos perfis mais arrojados.

Contudo, como argumentamos neste trabalho, o fundamento de finanças de que maior risco representa maior retorno ainda gera dúvidas no nosso mercado de capitais, de modo que ainda não se comprovou a existência de prêmio de risco da renda viável sobre a renda fixa: esse debate deveria ser estimulado pelo segmento de previdência complementar fechada.

- Sugestão de melhoria n° 6: perfil de investimento para o assistido

A legislação atualmente permite que o assistido faça a sua escolha nos perfis sem distinção do participante ativo. A liberdade é um atributo democrático e muito bem-vinda, mas em se tratando de investimentos, a lógica de finanças não oferece sustentação para que o assistido opte por um perfil em que não há acumulação de reservas de capital, pelo contrário, já se encontra na fase de desinvestimentos para

recebimento de renda financeira, aplicar para o horizonte de longo prazo não faz mais sentido.

O perfil para o assistido de planos CD deveria ser específico e mais restritivo do que o conservador, deveria ter uma tipificação em linha com um fundo de curto prazo²³, buscando a preservação de capital, baixa volatilidade e previsibilidade financeira.

- Sugestão de melhoria n° 7: formalização de perfis nos regulamentos

Os planos CD terão perfis de investimento, trata-se de uma tendência em andamento no país e que se mostra cada vez mais irreversível. Mesmo que não descrevam as opções em detalhes, uma vez que são processos dinâmicos, os regulamentos devem conter, ao menos, a possibilidade de implantação do produto.

- Sugestão de melhoria n° 8: formato da política de investimento com perfis

Sugerimos um formato em linha com o dos fundos de investimento nos termos da Resolução CVM n° 175 / 2022, sem qualquer perda de caracterização previdenciária. A política de investimento continuaria sendo documento único, o corpo composto pelos itens obrigatórios e diretrizes gerais de aplicação, e os anexos contendo os itens específicos de cada perfil, ou seja, o documento teria tantos anexos quanto forem as opções oferecidas, exceto no caso do ciclo de vida que poderia ser consolidado em um mesmo anexo; concentrariam as questões estratégicas relativas, mas não limitadas, aos intervalos de alocação, composição da carteira e estilo de gestão.

Acreditamos que esse formato possa aumentar a compreensão e a transparência para o participante, bem como para os *stakeholders*.

²³ Um fundo de curto prazo (Art. 52 do Anexo Normativo I, Resolução CVM n° 175 / 2022) define, por exemplo, que os títulos públicos da carteira terão prazo máximo de 375 e prazo médio inferior a 60 dias.

- Sugestão de melhoria n° 9: estatísticas de perfis de investimento

Há reconhecimento de que quanto mais informações disponibilizadas no segmento de previdência complementar fechada, mais transparência, conhecimento e avanços ocorrem, as estatísticas sobre os perfis se enquadram nesse propósito, este trabalho buscou demonstrar como esse instrumento é importante para a crescente população de participantes. Sugerimos os esforços para que componham o Relatório da Previdência Complementar Fechada – RPC publicado pela Previc.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Chama a atenção o ritmo com que os planos CD vêm crescendo no Brasil, já respondendo por 43% da população em 2023. O perfil populacional mostra que apenas 5% estão representados pelos assistidos e pensionistas, indicando que a nossa experiência com a fase de recebimento de renda ainda é pouco conhecida.

Devido à característica individualista do plano, a tomada de decisão pelo participante aumentou e, mais recentemente, passou a escolher também sobre as aplicações, no que chamamos de a 2ª onda de inovação dos planos CD com a expansão dos perfis de investimento a partir de 2018.

Em nossas pesquisas aqui apresentadas, pudemos constatar que 11 dos 14 maiores planos CD do país já oferecem o produto e que, em amostra mais ampla, a modalidade estilo de vida predomina com mais de dois terços do total, enquanto o ciclo de vida é minoria. Faltam estatísticas oficiais para uma conclusão mais ampla.

O teste de adequação é uma exigência legal; a maioria, contudo, tem optado pelos perfis mais conservadores, seja pelo estilo próprio do brasileiro, seja para aproveitar as altas taxas de retorno da renda fixa. Uma escolha mais elaborada depende das ações de educação financeira e previdenciária, e 92% das EFPC já as praticam, mas o desafio é considerável por conta das questões comportamentais.

Abordamos a política de investimento pelo aspecto das diretrizes de aplicação válidas para todos os planos de previdência complementar fechada e os requisitos legais em vigor. Caberiam mais definições e orientações sobre os perfis na legislação.

Também abordamos a política de investimento direcionada aos planos CD e aos fatores de sucesso das estratégias. Para os que não oferecem perfis, a alocação de recursos feita pela EFPC tem se mostrado conservadora, com pouca renda variável

e com baixa *duration* nos títulos de renda fixa, destoando do horizonte de longo prazo preconizado para a previdência complementar.

Para os planos CD com perfis, a alocação de recursos é previamente definida, as nossas pesquisas mostraram que o segmento de renda variável é a principal variável de diferenciação de risco, maiores percentuais para as opções mais arrojadas ou para as faixas mais jovens. A lógica é uma das mais conhecidas em finanças, a de que existe um prêmio de risco na renda variável sobre a renda fixa no longo prazo, mas sua efetividade no mercado de capitais brasileiro poderia ser debatida pelo segmento de previdência complementar fechado, uma das nove sugestões de melhoria que fizemos no trabalho.

Nos planos CD, existe a possibilidade de esgotamento prematuro das reservas, principalmente porque o risco financeiro da longevidade está fora do controle do participante. Os perfis de investimento possuem uma estrutura baseada em maiores ganhos para o longo prazo, corretamente em sintonia com a previdência complementar, mas se uma das premissas está gerando dúvida, o segmento precisa estar alerta, a EFPC tem que estar mais parceira do que nunca, temos poucos assistidos em planos CD no Brasil, há tempo para ajustes no produto.

REFERÊNCIAS

ADITUS. *Estudo Comparativo de Desempenho Setembro-2024*, 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – ABRAPP; SINDICATO NACIONAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – SINDAPP. Consolidado Estatístico Abril/2024. Disponível em: https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2024/08/Consolidado-Estatistico_04.2024-novo.pdf. Acesso em 10 set. 2024.

_____; INSTITUTO DE CERTIFICAÇÃO INSTITUCIONAL E DOS PROFISSIONAIS DE SEGURIDADE SOCIAL – ICSS. Novo Código de Autorregulação em Governança de Investimentos, 2020. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/01/CodigodeAutorregulacaoGovernancaInvestimentos2020.pdf>. Acesso em 25 set. 2023.

BALERA, W.; RAEFFRAY, A. Introdução à Previdência Complementar. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020.

BENITES, G. NTN-B dominam o cenário. *Revista Institucional*, São Paulo, Edição 369, pp. 30-31, 2024.

CARVALHO, A.; SANTOS, T. T. O. Is the Equity Risk Premium Compressed in Brazil? *Série Trabalhos para Discussão*, Banco Central do Brasil, n° 527, 2020.

CENTRO DE ESTUDOS QUANTITATIVOS EM ECONOMIA E FINANÇAS – CEQEF DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Banco de Dados, 2024. Disponível em: <https://ceqef.fgv.br/banco-de-dados#:~:text=Esse%20pr%C3%AAmio%20compensa%20os%20investidores,foi%20de%209%2C14%25>. Acesso em: 27 set. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Guia CVM Suitability, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/guias/guia-de-suitability-lancamento>. Acesso em: 12 set. 2024.

_____. Caderno 3: Fundos de Investimento, 2016. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cadernos/cvm-caderno-03-3ed.pdf/view>. Acesso em 23 set. 2024.

ELTON, E. J. et al. Moderna Teoria de Carteiras e Análise de Investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2012.

GUEDHAMI et at. What explains the benefits of international portfolio diversification? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Holanda, Volume 83, n. 101729, Março 2023.

GUERRA, L. As transformações do mercado de trabalho e a previdência privada. *Previdência USIMINAS*, 2023. Disponível em: <https://previdenciausiminas.com/artigos/as-transformacoes-do-mercado-de-trabalho-e-a-previdencia-privada/>. Acesso em 11 set. 2024.

IBBOTSON, R. *Historical Returns, Premiums, and Popularity*. In: SIEGEL, L. B.; MCCAFFREY, P. M. (Orgs). *Revisiting the Equity Risk Premium*, CFA Institute Research Foundation / Monograph, 2023, pp. 2-6.

_____; KAPLAN; P. *Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, 100 Percent of Performance?* Association for Investment Management and Research, 2000.

JARDIM, E. Planos de aposentadoria: marcação na curva ou a mercado? *Revista da Previdência Complementar*. São Paulo, n. 404, maio/junho 2018.

MERCER. Diagnóstico de Investimentos das Fundações, 2023. Disponível em: <https://www.mercer.com/pt-br/insights/investments/market-outlook-and-trends/diagnostico-de-investimentos/>. Acesso em 16 set. 2024.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL (Brasil). *Relatório Gerencial de Previdência Complementar 4º Trimestre / Dez 2023*. Brasília, DF, 2024.

_____. Conceitos, 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/conceitos>. Acesso em 07 ago. 2024.

MORNINGSTAR. *A Breakdown in Target-Date Mutual Funds in 2024*. Disponível em: <https://www.morningstar.com/business/insights/blog/retirement/target-date-mutual-funds>. Acesso em 17 set. 2024.

PEARCE, R. Má administração de fundos fiduciários e contas de investimento. Disponível em: <https://www.secattty.com/pt-br/investment/mismanagement/#:~:text=A%20%22Regra%20do%20Investidor%20Prudente%22%20%20%20%20um%20teste%20de%20conduta,%22melhor%20interesse%22%20dos%20benefici%C3%A1rios>. Acesso em 21 out. 2024.

PENA NETO, J. R. *Mutualismo inovador*. Abrapp em Foco, 2022. Disponível em: <https://blog.abrapp.org.br/blog/artigo-mutualismo-inovador-por-jose-ribeiro-pena-neto/>. Acesso em 19 set. 2024

NOLTE, A. C. A. *Fundos Ciclo de Vida e sua aplicação ao mercado brasileiro*. Dissertação (Mestre em Economia Empresarial e Finanças) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing. Paris, 2023.

QUINTAL JÚNIOR; C. C. *Fundos de pensão: risco de frustração de expectativa de benefícios em planos de contribuição definida*, 2022. Dissertação (Mestrado -- Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento) - Escola Nacional de Administração Pública, Brasília, 2022.

REIS, A. A. Negociação na Previdência Complementar: Análise de um Caso Ilustrativo. *Revista Eletrônica OAB/RJ*, 2024/06. Disponível em: <https://revistaeletronica.oabRJ.org.br/wp-content/uploads/2024/06/Adacir-Reis-NEGOCIACAO-NA-PREVIDENCIA-COMPLEMENTAR.pdf>. Acesso em 11 set. 2024.

RIBEIRO, J. A complexa gestão de riscos em fundos de pensão. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 30 mar. 2017, p. 6.

SANTORO, R. Perfis de investimento na previdência complementar. Podcast WTW, Episódio nº 6, 2024. Disponível em: <https://www.wtwco.com/pt-br/insights/2024/07/perfis-de-investimento-na-previdencia-complementar>. Acesso em 12 set. 2024.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – PREVIC (Brasil). *Guia Previc de Melhores Práticas Atuariais para Entidades Fechadas de Previdência Complementar - 2022*. Brasília, DF, 2022.

_____. *Relatório 2023 da Previdência Complementar Fechada - Maio/2024*. Brasília, DF, 2024.

_____. Modelo de Regulamento - CD - Plano Patrocinado, atualizado em 30/09/2024. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/licenciamento-e-habilitacao/entidades-planos-e-patrocinadores/modelo-de-convenio-termo-de-adesao/modelo-de-regulamento-cd-plano-patrocinado/view>. Acesso em: 14 out. 2024.

_____. Modelo de Regulamento - CD - Plano Instituído, atualizado em 30/09/2024. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/licenciamento-e-habilitacao/entidades-planos-e-patrocinadores/modelo-de-convenio-termo-de-adesao/modelo-de-regulamento-cd-plano-instituido/view>. Acesso em: 14 out. 2024.

THINKING AHEAD INSTITUTE. *Global Pension Assets Study, 2024*. Disponível em: <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2024/>. Acesso em 06 set. 2024.

APÊNDICE A – LISTA DAS EFPC PESQUISADAS

EMBRAER PREV – Sociedade de Previdência Complementar

<https://www.embraerprev.com.br/>

EQTPREV - Equatorial Energia Fundação de Previdência

<https://eqtprev.com.br/>

FUNDAÇÃO ITAÚ UNIBANCO – PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

<https://www.fundacaoitauunibanco.com.br/>

Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo - Funpresp-Exe

<https://www.funpresp.com.br/>

Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário - Funpresp-Jud

<https://www.funprespjud.com.br/>

Fundação ELETROBRÁS de Seguridade Social - ELETROS

<https://eletros.com.br/>

Fundação Eletrosul de Previdência Complementar – ELOS

<https://elos.org.br/>

FUNDAÇÃO ITAÚSA INDUSTRIAL

<https://funditausaind.com.br/>

FUNDAÇÃO PREVIDENCIÁRIA IBM

<https://www.fundacaoibm.com.br/>

Gerdau - Sociedade de Previdência Privada

<https://www.gerdauprevidencia.com.br/>

NÉOS Previdência Complementar

<https://neosprevidencia.com.br/>

Previdência Usiminas

<https://previdenciausiminas.com/>

QUANTA PREVIDÊNCIA COOPERATIVA

<https://www.quantaprevidencia.com.br/>

SANTANDERPREV – SOCIEDADE DE PREVIDÊNCIA PRIVADA

<https://www.portalprev.com.br/santanderprevi/santanderprevi>

UnileverPrev – Sociedade de Previdência Privada

<https://www.unileverprev.com.br/>

VEXTY

<https://vexty.com.br/>

Visão Prev Sociedade de Previdência Complementar

<https://www.visaoprev.com.br/>