



FACULDADES IBMEC

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
EM ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA**

**ANÁLISE HISTÓRICA DO DESEMPENHO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO VS. PGBL E A INFLUÊNCIA DAS LEIS Nº11.053/04 E
Nº11.196/05**

WU YONG LE

**Orientador: Antônio Marcos Duarte Jr.
Banca: Caio Ibsen Rodrigues de Almeida (IBMEC/RJ)
Marcelo Nazareth (FGV/RJ)**

Rio de Janeiro

2006

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Wu Yong Le

Análise histórica do desempenho dos fundos de investimento vs.
PGBL e a influência das leis nº 11.053/04 e nº 11.196/05.

Dissertação apresentada ao curso de mestrado
profissionalizante de ciências econômicas, como
requisita parcial para obtenção do Grau de
Mestre do Ibmec.

Orientador: Prof. Antônio Marcos Duarte Jr.

Rio de Janeiro

2006

Le, Wu Yong

Análise histórica do desempenho dos fundos de investimento vs. PGBL e a influência das leis nº 11.053/04 e nº 11.196/05. / Wu Yong Le – Rio de Janeiro: Ibmecc, 2006.

Dissertação: Mestrado Profissionalizante de Economia. Ibmecc Rio de Janeiro

Orientador: Prof. Antônio Marcos Duarte Jr.

1.Fundo de Investimento 2. PGBL 3. Legislação

Wu Yong Le

**Análise histórica do desempenho dos fundos de investimento vs.
PGBL e a influência das leis nº 11.053/04 e nº 11.196/05.**

Dissertação apresentada ao curso de mestrado profissionalizante de ciências econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre do Ibmecc/RJ.

Aprovado em Março 2006

EXAMINADORES

Prof: Antônio Marcos Duarte Jr.
Orientador

Prof. Caio Ibsen Rodrigues de Almeida
Examinador

Prof. Marcelo Nazareth
Examinador

Resumo

O propósito deste trabalho é examinar o desempenho histórico entre os fundos de investimentos e PGBL, segmentados entre clientes de varejo, preferencial e private, com o objetivo de avaliar qual instrumento financeiro alcança melhor desempenho dentro do período e critério estabelecido, para a formação de capital financeiro a longo prazo em cada segmento de clientes. As recentes alterações nas legislações que regem o mercado de previdência privada são destacadas e seus efeitos analisados com cuidado. Os resultados encontrados indicam que o instrumento de PGBL cumpre a função para a qual foi criado e que as recentes alterações nas legislações são benéficas, elevando a rentabilidade e mitigando o risco do investimento. Tais alterações serão fundamentais para auxiliar no desenvolvimento do mercado, consolidando o PGBL como um instrumento eficiente para todos os segmentos de clientes.

Palavras-chave: fundo de investimento, PGBL, legislação.

Abstract

The purpose of this paper is to examine the performance between historical performance data of investment funds and PGBL, segmenting clients into Retail, Preferential and Private, in order to evaluate which financial instrument achieves better performance within established criteria and period, to accumulate financial capital at long term for each client segment. The paper highlights recent changes in legislations that rule the private pension market and analyzes them carefully. The study found results indicating that the PGBL instrument fulfills the purpose for which it was created and that the recent legislative changes are beneficial, raising yields and mitigating risks of the investment. These changes will be fundamental to assist in the development of the market, consolidating PGBL as an efficient instrument for all client segments.

Keywords: Investment fund. PGBL. Legislation.

1	INTRODUÇÃO.....	8
2	HISTÓRICO	10
2.1	Histórico dos Fundos de Investimentos no Brasil.....	10
2.2	Histórico da Previdência Privada no Brasil.....	12
2.3	Alterações Recentes nos Fundos PGBL.....	14
3	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
3.1	Metodologia de Pesquisa.....	16
3.2	Objetivo da Pesquisa	16
3.3	Tipo de Pesquisa	17
3.4	Seleção dos Fundos.....	17
3.4.1	Descrição dos Fundos Selecionados	18
3.5	Avaliação.....	21
3.5.1	Modelo utilizado na avaliação	21
3.5.2	Hipóteses	22
3.5.3	Hipótese II	23
3.5.4	Retorno Acumulado	25
3.5.5	Retorno Anualizado	26
4	TRIBUTAÇÃO	26
4.1	Tributação dos Fundos de Investimentos de Renda Fixa	27
4.2	Tributação dos Planos Geradores de Benefício Livre (PGBL)	28
5	ANÁLISE DOS RESULTADOS	31
5.1	Segmento Varejo	32
5.2	Segmento Preferencial	33
5.3	Segmento Private.....	33
5.4	Análise do resultado da hipótese I	34
5.5	Análise da Hipótese II.....	37
5.6	Limitações do Modelo	40
6	CONCLUSÃO	41
	APÊNDICE.....	43
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43

Lista de Tabelas

Tabela I - Fundos de Investimento Selecionados	19
Tabela II - Fundos PGBL Selecionados	20
Tabela III - Tabela de Opções de Investimento – Hipótese I	23
Tabela IV - Tabela de Opções de Investimento – Hipótese II	24
Tabela V - Rentabilidade dos Fundos de Investimento em Renda Fixa	32
Tabela VI - Rentabilidade dos Fundos PGBL – Varejo	32
Tabela VII - Rentabilidade dos Fundos PGBL – Preferencial	33
Tabela VIII - Rentabilidade dos Fundos PGBL – Private	34
Tabela IX - Rentabilidade da Opção 1 (R\$)	36
Tabela X - Rentabilidade da Opção 2 (R\$)	36
Tabela XI - Rentabilidade Opção 2 / Opção 1 (%)	36
Tabela XII – Investimento em PGBL e Fundos de Investimentos	39
Tabela XIII – Investimento em Fundos de Investimentos	39
Tabela IX – Razão: PGBL + Fundos / Fundos	40

1 Introdução

Quando um investidor decide sobre investir seus recursos no mercado financeiro com objetivo de previdência futura, ele tem a sua disposição, dependendo dos seus recursos, grau de conhecimento e propensão ao risco, uma grande variedade de instrumentos financeiros. As opções passam desde a tradicional caderneta de poupança até fundos com elevado grau de sofisticação, passando por fundos de previdência complementar, ações, entre tantos outros.

Diante da crescente sofisticação dos instrumentos financeiros, com os fundos de investimentos cada vez mais segmentados, tanto em relação ao seu público alvo, assim como na sua estratégia de investimentos. O surgimento dos fundos constituídos para garantir uma previdência complementar ao da previdência oficial, adicionou mais uma opção de investimento, mas também aumentou ainda mais a complexidade para a análise do investidor.

Os benefícios de postergação do tributo introduzidos pelos planos de previdência complementar elevaram a importância do fator tributário na decisão de investimento. As recentes alterações nas alíquotas tributárias, tanto nos fundos investimentos, como nos planos de previdência complementar afetaram de forma drástica o desempenho do investimento. O investidor comum, na maioria das vezes, sem grandes conhecimentos sobre mercado financeiro, se sente perdido e frustrado por não conseguir avaliar o melhor investimento para garantir sua aposentadoria.

O instrumento financeiro mais utilizado para o acúmulo de valor são os fundos de investimento, de acordo com Associação Nacional dos Bancos de investimentos (ANBID), o seu volume está hoje por volta de R\$ 600 bilhões. Dentro deste valor, os fundos considerados de renda fixa são responsáveis por R\$330 bilhões, ou seja, representam em torno de 55% do total da indústria de fundos. Mas além dos fundos de investimento

propriamente ditos, fundos de previdência complementar aberta, que são modelados especialmente para o objetivo da previdência, vem ganhando mercado Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e Vida Geradores de Benefícios Livres (VGBL), sendo que para o estudo destacaremos os PGBL. Na medida que o PGBL vem ganhando popularidade, o volume das captações financeiras vem crescendo no mesmo ritmo. As provisões técnicas que eram de R\$ 15,2 bilhões em setembro de 2004, em setembro de 2005 alcançavam R\$ 19,6 bilhões, um expressivo crescimento de 29%.

Uma vez apresentado os dois populares instrumentos financeiros, a proposta do trabalho é analisar as séries históricas, comparando as rentabilidade obtidas em busca de algum resultado para auxiliar na decisão de um investimento a longo prazo. O trabalho começa com um breve histórico, tanto da indústria de fundos de investimentos, como da previdência privada no Brasil. O trabalho segue apresentando as fundamentações teóricas, explicitando os critérios de seleção das informações, metodologia da avaliação e descrevendo as hipóteses adotadas e alterações recentes na regulamentação. A tributação merece um capítulo à parte, uma vez que além de fundamental para o resultado da análise, sofreu alterações importantes recentes e que ainda são fontes de muitas dúvidas e questionamentos. Antes de finalizar o trabalho, as limitações da análise serão abordadas, para em seguida, concluir qual melhor estratégia de investimento para a finalidade de formar poupança ao longo do tempo.

2 Histórico

2.1 Histórico dos Fundos de Investimentos no Brasil

Os fundos de investimento se tornaram ao longo de pouco mais de 45 anos no Brasil, uma das opções mais importantes em relação a investimentos. O histórico é impreciso ao definir quando investidores se associaram com intuito comum de investir, porém, temos o registro feito em 1822, na Bélgica, da primeira associação registrada com denominação oficial de fundo de investimento. Desde então os fundos progrediram na Europa, principalmente na Inglaterra, aportando mais tarde nos Estados Unidos.

No Brasil, o primeiro fundo aberto constituído foi em 1958, com a criação do Fundo Crescinco, que cresceu vendendo suas cotas porta-a-porta e que até meado da década de 70 era o maior fundo do mercado brasileiro. A Lei nº 4.728 de 1965, denominado lei do Mercado de Capitais deu início à regulamentação dos fundos, porém, foi apenas em 1970, pela Resolução nº145, surgiu uma regulamentação mais específica. Ficava através desta Resolução a definição de que os fundos de investimentos são condomínios que tem como intuito, reunir recursos de vários investidores, por meio da emissão de títulos próprios, objetivando adquirir ativos em conjunto. Os investidores reunidos em condomínio, obteriam vantagens no poder de barganha, que seriam divididos pelos investidores que possuiriam cotas do fundo, proporcional a sua participação no patrimônio total do fundo.

A indústria de fundos cresceu durante os anos seguintes, porém, todos com a denominação de fundos mútuos. Os fundos denominados de renda fixa, vieram a surgir apenas em 1981, o que trouxe novo fôlego de crescimento para a indústria. Os fundos de renda fixa foram uma ferramenta fundamental para que os fundos ganhassem um papel de destaque como instrumento de poupança. Para demonstrar como os fundos ganharam importância e principalmente os fundos de renda fixa, podemos ilustrar quantificando a evolução do patrimônio líquido dos fundos. Em 1967 o patrimônio líquido era de US\$19 milhões, passando em 1982 para US\$158 milhões e estando hoje em US\$ 267 bilhões. Apesar de não estar deflacionado pela inflação do dólar americano, o crescimento nominal do patrimônio é expressivo e demonstra bem o papel de destaque dos fundos de investimentos, principalmente dos fundos de renda fixa. Merece destaque o sucesso do plano Real em 1994, que estabilizou a moeda, modificando hábitos de poupança, que devido à alta inflação, eram focados em ativos tangíveis como imóveis.

Os bancos de varejo ainda possuem a maior volume de recursos de terceiros administrados, mas as opções são diversas na hora de escolher onde investir principalmente se considerarmos gestores de recursos independentes, não ligados a bancos de varejo. A diversidade de gestão, controle de risco e liquidez, faz com que o investidor tenha que despende

um tempo cada vez maior na avaliação do fundo e da instituição em que vai confiar sua poupança.

2.2 Histórico da Previdência Privada no Brasil

A Previdência Privada surge no Brasil na época do império, com a criação do Montepio Geral de Economia dos Servidores do Estado em 10 de janeiro de 1835, proposto pelo então Ministro da Justiça, Barão de Sepetiba. Oferecendo pela primeira vez planos com características de facultatividade e mutualismo, tendo como principal propósito, oferecer um futuro financeiro mais tranqüilo para os servidores públicos e seus familiares em caso de falecimento. No entanto, a Previdência Privada propriamente dita é instituída no país apenas em 1923, com a Lei Elói Chaves (Lei n 4.682 de 24.01.1923).

O Surgimento dos Fundos Contábeis, que foram constituídos através do auxílio de grandes empresas na época, como o Banco do Brasil, tinham como objetivo, complementar o benefício da Previdência Oficial. Oferecendo dignidade financeira aos trabalhadores e seus familiares após a aposentadoria e não apenas em caso de falecimento. A evolução deste modelo adotado nos Fundos Contábeis formou as bases para o que chamamos hoje de Previdência Privada, tendo conservado as características de facultatividade e mutualismo, ao invés de obrigatório como na Previdência Oficial.

A Previdência Privada nos moldes atuais e instituída pela lei n 6435, de 15 de Julho de 1977 e regulamentada pelos Decretos n 81402 para Entidade Aberta de Previdência Privada (EAPP) e 81240 para a Entidade Fechada de Previdência Privada (EFPP). O objetivo de administrar planos previdenciários complementares ao da Previdência Oficial é comum para ambas entidades, sendo a diferença básica, que a aberta é de livre acesso a qualquer participante, enquanto a outra é restrita aos participantes de uma entidade em comum, tais como empresas, associações, entidades de classe,

etc. Os planos de previdência privada comercializada pelas duas entidades era do tipo de Benefício Definido.

Os planos de Benefícios Definidos são assim denominados, pois se conhece previamente o nível de renda a qual o proponente do plano gostaria de obter quando da sua aposentadoria. Em contrapartida, o nível de contribuição varia de acordo com a necessidade para garantir a aposentadoria previamente acordada.

Este cenário permanece inalterado até 1984, quando foi desenvolvido e implantado no Brasil o primeiro plano de Contribuição Definida. Os Planos de Contribuição Definida, cujo próprio nome esclarece, são planos no qual as contribuições são previamente conhecidas, enquanto que o benefício concedido é o montante acumulado gerado ao longo do tempo da contribuição.

A Secretária de Previdência Complementar – SPC, que fiscaliza as EFPP, preocupado com a segurança dos participantes, demorou a entender e a reconhecer que os Planos de Contribuição Definida, embora não garantam valores para os benefícios, eram a melhor maneira de controlar os custos pertinentes aos planos de previdência, garantindo a solvência das empresas e elevando o nível de segurança dos participantes.

Os planos de Contribuição Definida, ficaram restritos às EFPP até o início da década de 90. A Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, órgão governamental responsável pela fiscalização das EAPP, não autorizada a comercialização dos planos estruturados como Contribuição Definida.

As EAPP comercializavam, como citado antes, planos com benefícios definidos, mercado praticava naquele momento uma taxa de retorno garantido de 6% a.a.. A taxa praticada era um sério risco para as EAPP, sabido que em economias mais desenvolvidas o retorno sobre aplicações financeiras era menor que a taxa garantida pelos planos. Adicione ao risco da taxa, o risco do prazo de vigência dos planos de previdência, que em geral

são compostos por prazos bastante dilatados, mesmo para o padrão das economias mais desenvolvidas.

A SUSEP começa a mudar o perfil dos planos, aprovando os planos denominados de Fundo Gerador de Benefício (FGB). Estes novos planos tinham como sua principal alteração em relação aos seus antecessores, a característica de que os planos agora eram de contribuição definida, porém, o benefício definido não fora alterado. O fim dos planos nos moldes de Benefício Definido ocorre com a aprovação do Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL). Nos PGBL o repasse da rentabilidade era integral, ou seja, toda a rentabilidade gerada durante a fase de contribuição, descontada a taxa de administração, é integralmente repassada ao benefício do plano. Não havia uma garantia de rentabilidade, e com isso, desaparecia o acordo prévio do benefício a receber.

2.3 Alterações Recentes nos Fundos PGBL

Através da Medida Provisória nº 255, denominada informalmente de “MP do Bem” e depois convertida para a Lei nº 11.196, determina que as entidades abertas de previdência complementar poderão a partir de 1º de janeiro de 2006, constituir fundos de investimentos com patrimônio segregado vinculado exclusivamente a planos de previdência complementar. Determina ainda que o patrimônio destes fundos de investimentos vinculados, não se comunica com o das entidades que as administram em nenhuma circunstância, não sendo, responsável em relação a dívidas das entidades. Em caso de falência ou liquidação extrajudicial da entidade, o patrimônio dos fundos não integrará a massa falida.

A Lei estabelece que no período de acumulação, a remuneração da provisão matemática de benefícios a conceder, terá por base a rentabilidade da carteira de investimentos dos respectivos fundos. Outra novidade da Lei é

que em caso de morte do participante, os seus beneficiários poderão optar pelo resgate das quotas ou pelo recebimento de benefício de caráter continuado previsto em contrato, independentemente da abertura de inventário ou procedimento semelhante. O participante do plano poderá ainda oferecer as quotas do fundo que estão em sua titularidade, como garantia de financiamento imobiliário.

Com certeza a alterações trazidas pela nova Lei trará uma maior credibilidade aos planos de previdência, reduzindo consideravelmente os risco para os participantes. Além disto ajudará a melhorar os índices de persistência da indústria, uma vez que os participantes com a opção de utilizar como garantia de financiamento imobiliário, resgatarão menos para a aquisição de imóveis. A redução do risco será sentida de imediato na concessão destes financiamentos pelo banco, que poderão oferecer taxas de juros mais competitivas.

A Lei 11.196 em conjunto com a Lei nº11.053, que estabelece novas regras de tributação, que veremos mais a diante, poderão, segundo o superintendente da Susep, ser tornar o grande catalisador de um enorme crescimento do setor. A Lei é sem dúvida uma poderosa ferramenta no sentido de mitigar os risco, separando o patrimônio das instituições da dos fundos por elas administradas. Tornando praticamente equiparado o risco entre investir em fundos de investimentos tradicionais e os fundos PGBL.

3 Fundamentação Teórica

O Capítulo a seguir tem com objetivo, descrever a metodologia utilizada na pesquisa. Apresentado os objetivos, critérios de seleção dos fundos e PGBL, assim como, da forma de avaliação e das hipóteses aqui abordadas.

3.1 Metodologia de Pesquisa

A análise visa verificar se os fundos PGBL Renda Fixa, a longo prazo, tendem a obter excesso de retornos em relação aos fundos referenciados DI. A metodologia da análise leva em consideração o perfil dos clientes, segmentando o estudo entre fundos de varejo, exclusivos e private.

3.2 Objetivo da Pesquisa

O objetivo da pesquisa que é de comparar a rentabilidade dos fundos de investimentos contra os fundos PGBL, porém, nesta análise, além do fator da qualidade da gestão, as condições tributárias são de sumo importância para o resultado final da pesquisa. Os cálculos efetuados na pesquisa são simples, incluindo Retorno Acumulado e Retorno Médio Anual, e levando em consideração os regimes de tributação específicos para os fundos de investimento e os fundos PGBL.

No caso de investimento nos fundos PGBL, existe um diferencial tributário que transcende a rentabilidade das cotas, mas altera o custo oportunidade na escolha entre um fundo Referenciado DI e PGBL. A vantagem tributária possibilita que os investimentos feitos num fundo PGBL sejam dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda até o limite máximo de 12% dos rendimentos tributáveis. Uma simulação do benefício de postergação tributária será efetuada, visando verificar as possibilidades de ganho.

Após a análise dos dados coletados e considerando as especificidades tributárias, podemos concluir se os fundos PGBL, cumprem com vantagens sobre os fundos de investimentos, a função de formadora de poupança a longo prazo, para qual foram constituídas.

3.3 Tipo de Pesquisa

As informações utilizadas para a pesquisa foram coletadas no sistema Quantum Axis, da empresa Quantum, disponível nos laboratórios de informática do IBMEC-RJ e no sistema on-line Investnews, administrado pela Gazeta Mercantil. Foi possível com a utilização dos dois sistemas, acessar um banco de dados completo e atualizadas de fundos de investimentos e PGBL existentes no mercado nacional.

Através do sistema Quantum e Investnews, foi possível coletar as cotas diárias dos fundos e dos PGBL, com as taxas de administração já embutidas, com isto, calcular a rentabilidade diária. A rentabilidade diária foi acumulada a partir da data base de 31/12/2000, auferida apurando a variação entre a cota da diária e da data base.

As recentes alterações na legislação tributária, que afetaram tanto os fundos de investimentos assim como os fundos PGBL, e que geram enormes dúvidas para os investidores, são consideradas de forma cuidadosa, pois afetam diretamente o resultado da pesquisa.

3.4 Seleção dos Fundos

O critério para seleção dos fundos de investimentos e os fundos PGBL se deu de forma distinta. Os fundos de investimento foram selecionados a partir de uma dissertação de mestrado do IBMEC¹, onde foram selecionados os melhores fundos por desempenho, sendo estes fundos segmentados de acordo com o público alvo, agrupados como Varejo, Preferencial e “Private”. Os segmento Varejo e Preferencial são compostos em sua totalidade por fundos referenciados DI. O segmento Private, que é denominado “Aprovado” nas pesquisas em referência, é uma seleção dos melhores fundos, sendo composto pelos fundos Referenciados DI e fundos Multimercados com

¹ SANTOS, Luis Otávio Lima dos (2005) - **Tesouro Direto e os Fundos de Investimento Lastreado em Títulos de Renda Fixa: Uma Comparação de Performance Líquida**

Alavancagem. Foi selecionada da lista pré-definida, os fundos que tiveram início a partir de 30/12/2000.

Os fundos PGBL foram pesquisados no banco de dados do sistema Investnews da Gazeta Mercantil, onde os fundos já estão dispostos em suas respectivas categorias, sendo estas, Cambial, Composto, Renda Fixa e Soberano. Para o estudo em questão, utilizamos apenas a categoria Renda Fixa, que totalizavam 91(noventa e um) fundos até 30/09/2005. Foi selecionada a data de 31/12/2000 para o início das séries a fim de obter o maior número de fundos possíveis para a pesquisa. Com a lista dos fundos de renda fixa iniciados na data especificada, foi feito uma pesquisa nos instituições financeiras que administram os fundos, visando classificar os fundos em seus respectivos segmento de cliente, separados em Varejo, Preferencial e “Private”. Neste processo foram pesquisados todos os PGBL e selecionado PGBL com patrimônio líquido superior que R\$20 milhões no momento da consulta.

3.4.1 Descrição dos Fundos Selecionados

Para entender melhor o resultado obtido com critério de seleção, é interessante apresentar um resumo dos fundos e PGBL selecionado para a avaliação, informando o nome, data inicial, aplicação inicial, taxa de administração e patrimônio líquido no dia 30.9.2005.

Tabela I

Fundos de Investimento Selecionados

	Nome	Início do Fundo	Depósito Inicial	Taxa de Administração	Patrimônio Líquido ¹ (R\$ milhões)
Varejo	BOSTON GOLDEN DI FIC REFERENCIADO DI	2/10/1995	\$1000	3,0%	350
	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	5/5/2000	\$100	4,5%	3.099
	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	2/10/1995	\$100	2,0%	698
	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	14/11/1996	\$1000	3,0%	309
	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	19/11/1997	\$100	4,0%	82
	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	2/10/1995	\$100	3,5%	551
	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	25/1/1999	\$1000	2,4%	211
	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	1/10/1998	\$1000	5,0%	556
	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	10/2/1995	\$200	3,5%	158
	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	2/8/1999	\$200	6,0%	5
Preferencial	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	2/10/1995	\$100.000	1,0%	1.844
	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	17/3/1996	\$100.000	1,1%	1.347
	BB 150 MIL FIC	20/9/2000	\$150.000	0,5%	3.878
	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO	1/11/1995	\$200.000	0,5%	1.600
	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/10/1996	\$70.000	0,8%	123
SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	24/9/1998	\$100.000	1,0%	1.585	
Private	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	16/12/1996	\$ 50.000	0,3%	444
	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	28/12/1995	\$ 50.000	0,4%	190
	HG TOP FI MULTIMERCADO	5/10/1995	\$ 50.000	1,0%	664
	HG VERDE FI MULTIMERCADO	2/1/1997	\$ 5.000	1,5%	1.352
	VOTORANTIM DINÂMICO FI MULTIMERCADO	4/1/1996	\$ 50.000	1,0%	60
	PACTUAL HEDGE FI MULTIMERCADO	31/10/1995	\$ 25.000	1,5%	2.185
	PACTUAL HIGH YIELD FI MULTIMERCADO	31/7/1996	\$ 25.000	1,0%	2.887
	ITAÚ PERFORMANCE FIF	2/10/1995	\$ 10.000	0,3%	360
	BRADESCO FIF MAIS	14/4/1997	\$ 20.000	0,5%	127
	BRADESCO FAQ MACRO FAQ	6/6/1997	\$ 500.000	0,7%	4.395

Alguns fundos de investimento, que foram previamente selecionados, foram excluídos deste estudo por terem seu início após a data estabelecida. O problema ficou concentrado nos fundos Preferências, onde três fundos não puderam ser utilizados, sendo ele o “Bradesco Fundo de Investimento em Cotas Referenciado DI Platinum”, “Itaú Maxi Referenciado DI Fundo de Investimento em Cotas” e “Uniclass DI Fundo Investimento em Cotas Referenciado DI”. O segmento preferencial de uma amostra de 10 fundos, ficou com 6 fundos. O segmento Varejo e Private utilizaram toda lista pré-definida, totalizando 10 fundos cada segmento.

Tabela II

Fundos PGBL Selecionados

	Nome	Início do Fundo	Depósito Inicial	Taxa de Administração	Patrimônio Líquido ¹ (R\$ milhões)
Varejo	BRADESCO FICRF PREV FACIL PGBL FIX	10/5/1999	\$ 150	3,0%	3.466
	BRASILPREV RT FIX FI RF	8/5/2000	\$ 0	3,4%	887
	ITAÚ FLEXPREV I RF FICFI	11/8/1999	\$ 250	3,2%	2.701
	CAIXA FI PREVINVEST RF	22/9/2000	\$ 0	3,0%	1.826
	REALPREV FIX FIQFI R FIXA	30/3/1999	\$ 50	3,0%	541
	HSBC PREVIDÊNCIA CONSERVADOR	5/4/1999	\$ 60	3,0%	165
	UBB AIG PREVER I FIX 100 FI	13/3/2000	\$ 80	3,5%	838
	SULAPREVI FIX 100 FI	27/12/2000	\$ 100	2,5%	72
	MB PREV X	1/11/2000	\$ 100	3,0%	108
	ICATU H MODERADO B FI RF	24/12/1998	\$ 100	3,0%	142
Preferencial	BRADESCO FIC RF PGBL F 15	1/9/1999	N/D	1,5%	309
	BRASILPREV RT FIX II FI RF	22/8/2000	\$ 300	1,5%	351
	ITAÚ FLEXPREV VI RF FICFI	7/12/1998	\$ 15.000	2,2%	1.811
	REALPREV FIX EXEC RF	21/9/2000	\$ 20.000	1,5%	718
	UBB AIG PREVER IV FIX 100 FI	29/12/1999	N/D	2,0%	636
	ICATU H MODERADO C FI RF	18/12/1998	\$ 10.000	2,0%	106
	SAFRA PREVFIX FI RF PREVID	1/12/1998	\$ 150	1,7%	160
Private	BRADESCO FIC RF PGBL F 10	1/11/2000	\$ 0	1,0%	584
	ITAÚ FLEXPREV XII RF FICFI	1/8/2000	\$ 200.000	1,3%	3.294
	ITAUPREV MASTER RF F100 FI	20/12/1999	\$ 300.000	1,0%	327
	HSBC FI RF FUTURE	29/10/1998	N/D	1,0%	365
	SAFRA PREVFIX GOLD FI RF PREV	3/4/2000	\$ 25.000	1,2%	83
	SULAGROUP FIX 100 FI	9/8/1999	N/D	1,0%	88

¹ Patrimônio Líquido em 30/9/2005

O agrupamento de fundos PGBL nos segmentos determinado foi uma tarefa com elevado grau de dificuldade. Primeiro, por ser um instrumento financeiro novo, a data estabelecida para início das séries excluiu boa parte dos 91 fundos existentes na categoria PGBL Renda Fixa. O critério de aplicação mínima não se mostrou eficiente, pois uma parcela superior a 80% tem como aplicação inicial entre \$ 150 ou menos. A taxa de carregamento que é uma taxa cobrada no pagamento da contribuição também não se mostrou eficiente, pois ela é variável para um mesmo produto e muitas vezes não está descrito no seu prospecto.

O critério taxa de administração foi o melhor critério de segregação. Aliado a taxa da administração, foi necessário uma pesquisa nas páginas eletrônica e contato direto às instituições que administram os PGBL para melhor classificação. Em caso de inexistência de informação, a taxa de administração do fundo em questão foi comparado a média das taxas de administração de cada segmento e então classificado no segmento que mais

conveniente. O grau de dificuldade obter os fundos PGBL foi crescente a medida que seguíamos a ordem Varejo, Preferencial e Private. No Varejo foram selecionados 10 PGBL, no segmento Preferencial e Private, foi possível selecionar respectivamente 7 e 6 PGBL

3.5 Avaliação

Antes de iniciarmos a descrição dos modelos utilizados na avaliação, devemos dar atenção ao próprio termo avaliação. Patton (1990: 11) designa como avaliação qualquer esforço para elevar o nível de conhecimento humano através de investigações sistêmicas baseadas em dados. Para o autor, avaliação é uma pesquisa aplicada com objetivo de gerar informação e melhorar a tomada de decisões e aplicar os conhecimentos nos problemas da sociedade.

Em relação à coleta de dados, Patton (1990: 13) afirma ainda, que não existe um modelo rígido para a coleta de dados para a avaliação. Para o autor, a arte da avaliação abrange a capacidade de criar um modelo e coletar informações adequadas para a avaliação em questão.

3.5.1 Modelo utilizado na avaliação

Seguindo os preceitos de Patton, buscamos com modelos simples, avaliar os dados colhidos para auxiliar principalmente o investidor comum na decisão sobre o melhor investimento para acúmulo de capital a longo prazo.

A avaliação é concentrada em métodos quantitativos, baseados em dados históricos dos fundos. O desafio é buscar indicadores que mostrem como os fundos se comportaram no período avaliado, dando uma visão de sua performance. O interesse maior da análise é determinar, para cada

cliente em seu respectivo segmento, qual a melhor opção de investimento entre Fundos de Investimentos e Fundos PGBL.

Para podemos avaliar as opções, dado que o investidor é maximizado, foram adotados alguns critérios de simplificadoras para tentarmos uma aproximação com as oportunidades hoje existentes para os investidores.

3.5.2 Hipóteses I

No modelo simplificado adotado, o investidor que é maximizador e avesso ao risco, se depara com duas opções quando tenta decidir como investir seus recursos para uma futura aposentadoria. A primeira opção é investir seus recursos líquidos de imposto de renda em um fundo de investimento de renda fixa. A segunda é um pouco mais elaborada, onde o investidor utilizará a oportunidade de postergar o imposto de renda de pessoa física (IRPF) com a utilização do PGBL. O investidor investirá em PGBL até o limite máximo, que hoje a legislação determina em 12%(doze por cento), para desconto da base de tributação do IRPF. O restante dos recursos líquidos de imposto de renda serão investidos em fundos de investimento, os mesmos em que foram investidos os recursos da primeira opção.

Outra hipótese simplificadora foi à adoção de uma única alíquota da tabela de IRPF, a de 27,5% (vinte e sete inteiros e cinco décimos por cento). Objetivando simplificar os cálculos e o entendimento, foi utilizado o valor de R\$ 1 (um Real) como valor monetário base para o cálculo de incidência do IRPF e então apurar o valor líquido de imposto disponível para o investimento. Com as considerações acima descritas, as duas opções de investimento utilizadas para avaliação, pode ser resumidas da seguinte forma:

Tabela III

Tabela de Opções de Investimento – Hipótese I

	Renda Bruta (R\$)	Investimento PGBL	Base de Incidência do IRPF	IRPF (alíquota de 27.5%)	Renda Líquida	Investimento Total ¹
Opção 1:	1	0	1	0,275	0,725	0,725
Opção 2	1	0,12	0,88	0,242	0,638	0,758

¹ *Investimento Total = Investimento PGBL + Renda Líquida*

3.5.3 Hipótese II

Na segunda hipótese faremos uma simulação que tente expressar de forma mais realista as opções encontradas pelos investidores dos três segmentos de clientes. Cada segmento de clientes, para efeito de simulação, foram divididos em duas faixas de renda bruta. No varejo entre R\$ 1 mil a R\$ 2 mil, para preferencial entre R\$ 4 mil e R\$ 5 mil e private entre R\$10 mil e R\$20 mil.

Uma vez determinada a renda bruta, os investidores serão agrupados em relação ao nível percentual de investimento sobre a renda bruta. A simulação determina os níveis percentuais de 10%, 15% e 20% de investimento da renda bruta. O investidor que aplicar 10% da renda bruta tem duas opções, investir os 10% em fundos de investimentos ou aplicar estes mesmo 10% em Fundos PGBL. O investidor que aplicar em PGBL, terá neste caso, o benefício fiscal de postergar o IRPF da parte que for aplicado, pois

este está abaixo do percentual máximo de dedução de 12%. A seguir será feito uma simulação de investimento entre 1 até 11 anos, sendo a rentabilidade apurada, anualizada de acordo com o tempo de investimento. A tributação neste caso, também obedecerá a tabela de tributação regressiva definitiva para os PGBLs.

No caso dos investimentos de 15% e 20%, o investidor que optar pelo PGBL poderá investir até 12% da renda bruta em fundos PGBL e o restante em fundos de investimentos. Ao final da simulação, para determinar qual a melhor opção, a rentabilidade obtida nas duas opções, de apenas fundos de investimentos ou fundos de investimentos e PGBL, será somado a renda líquida após os investimentos, para determinar em qual opção o investidor obtém mais recursos. As opções de investimento podem ser resumidas na tabela seguinte.

Tabela IV

Tabela de Opções de Investimento – Hipótese II

Investimento 10% da Renda Bruta

Renda	Base IR	IR Pago	Renda Líquida	Investimentos		Renda Após Investimentos
				10% PGBL	0% FI	
1000	900	-	1.000,00	100	0	900,00
2000	1800	81,43	1.918,57	200	0	1.718,57
4000	3600	487,42	3.512,58	400	0	3.112,58
5000	4500	734,92	4.265,08	500	0	3.765,08
10000	9000	1.972,42	8.027,58	1000	0	7.027,58
20000	18000	4.447,42	15.552,58	2000	0	13.552,58

Investimento 15% da Renda Bruta

Renda	Base IR	IR Pago	Renda Líquida	Investimentos		Renda Após Investimentos
				12% PGBL	3% FI	15%
1000	880	-	1.000,00	120	30	850,00
2000	1760	75,43	1.924,57	240	60	1.624,57
4000	3520	465,42	3.534,58	480	120	2.934,58
5000	4400	707,42	4.292,58	600	150	3.542,58
10000	8800	1.917,42	8.082,58	1200	300	6.582,58
20000	17600	4.337,42	15.662,58	2400	600	12.662,58

Investimento 20% da Renda Bruta

Renda	Base IR	IR Pago	Renda Líquida	Investimentos		Renda Após Investimentos
				12% PGBL	8% FI	20%
1000	880	-	1.000,00	120	80	800,00
2000	1760	75,43	1.924,57	240	160	1.524,57
4000	3520	465,42	3.534,58	480	320	2.734,58
5000	4400	707,42	4.292,58	600	400	3.292,58
10000	8800	1.917,42	8.082,58	1200	800	6.082,58
20000	17600	4.337,42	15.662,58	2400	1600	11.662,58

3.5.4 Retorno Acumulado

Com os valores das quotas diárias dos fundos, podemos fazer um cálculo simples de retorno acumulado. Aplicando a fórmula matemática do retorno acumulado em duas quotas de um determinado período, podemos determinar a variação em percentual destes e determinar a rentabilidade no período. A fórmula pode ser descrita da seguinte forma:

$$r_{d2 - d1} = \frac{Q_{d2}}{Q_{d1}} - 1$$

onde,

r = retorno acumulado no período

d1 = data inicial do período

d2 = data final do período

Q = Valor da quota diária do fundo

3.5.5 Retorno Anualizado

Uma vez que o período das quotas obtidas tem início em 30/12/2000 e fim em 30/9/2005, é interessante utilizarmos uma fórmula matemática para anualizar esta rentabilidade, facilitando a compreensão e os futuros estudos com a incidência de alíquotas tributárias. Considerando 1(um) ano composto por 252(duzentos e cinquenta e dois) dias úteis, teremos a seguinte fórmula.

$$R_{anual} = r_{d2-d1}^{252/n_{d2-d1}}$$

onde,

R_{anual} = retorno anual

r = retorno acumulado no período

$d1$ = data inicial do período

$d2$ = data final do período

n = número de dias entre $d2$ e $d1$

4 Tributação

O tesouro nacional com o claro objetivo de incentivar os investimentos de longo prazo, introduziu uma série de alterações na legislação tributária, que afetaram tanto os fundos de investimentos, assim como os fundos PGBL.

A alteração das alíquotas tributárias que passaram a incidir nos fundos de investimento, assim como nos fundos PGBL, são determinantes no resultado da avaliação. Estas alterações, pela importância nos resultados, merecem uma descrição detalhada.

4.1 Tributação dos Fundos de Investimentos de Renda Fixa

Os fundos de investimento referenciados DI eram tributados em 20% da rentabilidade, com “come-cotas” mensais, que dizer, o tributo era auferido no mês e recolhido no último dia útil do mês. Com a publicação da Lei nº11.033, de Dezembro de 2004, alterou tanto a alíquota aplicada e criando alíquotas diferenciadas pelo prazo do investimento, assim como o prazo de recolhimento do imposto na fonte, que é alterado de mensal para semestral. A partir de 1º de Janeiro de 2005, o Imposto de Renda na Fonte dos fundos de investimentos passou a ser recolhido no último dia útil dos meses de Maio e Novembro, incidindo as seguintes alíquotas:

- I) 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
- II) 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
- III) 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;
- IV) 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

4.2 Tributação dos Planos Geradores de Benefício Livre (PGBL)

Diferente aos fundos de investimentos em renda fixa, a incidência da tributação dos PGBL é no valor total aplicado e não apenas na rentabilidade, como ocorre com os fundos de renda fixa.

A publicação da Lei nº11.053 em Dezembro de 2004, em consonância com as mudanças tributárias nos fundos de investimentos, alterou as regras de tributação dos fundos PGBL. A lei, que entrou em vigor em 01 de Janeiro de 2005, introduziu uma nova opção de tributação, denominada tributação regressiva e alterou a regra de tributação na fonte dos planos com tributação tradicional.

Os planos de tributação tradicionais, que são denominados de tributação progressiva, são sujeitas as seguintes alíquotas tributárias:

- I) Isento: Resgate mensal de até R\$ 1.164,00 (um mil cento e sessenta e quatro reais);
- II) 15% (quinze por cento): Resgates mensal de R\$ 1.164,01 (um mil cento e sessenta e quatro reais e um centavo) até R\$ 2.326,00 (dois mil trezentos e vinte e seis reais);
- III) 27,5% (vinte e sete inteiros e cinco décimos por cento): Resgate mensal acima de R\$ 2.326,00 (dois mil trezentos e vinte e seis reais).

Porém, antes de vigorar a Lei nº11.053, a retenção do imposto de renda na fonte no ato do resgate não incidia para o resgate isento de tributação, apenas retendo as duas faixas tributáveis em suas respectivas alíquotas. A nova lei altera a regra de retenção na fonte, estabelecendo que para qualquer que seja o valor do resgate, haverá a incidência de alíquota de 15%(quinze por centro) na fonte no momento do resgate, como antecipação do IR devido na declaração de ajuste anual.

Esta tributação é denominada de “Tributação Progressiva Compensável”, os valores resgatados e retidos na fonte devem ser declarados no ajuste anual do IR, podendo haver, ou não, compensação na alíquota do imposto, dependendo do rendimento do contribuinte.

A nova opção de tributação introduzida pela lei nº 11.053 é denominada “Tributação Regressiva Definitiva” e segue os moldes da tributação dos fundos de investimento, onde a alíquota praticada está ligada ao tempo de permanência do investimento. A alíquota é de caráter definitiva, pois o imposto retido na fonte não sofrerá compensação no ajuste anual do IR. As alíquotas de imposto a ser recolhida na fonte seguem as seguintes regras:

I - 35% (trinta e cinco por cento), para recursos com prazo de acumulação inferior ou igual a 2 (dois) anos;

II - 30% (trinta por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 2 (dois) anos e inferior ou igual a 4 (quatro) anos;

III - 25% (vinte e cinco por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 4 (quatro) anos e inferior ou igual a 6 (seis) anos;

IV - 20% (vinte por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 6 (seis) anos e inferior ou igual a 8 (oito) anos;

V - 15% (quinze por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 8 (oito) anos e inferior ou igual a 10 (dez) anos; e

VI - 10% (dez por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 10 (dez) anos. Hipóteses de Tributação

Na avaliação em que nos propomos, de acordo com os objetivos do estudo, necessitamos definir premissas que espelham de forma mais fidedigna possível às possibilidades tributárias existentes. Para tal, devemos

considerar algumas as especificidades em relação a prazo e alíquota tributária de incidência.

A incidência da tributação nos fundos de investimentos em renda fixa, como visto anteriormente, passou a adotar alíquotas diferenciadas de acordo com o prazo. Na avaliação proposta, a alíquota tributária utilizada foi a de 15% (quinze por cento), que na legislação atual incidem sobre os fundos com prazo de aplicação acima de 760(setecentos e sessenta) dias. A adoção desta alíquota é conveniente com a avaliação proposta, pelo fato do objetivo da avaliação ser de investimento para acumulo de capital em prazo longo.

Apesar da nova tributação ter início de vigência a partir de 01 de Janeiro de 2005 e a série de cotas dos fundos terem seu início em 30 de dezembro de 2000, foi adotado para fins de estudo, a aplicação da alíquota de forma retroativa. Portanto, todas séries de cotas dos fundos de investimentos foram calculadas de acordo com a nova legislação tributária, que além da alíquota, contempla o recolhimento semestral. Com isto, no último dia útil dos meses de Maio e Novembro o “come-cotas” é aplicado na fórmula de rentabilidade acumulada. No primeiro dia útil dos meses de Junho e Dezembro as cotas estarão líquidas de impostos e a rentabilidade acumulada continua sendo apurada, porém, agora sobre a cota líquida de impostos. O imposto é descontado também no momento do resgate da cota, no caso avaliado é o último dia da série das cotas, no dia 30 de Setembro de 2005.

A legislação tributária aplicada ao PGBL possibilita a escolha entre a “Tributação Progressiva Compensável” e a “Tributação Regressiva Definitiva”. Utilizando o critério adotado para escolher as premissas tributárias dos fundos de investimentos, focando na tributação mais vantajosa para investimentos a longo prazo, foi eleita a Tributação Regressiva Definitiva para a análise.

Os fundos PGBL não sofrem incidência de tributação durante o período de investimento, o que significa a ausência do “come-cotas” como ocorre no caso dos fundos de investimentos de renda fixa. Os impostos

auferidos no momento do resgate obedecem às alíquotas descritas, de acordo com o prazo de investimento.

Uma suposição importante feita no estudo é utilização da série de 4 anos e 9 meses (1198 dias úteis) como base para incidência de todas as alíquotas de incidência de impostos. Para tal, a série em questão será transformada em base anual, onde serão aplicadas as alíquotas tributárias de acordo com o prazo de investimento.

5 Análise dos Resultados

A partir da realização do trabalho, de acordo com a descrição do Capítulo 3 e 4, dedicado à Fundamentação Teórica e Tributação, alguns resultados foram alcançados. Como no estudo não foi utilizado nenhum benchmark usual do mercado de renda fixa, como Certificado de Depósito Bancário (CDI) ou Selic, para comparar com os resultados obtidos pelos fundos de renda fixa e fundos PGBL, a análise do resultado se deu na comparação direta entre ambos. Por sugestão do orientador, a mediana foi utilizada para sintetizar os resultados individuais, respeitando a segmentação estabelecida no estudo. A tabela a seguir demonstra a rentabilidade obtida pelos fundos segmentos em varejo, preferencial e private. As tabelas com os resultados de cada segmento de PGBL serão demonstradas em sub-capítulos específicos, possibilitando ao final, a comparação entre ambos.

5.2 Segmento Preferencial

O desempenho dos fundos classificados como preferências obtiveram uma mediana de rentabilidade líquida de impostos de 96,86%, cuja rentabilidade anualizada ficou em 15,31%.

Os PGBL desta categoria alcançaram uma rentabilidade acumulada bruta no período analisado de 110,54%, ficando a rentabilidade anualizada bruta em 16,95%. Para apurar a rentabilidade líquida de imposto, foram aplicadas as mesmas alíquotas tributárias de 35%, 30%, 25%, 20%, 15% e 10% utilizadas nos fundos de varejo. A mediana da rentabilidade anualizada líquida dos fundos desta categoria alcançaram o desempenho de e 6,82%, 8,5%, 10,09%, 11,59%,13,02% e 14,39% respectivamente.

Tabela VII

Rentabilidade dos Fundos PGBL – Preferencial

Alíquota IR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
Prazo	acima de 10 anos	acima de 8 até 10 anos	acima de 6 até 8 anos	acima de 4 até 6 anos	acima de 2 até 4 anos	até 2 anos
Anualizado	14,39%	13,02%	11,59%	10,09%	8,50%	6,82%
Resgate	89,48%	78,96%	68,43%	57,90%	47,38%	36,85%
30/9/2005	110,54%	110,54%	110,54%	110,54%	110,54%	110,54%
31/12/2004	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%
31/12/2003	63,92%	63,92%	63,92%	63,92%	63,92%	63,92%
31/12/2002	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%
31/12/2001	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%	15,32%

5.3 Segmento Private

No segmento private, como era de se esperar, o desempenho tanto dos fundos, como dos PGBL, obtiveram um desempenho melhor que os segmentos listados antes. A mediana dos fundos deste segmento alcançou rentabilidade líquida no período analisado de 106,43%, ficando o valor anualizado em 16,47%.

Os PGBL deste segmento apuraram mediana da rentabilidade de bruta de 119,93%, ficando o valor anualizado em 18,05%. Utilizando as alíquotas de 35%, 30%, 25%, 20%, 15% e 10% para o imposto de renda a deduzir, as medianas das rentabilidades líquidas ficaram em 7,81%, 9,50%, 11,1%, 12,62%, 14,07% e 15,45% respectivamente.

Tabela VIII

Rentabilidade dos Fundos PGBL – Private

Alíquota IR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
Prazo	acima de 10 anos	acima de 8 até 10 anos	acima de 6 até 8 anos	acima de 4 até 6 anos	acima de 2 até 4 anos	até 2 anos
Anualizado	15,45%	14,07%	12,62%	11,10%	9,50%	7,81%
Resgate	97,94%	86,94%	75,95%	64,95%	53,95%	42,96%
30/9/2005	119,93%	119,93%	119,93%	119,93%	119,93%	119,93%
31/12/2004	94,00%	94,00%	94,00%	94,00%	94,00%	94,00%
31/12/2003	68,60%	68,60%	68,60%	68,60%	68,60%	68,60%
31/12/2002	36,35%	36,35%	36,35%	36,35%	36,35%	36,35%
31/12/2001	16,07%	16,07%	16,07%	16,07%	16,07%	16,07%

5.4 Análise do resultado da hipótese I

A partir das rentabilidades apuradas, utilizamos a hipótese de investimento descrito no sub capítulo 3.4.2., para obtermos algum padrão de resultado nos três diferentes segmentos de cliente.

Para o segmento varejo, o investidor que optar pela Opção 1, aplicaria o valor R\$ 0,725 líquido de imposto de renda, no dia 30/12/2000 e resgataria no dia 30/09/2005, o valor de R\$ 1,29 (Tabela VIII) líquidos de impostos. Por outro lado, se tivesse escolhido a Opção 2, o investidor estaria optando por postergar o pagamento do imposto, reduzindo sua base de incidência e teria R\$ 0,638 líquidos de imposto para investir em fundos de renda fixa e R\$ 0,12 que foram investidos em PGBL e que sofreria a incidência de imposto de renda apenas no momento de resgate. Neste caso, somando os

investimentos em fundos de renda fixa e PGBL, o investidor estaria aplicando R\$ 0,758, ou seja R\$ 0,033 a mais que na Opção 1. Seguindo a hipótese, projetando a rentabilidade para os diferentes períodos, o investidor resgataria os valores líquidos de R\$1,291, R\$1,303, R\$1,315, R\$1,327, R\$1,339 e R\$1,351 para as alíquotas de 35%, 30%, 25%, 20%, 15% e 10% respectivamente (Tabela IX).

Comparando os resultados obtidos pelas duas opções de investimento, a opção 2 obteve rentabilidade melhor que a opção 1, para todas as faixas de alíquotas de impostos dos PGBL. Ficando a opção 2 entre 100,11% até 104,76% acima da rentabilidade auferida pela Opção 1.

No caso do segmento preferencial, a Opção 1 resgataria no período estudado R\$ 1,427 (Tabela VIII), enquanto a Opção 2 resgataria R\$1,420, R\$1,433 e R\$1,445, R\$1,458, R\$1,471 e R1,483 para as alíquotas de 35%, 30%, 25%, 20%, 15% e 10%(Tabela IX). Comparando o resultados, podemos observar que neste caso, para alíquota de 35%, mesmo sem os benefícios fiscais presentes na Opção 2, a Opção 1 teve desempenho melhor que a Opção 2, ficando a Opção 2 em 99,51% em relação a Opção 1. Nas demais alíquotas a Opção 2 é a melhor escolha, obtendo entre 100,39% e 103,93% da rentabilidade da Opção 1.

Para o segmento private, a Opção 1 resgataria ao final do período o valor de R\$ 1,497. Opção 2 resgataria para o mesmo período os valores de R\$1,489, R\$1,502, R\$1,515, R\$1,528, R\$1,541 e R\$1,555 para as alíquotas respectivas de 35%, 30%, 25%, 20%, 15% e 10%. Assim como no segmento preferencial, para a alíquota de 35%, a Opção 1 mostrou melhor desempenho comparado a Opção 2, ficando esta à 99,46% da rentabilidade da Opção 1. Para as demais alíquotas, a Opção 2 continua sendo a melhor escolha, ficando a rentabilidade entre 100,35% e 103,87% em relação ao da Opção 1.

Os resultados apurados nos três segmentos demonstram dois efeitos na rentabilidade. A primeira mais óbvia que é o incentivo da Tributação Regressiva, beneficiando os investidores de acordo com o prazo. O segundo

fator diz respeito ao impacto do PGBL na rentabilidade em cada segmento de cliente. Os benefícios fiscais proporcionados pelo PGBL possuem impactos com graus diferenciados em cada segmento, com resultados positivos principalmente para os clientes do segmento Varejo. No segmento Preferencial e Private a diferença de rentabilidade dos dois segmentos são muito similares e inferiores ao segmento Varejo em todas as faixas de tributação.

Tabela IX

Rentabilidade da Opção 1 (R\$)

Alíquota IR	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Prazo	acima de 10 anos	acima de 8 até 10 anos	acima de 6 até 8 anos	acima de 4 até 6 anos	acima de 2 até 4 anos	até 2 anos
Varejo	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290
Preferencial	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427
Private	1,497	1,497	1,497	1,497	1,497	1,497

Tabela X

Rentabilidade da Opção 2 (R\$)

Alíquota IR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
Prazo	acima de 10 anos	acima de 8 até 10 anos	acima de 6 até 8 anos	acima de 4 até 6 anos	acima de 2 até 4 anos	até 2 anos
Varejo	1,351	1,339	1,327	1,315	1,303	1,291
Preferencial	1,483	1,471	1,458	1,445	1,433	1,420
Private	1,555	1,541	1,528	1,515	1,502	1,489

Tabela XI

Razão: Opção 2 / Opção 1 (%)

Alíquota IR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
Prazo	acima de 10 anos	acima de 8 até 10 anos	acima de 6 até 8 anos	acima de 4 até 6 anos	acima de 2 até 4 anos	até 2 anos
Varejo	104,76%	103,83%	102,90%	101,97%	101,04%	100,11%
Preferencial	103,93%	103,05%	102,16%	101,28%	100,39%	99,51%
Private	103,87%	102,99%	102,11%	101,23%	100,35%	99,46%

5.5 Análise da Hipótese II

Na hipótese II o fator tempo de investimento é fundamental para determinar os resultados da análise. O que observamos ao efetuar uma análise cruzada entre as opções de investimentos em apenas fundos de investimentos ou opção com PGBL, é que o resultado de se utilizar o PGBL como ferramenta de investimento é uma opção vantajosa para todos os segmentos de cliente e valores investidos a partir do sétimo ano.

Nas tabelas abaixo simulamos em quanto ficariam, em valores líquidos de imposto de renda, dos investimentos de 10%, 15% e 20% em relação à renda bruta para as duas opções de investimento. Para efeito de comparação, verificamos na Tabela IV, a soma dos valores dos investimentos líquidos de imposto apurado ao final de cada período, com os valores residuais da renda líquida depois de efetuado o investimento. Desta forma podemos, ao final de cada período, analisar entre duas opções de investimento em condições igualitárias, permitindo verificar em qual opção obtemos o maior retorno ao investidor.

Na tabela a seguir, observamos, que na parte superior da tabela, existe a indicação de tempo de investimento em ano e a alíquota de imposto de renda incidente. Para comparar as opções de investimentos, devemos então observar a tabela correta do percentual de investimento em relação à renda bruta e o tempo de investimento. Desta forma, podemos, comparar os resultados obtidos com a opção de investir apenas em fundos de investimentos e a opção com PGBL.

Os resultados indicam que, no longo prazo, todos os níveis de investimentos em relação à renda bruta, a opção de PGBL somado aos fundos de investimentos, são mais rentáveis que a opção de investimento apenas com fundos. Porém, o maior benefício fiscal foi verificado nos investimentos que representavam 10% da renda bruta, impulsionando o rendimento da opção de investimento em PGBL. Os clientes do segmento Preferencial (renda bruta de 4 mil e 5 mil) e Private (renda bruta de 10mil e 20 mil), conseguem a partir de terceiro ano de investimento, obterem ganhos

maiores que em relação a opção sem PGBL. Como exemplo, caso o investidor venha a resgatar o investimento ao final do 11^a ano, os clientes do segmento Preferencial teriam um patrimônio respectivamente 17,18% e 17,58% maior que o investidor que escolheu apenas o fundo. No caso dos clientes Private, a diferença de patrimônio seria respectivamente de 23,71% e 24,31%. No segmento Varejo deste mesmo nível de investimento, os ganhos da opção com PGBL superam a opção sem PGBL, apenas a partir do sexto e sétimo ano. Como ilustrado acima, ocorrendo o resgate ao final do 11^a ano, o investidor estaria com um patrimônio entre 8,43% e 10,09% maior na opção com PGBL.

Ao nível de 15% e 20% da renda bruta, nos segmentos Preferencial e Private, a opção com PGBL superar a opção sem PGBL a partir do quinto ano. Seguindo o exemplo anterior, ao final de 11 anos, com 15% de investimento da renda, o cliente Preferencial estaria com um patrimônio entre 8,99% e 9,16% maior investindo em PGBL, enquanto o cliente Private estaria com patrimônio 9,46% e 9,64% maior. Quando o investimento aumenta para 20% da renda bruta, o cliente Preferencial ficaria com patrimônio 8,01% e 8,14% maior quando do resgate no 11^a ano, e um cliente Private estaria com patrimônio 8,29% e 8,43% maior. No segmento Varejo, os ganhos com PGBL se mostram estáveis em todos os percentuais de investimento. A opção se torna vantajosa a partir do 6^a e 7^a ano de investimento e os ganhos no patrimônio ficam entre 8,46% e 10,98%, semelhante ao nível de 10%.

Analisando os dados obtidos, ressaltamos novamente a importância da questão tributária no desempenho dos investimentos, alterando de forma significativa os ganhos entre os investidores de acordo com sua renda, percentuais e tipo de investimento. A opção de investir em PGBL mostra novamente a característica de ser um investimento para longo prazo.

TABELA XII

Investimento em PGBL e Fundos de Investimentos

Investimento 10%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	975,22	987,04	1.008,46	1.025,51	1.055,61	1.080,07	1.122,26	1.157,19	1.216,21	1.265,91	1.348,32
2000	1.869,00	1.892,64	1.935,50	1.969,59	2.029,79	2.078,70	2.163,08	2.232,95	2.350,99	2.450,38	2.615,21
4000	3.416,66	3.468,21	3.560,49	3.636,43	3.769,00	3.880,29	4.070,30	4.232,66	4.504,43	4.740,39	5.128,35
5000	4.145,18	4.209,62	4.324,97	4.419,89	4.585,61	4.724,72	4.962,23	5.165,18	5.504,89	5.799,84	6.284,79
10000	7.794,79	7.933,14	8.178,65	8.386,22	8.745,76	9.055,59	9.580,87	10.041,29	10.807,05	11.488,59	12.602,75
20000	15.087,00	15.363,69	15.854,72	16.269,85	16.988,94	17.608,60	18.659,15	19.579,99	21.111,53	22.474,59	24.702,91

Investimento 15%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	973,59	991,55	1.021,52	1.046,80	1.088,37	1.123,89	1.181,48	1.231,28	1.311,02	1.380,74	1.491,03
2000	1.871,75	1.907,67	1.967,62	2.018,17	2.101,31	2.172,34	2.287,54	2.387,14	2.546,61	2.686,04	2.906,63
4000	3.435,30	3.515,45	3.647,32	3.762,85	3.950,13	4.116,24	4.381,87	4.620,17	4.996,50	5.337,65	5.870,20
5000	4.168,49	4.268,67	4.433,51	4.577,92	4.812,02	5.019,65	5.351,70	5.649,57	6.119,97	6.546,42	7.212,10
10000	7.845,78	8.061,44	8.413,99	8.730,67	9.240,99	9.704,82	10.442,55	11.120,36	12.185,50	13.173,95	14.710,03
20000	15.188,98	15.620,31	16.325,40	16.958,75	17.979,40	18.907,06	20.382,51	21.738,14	23.868,42	25.845,33	28.917,48

Investimento 20%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	979,15	1.003,39	1.040,47	1.073,78	1.124,44	1.170,23	1.239,44	1.302,38	1.396,97	1.483,48	1.612,77
2000	1.882,87	1.931,35	2.005,51	2.072,14	2.173,45	2.265,02	2.403,46	2.529,33	2.718,51	2.891,53	3.150,11
4000	3.461,69	3.572,32	3.739,39	3.895,60	4.129,86	4.350,25	4.678,59	4.989,33	5.449,33	5.887,15	6.531,36
5000	4.201,47	4.339,75	4.548,60	4.743,85	5.036,68	5.312,17	5.722,59	6.111,01	6.686,02	7.233,29	8.038,56
10000	7.916,69	8.215,10	8.664,20	9.093,53	9.735,31	10.352,54	11.269,25	12.155,92	13.464,75	14.737,56	16.605,45
20000	15.330,81	15.927,62	16.825,81	17.684,49	18.968,05	20.202,50	22.035,92	23.809,25	26.426,92	28.972,55	32.708,31

TABELA XIII

Investimento em Fundos de Investimentos

Investimento 10%											
Imposto	15%		15%		15%		15%		15%		15%
Renda/Ter	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	1.011,11	1.023,68	1.037,89	1.053,96	1.072,14	1.092,68	1.115,92	1.142,19	1.171,90	1.205,49	1.243,48
2000	1.910,80	1.935,93	1.964,36	1.996,50	2.032,84	2.073,94	2.120,40	2.172,95	2.232,37	2.299,55	2.375,52
4000	3.447,04	3.497,31	3.554,16	3.618,44	3.691,12	3.773,31	3.866,25	3.971,34	4.090,17	4.224,55	4.376,49
5000	4.183,15	4.245,99	4.317,05	4.397,40	4.488,26	4.591,00	4.707,17	4.838,53	4.987,07	5.155,04	5.344,96
10000	7.863,73	7.989,41	8.131,53	8.292,23	8.473,94	8.679,42	8.911,76	9.174,49	9.471,57	9.807,49	10.187,35
20000	15.224,88	15.476,24	15.760,47	16.081,87	16.445,30	16.856,25	17.320,94	17.846,39	18.440,55	19.112,41	19.872,12

Investimento 15%											
Imposto	15%		15%		15%		15%		15%		15%
Renda/Ter	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	1.016,67	1.035,52	1.056,84	1.080,95	1.108,20	1.139,03	1.173,88	1.213,29	1.257,85	1.308,24	1.365,22
2000	1.921,91	1.959,62	2.002,25	2.050,46	2.104,98	2.166,62	2.236,32	2.315,14	2.404,26	2.505,04	2.619,00
4000	3.481,73	3.573,17	3.678,80	3.800,82	3.941,78	4.104,62	4.292,74	4.510,04	4.761,08	5.051,07	5.386,07
5000	4.226,52	4.340,82	4.472,85	4.625,38	4.801,59	5.005,13	5.240,27	5.511,91	5.825,70	6.188,19	6.606,95
10000	7.965,32	8.213,55	8.503,20	8.841,18	9.235,56	9.695,73	10.232,69	10.859,24	11.590,33	12.443,41	13.438,83
20000	15.428,05	15.924,52	16.503,82	17.179,79	17.968,53	18.888,89	19.962,80	21.215,90	22.678,09	24.384,25	26.375,08

Investimento 20%											
Imposto	15%		15%		15%		15%		15%		15%
Renda/Ter	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	1.022,23	1.047,37	1.075,79	1.107,93	1.144,27	1.185,37	1.231,84	1.284,38	1.343,80	1.410,98	1.486,95
2000	1.933,03	1.983,30	2.040,15	2.104,43	2.177,11	2.259,30	2.352,24	2.457,33	2.576,16	2.710,53	2.862,48
4000	3.508,12	3.630,03	3.770,87	3.933,57	4.121,52	4.338,64	4.589,45	4.879,20	5.213,91	5.600,57	6.047,24
5000	4.259,50	4.411,90	4.587,95	4.791,32	5.026,25	5.297,65	5.611,17	5.973,35	6.391,74	6.875,07	7.433,40
10000	8.036,23	8.367,21	8.753,41	9.204,05	9.729,88	10.343,45	11.059,39	11.894,80	12.869,59	14.007,02	15.334,25
20000	15.569,88	16.231,83	17.004,24	17.905,52	18.957,18	20.184,32	21.616,21	23.287,01	25.236,59	27.511,47	30.165,91

TABELA XIV

Razão: PGBL + Fundos / Fundos

Investimento 10%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	-3,55%	-3,58%	-2,84%	-2,70%	-1,54%	-1,15%	0,57%	1,31%	3,78%	5,01%	8,43%
2000	-2,19%	-2,24%	-1,47%	-1,35%	-0,15%	0,23%	2,01%	2,76%	5,31%	6,56%	10,09%
4000	-0,88%	-0,83%	0,18%	0,50%	2,11%	2,84%	5,28%	6,58%	10,13%	12,21%	17,18%
5000	-0,91%	-0,86%	0,18%	0,51%	2,17%	2,91%	5,42%	6,75%	10,38%	12,51%	17,58%
10000	-0,88%	-0,70%	0,58%	1,13%	3,21%	4,33%	7,51%	9,45%	14,10%	17,14%	23,71%
20000	-0,91%	-0,73%	0,60%	1,17%	3,31%	4,46%	7,73%	9,71%	14,48%	17,59%	24,31%

Investimento 15%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	-4,24%	-4,25%	-3,34%	-3,16%	-1,79%	-1,33%	0,65%	1,48%	4,23%	5,54%	9,22%
2000	-2,61%	-2,65%	-1,73%	-1,57%	-0,17%	0,26%	2,29%	3,11%	5,92%	7,23%	10,98%
4000	-1,33%	-1,62%	-0,86%	-1,00%	0,21%	0,28%	2,08%	2,44%	4,94%	5,67%	8,99%
5000	-1,37%	-1,66%	-0,88%	-1,03%	0,22%	0,29%	2,13%	2,50%	5,05%	5,79%	9,16%
10000	-1,50%	-1,85%	-1,05%	-1,25%	0,06%	0,09%	2,05%	2,40%	5,14%	5,87%	9,46%
20000	-1,55%	-1,91%	-1,08%	-1,29%	0,06%	0,10%	2,10%	2,46%	5,25%	5,99%	9,64%

Investimento 20%											
Imposto	35%		30%		25%		20%		15%		10%
Renda/Tempo (ano)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1000	-4,21%	-4,20%	-3,28%	-3,08%	-1,73%	-1,28%	0,62%	1,40%	3,96%	5,14%	8,46%
2000	-2,59%	-2,62%	-1,70%	-1,53%	-0,17%	0,25%	2,18%	2,93%	5,53%	6,68%	10,05%
4000	-1,32%	-1,59%	-0,83%	-0,97%	0,20%	0,27%	1,94%	2,26%	4,52%	5,12%	8,01%
5000	-1,36%	-1,64%	-0,86%	-0,99%	0,21%	0,27%	1,99%	2,30%	4,60%	5,21%	8,14%
10000	-1,49%	-1,82%	-1,02%	-1,20%	0,06%	0,09%	1,90%	2,20%	4,62%	5,22%	8,29%
20000	-1,54%	-1,87%	-1,05%	-1,23%	0,06%	0,09%	1,94%	2,24%	4,72%	5,31%	8,43%

5.6 Limitações do Modelo

A primeira limitação diz respeito à pesquisa, por se tratar de uma pesquisa em um banco de dados, podem acarretar erros caso o banco de dados tenha algum erro de entrada dos dados.

A segunda limitação vem do universo da pesquisa, pelas series serem curtas em comparação aos objetivos da pesquisa, existe uma limitação na utilização das alíquotas tributária. A falta de uma serie maior pode acarretar distorção na conclusão do resultado, principalmente no caso dos PGBL, em que a tributação é fundamental para o resultado.

Na terceira limitação, na seleção dos fundos e PGBL o número que compõem cada segmento não ficaram com o mesmo número de fundos, devido principalmente à inexistência de PGBL com o perfil adequado para cada segmento.

A quarta limitação diz respeito à taxa de carregamento dos PGBL. Pela dificuldade de determinar uma taxa para o mesmo produto, esta não está sendo considerada no cálculo, sabendo que isto pode acarretar diferença na rentabilidade.

6 Conclusão

O mercado de previdência privada, ao contrário do que muitos pensam, tem uma longa história no Brasil e no Mundo. O modelo atual de previdência privada aberto é que existe há pouco tempo, sendo fomentado e estimulado pelo governo, na busca de gerar poupança interna. O crescimento do mercado de previdência privada só foi possível após a estabilização da economia.

A primeira conclusão obtida aponta para um mercado de previdência privada claramente focado no varejo, por ser o segmento em que auferem maior rentabilidade entre os segmentos nas hipóteses aqui colocadas. Um segundo motivo para esta conclusão, foram as informações obtidas de forma verbal pelas instituições, corroborando com o foco no segmento de classe média. Em muitas instituições, o segmento Preferencial e Private se confundem, por não existir um PGBL específico para cliente Private.

Os cálculos apontam que além da rentabilidade, os fundos de Varejo se beneficiam mais que os outros segmentos a cada alteração na faixa de tributação. A causa deste fato está relacionada ao menor poder de barganha deste segmento de clientes e que são obrigados a se sujeitar a elevadas taxas de administração dos fundos de investimentos.

As diferentes alíquotas tributárias, introduzidas pela nova legislação, a primeira vista trouxeram muitas dúvidas para os contribuintes. Segundo a SUSEP, estas dúvidas se refletiram nos dados de receita acumulada dos PGBL, que entre janeiro e setembro de 2005 ficou em R\$ 2.379 milhões,

quando no mesmo período do ano passado era de R\$ 2.929 milhões, redução de 6,5%.

No longo prazo, a nova tributação poderá modificar a estratégia de atuação das instituições, incentivando o foco em cliente dos segmentos preferencial e private, uma vez que os ganhos tributários produzidos pela nova Lei começam a se tornar significativos para estes segmentos ao longo do tempo de aplicação.

Outro fator importante para o amadurecimento da previdência privada é a questão da blindagem dos fundos vinculados às reservas técnicas introduzida pela nova Lei nº11.196. Com a nova legislação, o risco de crédito em que o investidor fica exposto investindo em um fundo PGBL se tornam equivalentes aos riscos de um investimento em fundo de investimento. A nova Lei determina que em caso de falência das instituições que administram os fundos PGBL, o patrimônio do fundo não integrará a massa falida da instituição, sendo as quotas pertencentes aos participantes, assim como ocorre no caso dos fundos de investimentos.

Concluimos que a opção de investimento em PGBL, de acordo com as hipóteses aqui colocadas, é recomendado para o segmento de varejo em investimento de qualquer prazo. Já nos segmentos preferencial e private, a opção de PGBL, apesar de ganhos menores comparados ao varejo, são recomendados para investimentos com prazo acima de 2 anos. Observamos que as recentes alterações, ao que mostrou este estudo, cumprem a função de tornar mais atrativo este instrumento para investimento no longo prazo. O PGBL é recomendável para todo investidor que esteja alinhado com os objetivos de formação de poupança ao longo do tempo.

Apêndice

I) Rentabilidade Acumulada 31/12/2000 até 30/9/2005 - Fundos

Fundos de Investimento - Varejo											
	Boston Golden	Bradesco Hiperfundo	Caixa FIC DI	Citi DI Gold	Itaú Fic	Real Extra	Safra plus	Santander Super	UBB DI	BB CPMF	Mediana
Resgate	80,52%	72,91%	77,94%	86,46%	73,12%	72,32%	79,44%	82,92%	73,87%	59,65%	77,94%
30/9/2005	81,88%	74,09%	79,36%	87,86%	74,34%	73,54%	80,66%	84,15%	75,11%	60,60%	79,36%
31/12/2004	64,55%	58,96%	60,98%	69,89%	58,64%	58,01%	65,09%	67,90%	59,44%	48,52%	60,98%
31/12/2003	49,86%	46,36%	45,34%	54,67%	45,67%	45,09%	51,61%	53,87%	46,17%	39,03%	46,36%
31/12/2002	26,77%	24,15%	21,81%	29,62%	23,25%	23,21%	27,84%	26,41%	24,04%	18,66%	24,15%
31/12/2001	12,07%	10,93%	13,02%	12,99%	11,05%	11,52%	12,71%	13,06%	11,20%	9,00%	12,07%

Fundos de Investimento - Preferencial							
	Boston Capital	Citi Master	BB 150	Safra High	Santander Premium	Real Priority	Mediana
Resgate	95,96%	97,76%	100,74%	91,62%	104,11%	95,57%	96,86%
30/9/2005	97,05%	99,46%	102,52%	93,09%	105,89%	97,30%	98,55%
31/12/2004	76,40%	78,03%	79,91%	74,66%	82,84%	75,37%	77,21%
31/12/2003	58,11%	59,64%	61,12%	58,17%	63,04%	56,53%	58,90%
31/12/2002	31,19%	31,85%	30,53%	31,22%	30,79%	28,63%	30,99%
31/12/2001	14,02%	13,97%	14,33%	14,19%	14,57%	14,52%	14,26%

Fundos de Investimento - Private											
	Hsbc Ativo	HSBC Master Multi	HG Top	HG Verde	Votorantim	Pactual High Yield	Itau Performance	Bradesco Mais	Bradesco Macro	Pactual Hedge	Mediana
Resgate	106,25%	101,05%	147,96%	215,12%	121,14%	106,61%	105,67%	105,61%	100,97%	108,18%	106,43%
30/9/2005	108,03%	102,43%	149,92%	217,38%	123,06%	108,48%	107,52%	107,41%	102,70%	111,07%	108,25%
31/12/2004	85,22%	83,84%	124,04%	188,16%	98,76%	84,51%	83,88%	84,26%	80,45%	86,77%	84,86%
31/12/2003	65,88%	62,84%	99,51%	148,56%	77,20%	63,55%	63,38%	64,64%	61,52%	64,98%	64,81%
31/12/2002	33,76%	28,49%	54,86%	77,79%	42,11%	34,27%	34,27%	34,38%	31,26%	34,78%	34,32%
31/12/2001	15,04%	14,23%	21,78%	25,74%	18,39%	15,32%	15,06%	15,20%	14,56%	15,62%	15,26%

II) Rentabilidade Acumulada 31/12/2000 até 30/9/2005 – PGBL

PGBL Varejo											
	Brad FICRF Prev Fácil PGBL Fix	Brasilprev RT Fix FI RF	Itaú Flexprev I RF FICFI	CAIXA FI Preinvest RF	Realprev Fix FICFI R Fixa	HSBC Previdência Conservador	UBB AIG Prever I FIX 100 FI	Sulaprevi Fix 100 FI	MB Prev X	Icatu H Moderado B FI RF	Mediana
30/9/2005	100,04%	103,64%	100,28%	106,78%	99,01%	99,78%	91,90%	108,14%	103,63%	98,81%	100,16%
31/12/2004	79,05%	82,52%	79,37%	84,78%	78,23%	78,68%	73,14%	85,46%	82,13%	79,95%	79,66%
31/12/2003	58,72%	62,18%	59,11%	63,54%	57,66%	58,40%	54,08%	63,44%	60,69%	58,73%	58,92%
31/12/2002	29,03%	32,61%	29,87%	31,65%	29,69%	31,30%	28,32%	35,00%	32,78%	31,67%	31,48%
31/12/2001	13,97%	14,36%	13,61%	13,90%	14,23%	13,37%	13,49%	16,36%	14,36%	13,96%	13,97%

PGBL Preferencial								
	Bradesco FIC RF PGBL F 15	Brasilprev RT Fix II FI RF	Itaú Flexprev VI RF FICFI	Realprev FIX Exec RF	UBB AIG Prever IV FIX 100 FI	Icatu H Moderado C FI RF	Safra Prevfix FI RF Previd	Mediana
30/9/2005	110,54%	120,44%	110,03%	116,07%	107,46%	108,32%	111,96%	110,54%
31/12/2004	86,44%	94,27%	86,69%	91,21%	85,11%	87,00%	87,53%	87,00%
31/12/2003	62,78%	68,62%	63,92%	66,77%	62,34%	63,30%	64,02%	63,92%
31/12/2002	30,05%	36,78%	33,54%	35,30%	33,21%	34,22%	33,99%	33,99%
31/12/2001	15,32%	16,07%	14,72%	15,89%	15,17%	15,15%	15,62%	15,32%

PGBL Private							
	Bradesco FIC RF PGBL F 10	Itaú Flexprev XII RF FICFI	Itauprev Master RF F100 FI	HSBC FI RF Future	Safra Prevfix Gold FI RF Prev	Sulagroup Fix 100 FI	Mediana
30/9/2005	119,43%	119,39%	120,44%	120,64%	116,91%	122,31%	119,93%
31/12/2004	93,55%	93,73%	94,27%	94,62%	91,21%	95,92%	94,00%
31/12/2003	68,20%	68,57%	68,62%	69,25%	66,41%	70,10%	68,60%
31/12/2002	34,41%	36,29%	36,78%	36,42%	35,29%	38,27%	36,35%
31/12/2001	16,17%	15,87%	16,07%	15,64%	16,07%	17,28%	16,07%

Referências Bibliográficas

ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira (1999) **Mercado Financeiro: Aspectos Teóricos e Conceituais** – Pioneira, São Paulo

DUARTE JR. Antônio Marcos & VARGA, Gyorgy (2003) **Gestão de Riscos no Brasil** – Financial Consultoria, Rio de Janeiro.

ELTON, E.J. & GRUBER M.J (1995) **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis** – John Wiley & Sons, INC, New York

JARDIM, Maria Aparecida Chaves (2003) **A Previdência Social e o Mercado de Previdência Privada: Um Olhar Sociológico** – Coppe/UFRJ

PATTON, Michael Quinn (1990) **Qualitative Evaluation and Research Methods** – Sage Publications, USA

SANTOS, Luis Otávio Lima dos (2005) **Tesouro Direto e os Fundos de Investimento Lastreado em Títulos de Renda Fixa: Uma Comparação de Performance Líquida**. Dissertação de conclusão de Mestrado Profissionalizante do IBMEC, Rio de Janeiro.

SAVIOA, José Roberto Ferreira (1996) **A Globalização de Mercado Financeiro Brasileiro: Um Estudo de Implicações sobre a Competitividade**. Tese de Doutorado FEA/USP, São Paulo

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. (1997) **Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiros**, Editora Lucre, Campinas.

INVESTNEWS. Séries Históricas dos Fundos de Investimentos Renda Fixa. Disponível em www.investnews.com.br ; Acesso em 01 de Outubro de 2005.

INVESTNEWS. Séries Históricas dos Fundos PGBL Renda Fixa. Disponível em www.investnews.com.br ; Acesso em 01 de Outubro de 2005.

QUANTUM. Séries Históricas dos Fundos de Investimentos Renda Fixa. Acesso em 03 de Outubro de 2005.

QUANTUM. Séries Históricas dos Fundos PGBL Renda Fixa. Acesso em 03 de Outubro de 2005.

SUSEP. Superintendência de Seguros Privados, Disponível em www.susep.gov.br.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em www.cvm.gov.br.

CENTER FOR CAPITAL FLOW ANALYSIS. Disponível em www.capital-flow-analysis.com/lessons/case_1k.html.

ANAPP. Associação Nacional da Previdência Privada. Disponível em www.anapp.com.br

FENASEG. Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização. Disponível em www.fenaseg.org.br

BANCO BRADESCO. Disponível em www.bradesco.com.br

BANCO ITAÚ. Disponível em www.italu.com.br

BRASILPREV. Disponível em www.brasilprev.com.br

BANCO SAFRA. Disponível em www.safranet.com.br

BANKBOSTON. Disponível em www.bankboston.com.br

REAL AMRO BANK. Disponível em www.real.com.br

SULAMERICA SEGUROS. Disponível em www.sulamerica.com.br

UNIÃO DOS BANCOS BRASILEIROS. Disponível em www.unibanco.com.br

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)