Instrumentos de Controle de Riscos Utilizados na Gestão de Investimentos dos Regimes

Francisco Carlos Fernandes (FURB) - fernandes.francisco@uol.com.br

Nadia Mar Bogoni (FURB) - nadiabogoni@hotmail.com

Resumo:

O sistema de previdência do funcionalismo público é um enorme desafio para a gestão pública no país, constituindo-se em um importante problema de finanças públicas. O sucesso desse sistema ao longo do tempo dependerá do equilíbrio atuarial a ser obtido e mantido pelos regimes próprios de previdência. Neste contexto, a gestão dos investimentos desempenha um papel relevante e o estudo dos controles utilizados nessas atividades pode contribuir para a melhoria nos seus padrões de desempenho e, assim, para a manutenção do necessário equilíbrio entre risco e retorno. O objetivo deste estudo é avaliar os mecanismos de controle de riscos utilizados na gestão de investimentos pelos Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS – dos municípios do Rio Grande do Sul. A metodologia da pesquisa é descritiva, do tipo levantamento ou survey, com abordagem quantitativa para a análise dos dados. Os questionários aplicados identificam a existência de vários itens das políticas, práticas e sistemas de gestão de investimentos. A pesquisa foi realizada em todos os 303 municípios que possuíam RPPS constituído em março/2008 e o número de respostas obtidas permite a caracterização da pesquisa como probabilística, com erro máximo de 9%. Os resultados da pesquisa demonstram que 58% dos gestores declararam não possuir política de investimentos formalizada. Em média 70% declararam não possuir práticas de gestão de investimentos e 74% informaram que não possuem sistemas de apoio à gestão de investimentos formalizados. Como conclusão, observa-se que, a despeito do conservadorismo adotado na composição das carteiras, não são adotados mecanismos apropriados de controle de riscos para os investimentos desses fundos.

Palavras-chave: *Gestão de Riscos; Regimes Próprios de Previdência Social; Investimentos*

Área temática: *Controladoria*

Instrumentos de Controle de Riscos Utilizados na Gestão de Investimentos dos Regimes de Previdência dos Municípios do Rio Grande do Sul

RESUMO

O sistema de previdência do funcionalismo público é um enorme desafio para a gestão pública no país, constituindo-se em um importante problema de finanças públicas. O sucesso desse sistema ao longo do tempo dependerá do equilíbrio atuarial a ser obtido e mantido pelos regimes próprios de previdência. Neste contexto, a gestão dos investimentos desempenha um papel relevante e o estudo dos controles utilizados nessas atividades pode contribuir para a melhoria nos seus padrões de desempenho e, assim, para a manutenção do necessário equilíbrio entre risco e retorno. O objetivo deste estudo é avaliar os mecanismos de controle de riscos utilizados na gestão de investimentos pelos Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS – dos municípios do Rio Grande do Sul. A metodologia da pesquisa é descritiva, do tipo levantamento ou *survey*, com abordagem quantitativa para a análise dos dados. Os questionários aplicados identificam a existência de vários itens das políticas, práticas e sistemas de gestão de investimentos. A pesquisa foi realizada em todos os 303 municípios que possuíam RPPS constituído em março/2008 e o número de respostas obtidas permite a caracterização da pesquisa como probabilística, com erro máximo de 9%. Os resultados da pesquisa demonstram que 58% dos gestores declararam não possuir política de investimentos formalizada. Em média 70% declararam não possuir práticas de gestão de investimentos e 74% informaram que não possuem sistemas de apoio à gestão de investimentos formalizados. Como conclusão, observa-se que, a despeito do conservadorismo adotado na composição das carteiras, não são adotados mecanismos apropriados de controle de riscos para os investimentos desses fundos.

1 INTRODUÇÃO

O sistema previdenciário constitui-se em um dos principais problemas estruturais das contas públicas no Brasil. Segundo Afonso e Fernandes (2005), aspectos demográficos, mudanças no mercado de trabalho e os efeitos da Constituição de 1988 são alguns fatores que explicam o desequilíbrio financeiro e atuarial do sistema previdenciário público brasileiro.

De acordo com o Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS) (2001), os custos e desequilíbrios do setor público previdenciário são, hoje, reconhecidos como alguns dos principais fatores comprometedores da gestão governamental. Tal fato, requer a implementação de uma administração e planejamento conscientes, bem como, um contínuo acompanhamento do setor previdenciário em todas as esferas governamentais (União, Estados e Municípios), conferindo caráter de relevância ao equacionamento de seus compromissos previdenciários.

A busca pela redução dos gastos previdenciários e pelo equilíbrio financeiro e atuarial é uma das principais características da reforma previdenciária iniciada no final da década de 1990. Um dos marcos da reforma previdenciária foi a aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 20 em 16 de dezembro de 1998, que dispõe sobre a criação de um sistema de previdência para os servidores públicos da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, conhecido como Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

A Emenda estabelece, dentre outras metas, a necessidade de buscar o equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS. Esse equilíbrio impõe uma necessidade mínima de resultados das aplicações financeiras realizadas com os fundos previdenciários. As aplicações desses fundos são regulamentadas pela legislação federal (em especial, a Resolução do Conselho

Monetário Nacional nº 3.506/2007) que busca garantir que os recursos previdenciários sejam protegidos de falhas de sistemas gerenciais e comportamentos voláteis agressivos, capazes de comprometer a rentabilidade dos fundos e ao mesmo tempo comprometer o equilíbrio financeiro e atuarial.

Vários estudos abordam a gestão de riscos, o gerenciamento de ativos e passivos, superação de metas atuariais, dentre outros aspectos que envolvem gestão de investimentos em fundos de pensão. Bodie (1988), Garcia (2003), Helbronner (2005) e Yermo (2008) contemplaram a importância da diversificação das carteiras, a busca por maiores rentabilidades, os riscos associados aos principais fundos de investimentos e a importância de acompanhamento pelos gestores e o estabelecimento de boas práticas de governança, visando garantir o acompanhamento da *performance* desses fundos, bem como sua liquidez e solvência.

Herranz (1995) estabeleceu a necessidade de delimitar percentuais máximos de alocação dos investimentos, como padrão de segurança, em virtude do risco moral dos gestores dos planos de benefício. Gulias Júnior (2005) verificou se o nível de exposição ao risco de mercado imposto aos ativos administrados pelos fundos de pensão é compatível com a cobertura do passivo atuarial dos seus planos de benefícios. O trabalho foi conduzido por meio de um estudo de caso na Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF) e utilizou como instrumentos para a realização dos testes empíricos o *Value-at-Risk* (VaR) e a formação de fronteiras eficientes, conforme a Teoria das Carteiras, desenvolvida por Markowitz. Ferreira (2006) analisou a política de investimentos do Fundo de Previdência do Estado de Minas Gerais (FUNPEMG), que se constitui em um RPPS e que segue as regulamentações estabelecidas na Resolução do CMN nº 3.244/2004. O autor verificou o risco de perdas financeiras e de desempenhos diários inferiores à referida meta, a partir dos dados do FUNPEMG e por Simulações de Monte Carlo baseadas em investimentos que atendem a Resolução.

Os vários enfoques, apresentados nos estudos citados, envolvem a gestão de risco, gerenciamento de ativos e passivos, superação de metas atuariais, dentre outros aspectos que envolvem gestão de investimentos em fundos de pensão. As abordagens citadas demonstram a relevância em gerenciar riscos, aperfeiçoar formas de controle, de modo que os níveis de retorno sejam compatíveis com o crescimento dos passivos atuariais, mantendo a solvência dos fundos de pensão.

Diante do exposto, o objetivo deste estudo é avaliar os mecanismos de controle de riscos utilizados nas atividades de investimentos dos RPPS no Estado do Rio Grande do Sul, como forma de garantir a proteção e o equilíbrio financeiro e atuarial. Em especial: a) identificar a política de investimentos praticada pelos gestores dos fundos do RPPS; b) analisar as práticas de gestão de investimentos que estão sendo adotadas pelos RPPS para aumentar as condições de segurança, rentabilidade e transparência, e; c) verificar quais os sistemas de apoio à gestão de investimentos que estão sendo adotados pelos gestores dos RPPS.

A contribuição deste estudo está pautada nas informações que serão produzidas em relação à gestão de riscos adotada pelos RPPS. Ou seja, os resultados alcançados poderão subsidiar os gestores destes fundos na tomada de decisões com relação aos investimentos. Além disso, a pesquisa justifica-se pela importância que esse setor previdenciário possui, uma vez que é responsável pelo pagamento de aposentadorias e pensões de um grande número de servidores públicos. Só no estado do Rio Grande do Sul (RS), representa as aposentadorias e pensões de servidores públicos de 303 municípios do Estado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS)

O estabelecimento de regras gerais para a organização e o funcionamento dos RPPS dos servidores públicos da União, Estados, Distrito Federal e dos Municípios, além dos militares dos Estados e do Distrito Federal, deu-se com a edição da Lei n. 9.717, de 27 de novembro de 1998, embora o marco de criação de um autêntico sistema previdenciário para os servidores públicos tenha sido a edição da Emenda Constitucional nº 20, de 16 de dezembro de 1998. Essa Emenda instituiu a previsão de seu caráter contributivo obrigatório e a necessidade de buscar seu equilíbrio financeiro e atuarial para os RPPS.

Observa-se que a possibilidade de criação dos fundos previdenciários no âmbito da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, na maneira que lhes parecer mais adequada, abre um novo modelo de administração da previdência pública no país.

A instituição dos RPPS, na Constituição Federal (CF), está regida pelo art. n º 40, modificado pela EC nº. 41, de 19 de dezembro de 2003.

A Instrução Normativa (IN) nº 001, de 29 de maio de 2001, da Secretaria da Previdência Social (SPS) define o RPPS da seguinte forma: “entende-se por regime próprio de previdência social o que assegura ao servidor público titular de cargo efetivo, ainda que mediante convênio, pelos menos aposentadoria e pensão por morte”.

Segundo Rodrigues (2002) o objetivo principal dos RPPS é assegurar recursos para o pagamento de aposentadorias e pensões, valores estes que são oriundos de uma fonte de custeio. Esta fonte de custeio é originada não somente da contribuição do servidor, mas também do poder público, que é responsável direto pela manutenção do Regime Próprio de Previdência Social, aportando recursos provenientes de contribuições, bens, direitos e ativos de qualquer natureza.

Os fundos de previdência vinculados ao RPPS são instituições voltadas para o pagamento de aposentadorias e pensões aos servidores públicos, cujo vínculo funcional com o Estado é regido por normas estatutárias.

Os RPPS são criados através de Lei Municipal, sendo organizados com base em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial. Para organizar um RPPS há necessidade de Lei Municipal que deverá observar os critérios de equilíbrio financeiro e atuarial, utilizando a legislação previdenciária vigente, normas de contabilidade e cálculo atuarial, sendo que este irá prever um percentual de contribuição correto (alíquota de equilíbrio), tanto para os servidores, quanto para o ente (CF – art. 149 e art. 249, Lei nº 9.717/98 – art. 1º e 6º e Portaria MPAS nº 4.992/1999 e suas alterações – art. 1º e art. 7º).

Sintetizando, nota-se que a criação de um regime próprio de previdência exige do ente público atenção especial, pois a constituição desse regime deve obedecer a diversos critérios que atendam aos requisitos da legislação vigente.

2.2 Regulamentações Aplicadas ao Regime Próprio de Previdência Social

Existem algumas Leis, Portarias e Resoluções expedidas pelo Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS) e ou Conselho Monetário Nacional (CMN) que são considerados os “pilares” das regulamentações no que diz respeito ao funcionamento, organização, transparência e aplicações financeiras dos RPPS.

Dentre as normas legislativas relacionadas à Previdência dos Servidores Públicos, promulgadas e em vigor, tem-se:

a) Lei Federal n.º 9.717, de 27 de novembro de 1998, que dispõe sobre as regras gerais para a organização e o funcionamento dos RPPS.

b) Emenda Constitucional n.º 20, de 15 de dezembro de 1998, que, de modo geral, modificou o sistema de previdência social do Brasil.
c) Portaria MPAS n.º 4.992, de 05 de fevereiro de 1999, e suas alterações posteriores, que dispõem sobre a definição e a aplicação dos parâmetros e diretrizes gerais previstas na Lei n.º 9.717, bem como, em seu Anexo I, sobre as normas gerais de Atuária a serem observadas na avaliação atuarial desses RPPS.
d) A Lei Federal n.º 9.796, de 05 de maio de 1999, que dispõe sobre a compensação financeira entre o Regime Geral de Previdência Social – RGPS e os Regimes Próprios de Previdência Social, sendo regulamentada pelos Decretos n.º 3.112 e n.º 3.217, de 06 de setembro de 1999 e de 22 de outubro de 1999, respectivamente.
e) Lei Complementar n.º 101, de 04 de maio de 2000, amplamente difundida como a Lei de Responsabilidade Fiscal, que consolida os preceitos emanados da reforma da previdência ocorrida com a EC n.º 20 estabelecendo normas de finanças públicas direcionadas à responsabilidade na gestão fiscal dos recursos públicos.
f) Decreto n.º 3.788, de 11 de abril 2001, que instituiu, no âmbito da Administração Pública, o Certificado de Regularidade Previdenciária – CRP.
g) Emenda Constitucional n.º 41, de 19 de dezembro de 2003, que reformulou a Previdência Social do país, especialmente nas determinações pertinentes ao setor público.
h) Lei n.º 10.887, de 18 de junho de 2004, que alterou disposições da EC 41/2003 e dispositivos da Lei n.º 9.717/98.
i) Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n.º 3.506, de 28 de outubro de 2007, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social, instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

Com relação à legislação pertinente aos RPPS, Rabelo (1998) argumenta que o propósito da Lei nº 9.717/98 e da Portaria MPAS nº 4.992/99 é justamente promover o equilíbrio atuarial e financeiro dos regimes próprios de previdência da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios.

No que tange ao funcionamento, organização e transparência do RPPS, o MPAS expediu em 05 de fevereiro de 1999 a Portaria n º 4492, que dispõe sobre o RPPS dos servidores públicos ocupante de cargo efetivo, da União, Estados, Distrito Federal, dos Municípios e dos militares do Estado e do Distrito Federal. Esta Portaria foi estabelecida considerando a necessidade de transparência, segurança, confiabilidade, solvência e liquidez dos RPPS.

Dessa forma, verifica-se que a proposta é fazer com que o servidor tenha as informações necessárias, capazes de transmitir segurança a respeito dos valores por ele contribuídos. Ou ainda, é possível entender a Portaria nº 4992/99 como um critério de *accountability*, permitindo ao servidor público avaliar a gestão financeira dos recursos aplicados.

Conforme estabelecido pela Lei nº 9717/98, cabe ao Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelecer os critérios a serem observados pelos RPPS com relacão a sua política de investimentos.

A primeira Resolução criada pelo CMN para regulamentar os investimentos dos RPPS, foi a Resolução nº 2.652, em 23 de setembro de 1999. Essa Resolução determinava perfis de aplicações das disponibilidades financeiras dos RPPS e estabelecia que dever-se-ia ter presente as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

Com o intuito de melhorar as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez dos fundos do RPPS, o CMN editou a Resolução nº 3.244 de 28 de outubro de 2004, e posteriormente a Resolução nº 3.506, de 28 de outubro de 2007. Esta última, em especial, mudou a forma de distribuição dos recursos financeiros desses fundos, envolvendo a definição de novos limites de aplicação dos recursos previdenciários entre diversas alternativas de

investimentos, além da possibilidade de montagem de novas composições de carteiras de investimentos.

Neste sentido, é importante conhecer as diversas alternativas de investimentos previstas na Resolução nº 3.506/2007, pois conforme estabelecido nessa Resolução, as aplicações dos recursos previdenciários devem ter presentes as condições de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência.

Comprovando os avanços regulatórios e de gestão que vêm sendo adotados, o MPAS editou, recentemente, a Portaria nº 155 de 15 de maio de 2008, estabelecendo que os responsáveis pela gestão dos RPPS deverão comprovar a elaboração da política de investimentos dos recursos destes fundos, anualmente, e enviá-la à Secretaria de Políticas de Previdência Social (SPS).

2.3 Os Investimentos Previstos pela Resolução nº 3.506/2007

A Resolução nº 3.506 editada pelo Conselho Monetário Nacional, em 28 de outubro de 2007 dispõe sobre as aplicações dos recursos dos RPPS instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios. Essa Resolução revogou a Resolução nº 3.244/2004 e ampliou as oportunidades de investimentos para os RPPS. Seu objetivo é tornar a gestão cada vez mais eficaz e com isso fortalecer o patrimônio destes fundos para garantir condições de honrar compromissos previdenciários sob a sua responsabilidade. Em outras palavras, maiores retornos vêm acompanhados de maiores riscos, o que exige melhores controles. A Resolução 3.506 estabelece limites destinados justamente a manter sob controle os riscos financeiros dos RPPS.

A definição de limites de composição das carteiras de investimentos dos fundos do RPPS remete à preocupação de desenvolver estratégias e/ou mecanismos de proteção dos recursos desses fundos de riscos gerenciais e financeiros inerentes aos investimentos.

O Quadro 1 apresenta os principais limites estabelecidos para a política de investimentos dos RPPS, com base na Resolução do CMN nº 3.506/2007.

Resolução CMN nº 3.506/2007		
RENDA FIXA	**RENDA VARIÁVEL**	**IMÓVEIS**
• Até 100% em títulos públicos Federais • Até 80% em cotas de investimentos referenciados; • 20% em Depósitos de Poupança; • 15% em fundos de Renda fixa sob a forma de condomínio aberto; 15% em fundos de direitos creditórios sob a forma de condomínio aberto;	• Até 30% em de fundos de investimentos previdenciários (classificados como ações); • Até 20% em ações sob a forma de condomínio aberto; • Até 3% em fundos de investimentos classificados como Multimercados;	• Terrenos e outros imóveis vinculados por Lei ao RPPS, mediante a integralização de cotas de fundos de investimentos imobiliários;

Quadro 1–Limites de Investimentos estabelecidos pela Resolução do CMN nº 3.506/2007.
Fonte: Elaborado pelos autores.

Os limites de investimentos apresentados pela regulamentação de aplicação dos fundos do RPPS (Resolução nº 3.506/2007) acarretam na necessidade de formas de controles gerenciais, em especial, a gestão de riscos, que permitam otimizar a eficiência na aplicação de recursos dentre as alternativas de investimentos disponíveis.

2.4 Gestão de Riscos nas Atividades de Investimentos dos RPPS

A gestão de riscos pode ser compreendida como o processo pelo qual cada gerência e/ou gestor decide como os riscos, que representam uma ameaça aos objetivos da instituição, serão tratados. Assim, o gerenciamento de riscos apresenta-se como maneira ou forma de

investigar a lucratividade e a competitividade de diversos segmentos de mercado, entre outros. Talvez o grande desafio da gestão de riscos seja, em tempos de constantes e profundas mudanças, buscar mecanismos que minimizem o impacto dos riscos advindos de tais mudanças.

A mais famosa definição de risco segundo Holton (2004) é aquela dada pelo economista Frank Knight (1921) que sugeriu a diferenciação entre a incerteza e o risco. A incerteza refere-se a situações em que uma decisão pode gerar muitos resultados, porém cada um deles apresenta possibilidades de ocorrência desconhecidas (a incerteza é imensurável). Por sua vez, o risco refere-se a situações relacionadas a todos os possíveis resultados, em que se conhece a possibilidade de cada resultado vir a ocorrer. Em outras palavras, risco é definido como uma incerteza mensurável e que pode ser determinada quantitativamente

Os diversos conceitos atribuídos ao risco e à incerteza têm em comum a probabilidade de que eventos incertos ocorram e que causem prejuízos às mais diversas entidades, em especial, às financeiras, dentre as quais se encontram os bancos, as seguradoras e os fundos de pensão, entre outras.

Assim sendo, a entidade financeira abordada neste estudo são os fundos de pensão do funcionalismo público. Fernandes (2000, p. 63) trata os fundos de pensão como negócio financeiro pelos seguintes fatores: ênfase na administração de ativos, existência de um passivo eminentemente atuarial e sua qualidade de investidor institucional.

Utilizando-se do exposto por Fernandes (2000), podem-se equiparar os RPPS aos fundos de pensão, e conseqüentemente, às entidades financeiras, uma vez que os RPPS têm a finalidade de formar, progressivamente, reserva financeira necessária, visando garantir o pagamento de benefícios previdenciários para servidores públicos e seus dependentes legais.

As atividades dos fundos de pensão podem ser vistas como atividades fundamentalmente orientadas para a formação de resultados econômicos, ou seja, transformar investimentos capazes de garantir, no futuro, a aposentadoria de seus participantes. Logo, a gestão de riscos para essas atividades é de fundamental importância.

As atividades de investimentos tratadas neste estudo referem-se às modalidades de investimentos praticadas pelos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), estabelecidas pela Resolução 3.506/2007 editada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DE PESQUISA

Com o propósito de responder às questões elaboradas neste estudo a pesquisa evidencia características de cunho descritivo, com abordagem quantitativa para a coleta dos dados.

Segundo Gil (2002, p. 42), “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Com relação à abordagem quantitativa, Hair Jr. et al (2005, p. 100) estabelecem que esta oferece informações resumidas sobre várias características, sendo útil para o mapeamento de tendências.

No tocante à população deste estudo, elegeram-se os municípios do Estado do Rio Grande do Sul que possuem constituído o Regime Próprio de Previdência Social. Segundo dados do Ministério da Previdência e Assistência Social – MPAS (2007), o estado do Rio Grande do Sul possui 303 municípios com RPPS constituído.

Com relação à amostra, Hair Jr. et al. (2005, p. 237) definem a amostra como sendo “um subconjunto relativamente pequeno da população”. Ou seja, qualquer subconjunto da população por meio do qual é possível estimar as características da população. Nesta

pesquisa, a amostra configura-se como probabilística do tipo aleatória simples. De acordo com Lakatos e Marconi (2002) o tipo de amostra probabilística aleatória simples estabelece que cada membro da população tem a mesma probabilidade de ser escolhido. Nessa perspectiva, portanto, qualquer que seja a amostra, ela serve para apresentar um resultado. A um nível de confiança desejado de 91% e um erro de estimação permitido de 9%, tem-se:

Cálculo da amostra:

$$n_0 \cong 1/e^2$$

$$n = \frac{N.n_0}{N + n_0}$$

Sendo que:

n_0 = tamanho da amostra (valor procurado);

e = erro amostral tolerável (9% ou e = 0,09);

N = população (303 municípios que possuem RPPS instituído);

Inicialmente calcula-se uma primeira estimativa n_0 na fórmula acima. Após, com o valor n_0 e N, calcula-se o tamanho da amostra (n).

$n_0 = 1/(0,09)^2$

$n_0 = 123$

n = (303 x 123)/ 303 +123 $\cong$ 84

Portanto, tem-se uma amostra probabilística e aleatória de 84 municípios, localizados no Estado do Rio Grande do Sul e que possuem o RPPS constituído.

Destaca-se ainda que todos os 303 municípios pertencentes à população eleita para esta pesquisa receberam o instrumento de pesquisa (questionário) por meio eletrônico, sendo que 84 municípios responderam o questionário, aleatoriamente. Este fato permite a consideração da amostra como probabilística com a aceitação de um erro amostral de 9%.

Com relação aos procedimentos de coleta de dados, têm-se para este estudo a pesquisa bibliográfica e por levantamento ou *survey*. As pesquisas bibliográficas segundo Gil (1999) são pesquisas desenvolvidas a partir das contribuições dos diversos autores à cerca de determinado assunto, mediante consulta a livros e artigos científicos.

Por sua vez, a coleta dos dados do tipo por levantamento ou s*urvey*, segundo Hair Jr. et al (2005), é usada quando o projeto de pesquisa envolve a coleta de informações de uma grande amostra de indivíduos. O instrumento de pesquisa utilizado para realização deste estudo é o questionário. De acordo com Gil (2002), trata-se de uma técnica de coleta de dados em que as perguntas propostas pelo pesquisador são respondidas por escrito pelo pesquisado.

Após a especificação do instrumento de coleta de dados realizou-se a identificação, através do sítio do Ministério da Assistência e Previdência Social (MPAS), de todos os municípios do Estado do Rio Grande do Sul que possuem legalmente constituído o regime próprio de previdência na data de 16 de dezembro de 2007. Na seqüência, buscou-se o endereço eletrônico (e-mail) dos representantes dos RPPS de cada município. A identificação foi feita da seguinte forma: na *homepage* do MPAS encontra-se um *link* em que cada município deve informar as contribuições mensalmente repassadas ao fundo do RPPS, saldos, número de servidores, alíquotas de contribuições, dentre outras informações (chamado de demonstrativo previdenciário). Além disso, também se encontram os nomes dos responsáveis pela gestão do RPPS com seus respectivos endereços eletrônicos.

De posse dessa informação, acessaram-se todos os demonstrativos previdenciários dos (303 municípios do Estado que possuem o RPPS e que se encontram relacionados no MPAS. Uma vez coletados os endereços eletrônicos, providenciou-se o envio do questionário aos respondentes via *e-mail.* A pesquisa foi aplicada no período de dezembro de 2007 a fevereiro

de 2008. De posse dos questionários respondidos, buscou-se organizar e tabular os dados de tal forma que pudessem produzir informações conclusivas, sustentando o problema proposto nesta pesquisa. Após a realização da análise por meio da estatística descritiva, fez-se a análise dos dados coletados.

Como limitação da pesquisa tem-se: a) dificuldade em obter respostas aos questionários enviados, logo os resultados retratam a realidade circunscrita a essa população, não se podendo inferir para os demais fundos dos RPPS do estado do Rio Grande do Sul; b) a pesquisa tem como foco a gestão de riscos nas atividades de investimentos dos fundos do RPPS, em especial as atividades estabelecidas pela Resolução do CMN nº 3.506/2007, não contemplando outros riscos a que esses fundos estão expostos; c) possibilidade do gestor do fundo, responsável pelas informações prestadas, não ter o devido conhecimento com relação à importância da gestão de riscos. Uma vez que o gestor do fundo pode ser escolhido em assembléia, pelos próprios servidores municipais.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Os RPPS estudados localizam-se no estado do Rio Grande do Sul e são popularmente conhecidos como fundos de pensão das administrações públicas. Essa forma de regime previdenciário constitui-se pelas contribuições dos servidores públicos detentores de cargo efetivo e pelas contribuições patronais do ente público.

A alíquota de contribuição é fixada por Lei Municipal, sendo que aos servidores compete à alíquota de 11% sobre seus vencimentos, conforme estabelecido pela Lei nº 10.887 de 18 de junho de 2004 (a partir desta Lei, nenhum servidor contribui com alíquota inferior aos 11% estabelecidos). Já a contribuição patronal (da entidade pública) é fixada também por Lei Municipal, mas mediante a realização de cálculo atuarial, o qual estabelece a respectiva alíquota de contribuição para cada ente público.

O Estado do RS possui 183.868 servidores públicos municipais distribuídos entre ativos, inativos e pensionistas que participam do RPPS. Sendo que os 303 fundos constituídos possuem um montante de R$ 2.205 milhões, o que corresponde a 1,3% do Produto Interno Bruto (PIB) do estado do RS, estimado pela Fundação de Economia e Estatística (FEE) para 2007 em R$ 175.209 milhões.

De acordo com os dados apresentados, observa-se que se trata de um número significativo de contribuintes distribuídos entre esses fundos, os quais possuem um expressivo volume de recursos alocados entre as diversas modalidades de investimentos previstas na legislação vigente.

4.1 Características da Gestão dos RPPS

Esta seção relata a forma como a gestão de recursos do RPPS é realizada e questiona a conduta dos gestores, ou seja, se a mesma está pautada em elevados padrões éticos e de integridade e voltados para a defesa dos direitos dos participantes destes fundos

Na Tabela 1 têm-se dados relativos à existência de código de ética para nortear a ação dos gestores dos RPPS.

Tabela 1 – Existência de código de ética e conduta no fundo de pensão

Alternativa	Freqüência	%
Sim e próprio	2	2,4
Sim, do município	3	3,6
Não possui	79	94
Total	**84**	**100**

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 1 demonstra que 94% dos entrevistados não possuem instituído código de ética e conduta para os RPPS, apenas 2,4% possuem código de ética próprio do fundo e 3,6.% utilizam o mesmo código adotado pelo município.

As principais funções do código de ética e conduta estão pautadas em princípios de responsabilidade, deveres e vedações como padrões de conduta, passando por questões comportamentais em ambiente de trabalho e aplicações financeiras de recursos particulares. Sempre com o intuito de buscar uma gestão socialmente responsável, com maior transparência por parte das instituições, tanto públicas quanto privadas, nas relações com fornecedores, servidores e cidadãos (Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional - STN nº 602/2005).

Convém salientar que a formalização do código de ética e conduta também faz parte das obrigações dos gestores do RPPS e que foi estabelecido pela Resolução do CMN nº 3.506/2007.

Considerando o exposto pela STN e pela Resolução vigente, a Tabela 1 apresenta dados que merecem atenção dos gestores dos fundos e por parte do MPAS, que é órgão responsável pela fiscalização dos RPPS, visto que 94% dos fundos entrevistados não apresentam código de ética e conduta formalizado.

4.2 A Política de Investimentos dos RPPS

A política de investimentos dos fundos do RPPS diz respeito ao modelo de gestão a ser adotado, em outras palavras, deve contemplar a estratégia de alocação dos recursos entre os diversos segmentos de aplicação e as respectivas carteiras de investimentos, bem como, observar os limites estabelecidos para cada modalidade de aplicação, sempre observando a legislação vigente.

Na seqüência, utilizando-se dos dados coletados através do instrumento de pesquisa, apresentam-se informações sobre a política de investimentos que vem sendo praticada pelos RPPS investigados.

As assertivas utilizadas contemplam a política de investimentos do RPPS, bem como, se a mesma satisfaz os requisitos da Resolução do CMN n° 3.506/2007. Além de questionamentos com relação à acessibilidade por parte dos servidores participantes do RPPS; limites de concentração de investimentos em determinados intermediários financeiros; parâmetros a serem adotados para cálculo dos níveis de exposição a riscos; limites de risco aprovados; se a política estabelece padrões e procedimentos para acompanhamento dos *ratings* das instituições; a necessidade de segregação de função entre os responsáveis pelas operações de investimentos e os responsáveis pelos processamentos dos documentos; as responsabilidades sobre a escolha de alternativas de investimentos; se a política exige a definição prévia de limites de crédito a serem observados na condução de negócios com cada intermediário financeiro; as conseqüências das violações da política de investimentos, por parte dos gestores; se na formulação e atualização da política participam pessoas com conhecimentos técnicos especializados em gestão de investimentos; e, se os limites de investimento estabelecidos nas normas do RPPS permitem uma diversificação adequada nos investimentos da entidade**.**

A Figura 1 apresenta a média para todos os respondentes entrevistados, com relação à política de investimentos adotada. Analisando-se a Figura 1, tem-se que 58% declaram não possuir uma política de investimentos implementada, seguindo de 30,5% que afirmam possuir uma política e 11,5% que não demonstraram se a política existe ou não. A partir dos dados apresentados na Figura 1 pode-se evidenciar, de uma forma geral, que a grande maioria não possui a política de investimentos formalizada. Sendo que os gestores responsáveis pelos investimentos destes fundos, por não disporem de pessoas com conhecimento técnico adequado, preocupam-se, basicamente, em atender aos requisitos mínimos estabelecidos pela

Resolução do CMN nº 3.506/2007 no tocante aos enquadramentos estabelecidos na diversificação dos investimentos, não priorizando critérios de transparência, gestão de risco-retorno e responsabilidade dos gestores.

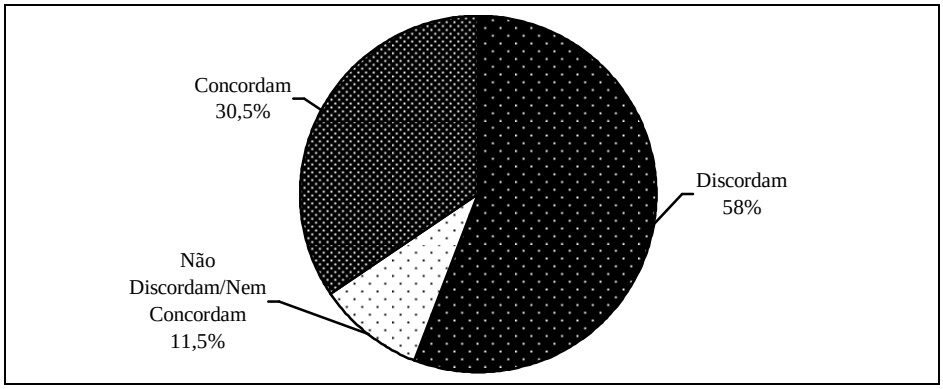

Figura 1 – Média apresentada pelos RPPS com relação a Política de Investimentos
Fonte: Dados da pesquisa

Observou-se ainda que a grande maioria dos gestores conhece as exigências previstas na Resolução do CMN nº 3.506/2007 no tocante à política de investimentos. Mesmo assim, preocupam-se, basicamente, em atender aos requisitos mínimos estabelecidos com relação aos enquadramentos estabelecidos na diversificação dos investimentos, não priorizando critérios de transparência, gestão de risco-retorno e responsabilidade dos gestores.

4.3 Práticas de Gestão de Investimentos Exercidas pelos RPPS

A prática de gestão de investimentos dos fundos do RPPS diz respeito a ações utilizadas pelos gestores responsáveis pelos fundos, ou seja, a formalização propriamente dita das políticas de investimentos praticadas entre os gestores e os custodiantes.

As questões utilizadas para investigar as práticas de gestão de investimentos dos RPPS foram: a existência de mecanismos de checagem da execução das transações de investimentos com os parâmetros definidos nas políticas e normas existentes sobre o assunto; existência de monitoramento adequado para políticas e procedimentos adotados; existência de parâmetros e regras que previnam conflitos de interesses de todos os profissionais envolvidos na execução dos negócios; existência de regras escritas para orientar o relacionamento com os gestores, custodiantes e corretores.

A Figura 2 apresenta os dados coletados sobre as práticas de gestão de investimentos.

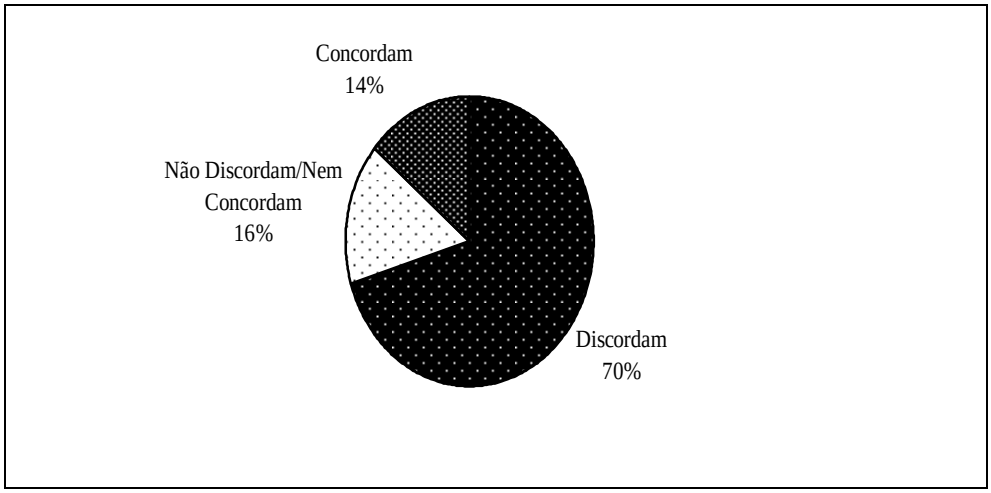

Figura 2 – Média apresentada pelos RPPS com relação a Práticas de Gestão de Investimentos
Fonte: Dados da pesquisa

A Figura 2 apresenta a média apresentada pelos RPPS no tocante a práticas de gestão de investimentos, cuja distribuição encontra-se da seguinte forma: 70,0% asseguram não existir práticas de gestão de investimentos, 14% asseguram existir e 16% não declararam se as práticas de gestão existem ou não.

É importante salientar que embora alguns gestores tenham declarado a efetiva existência de práticas de gestão de investimentos dos fundos dos RPPS, verificou-se a grande maioria asseguram não existir essas práticas. Trata-se de uma constatação relevante, uma vez que a inexistência de mecanismos de controle e de monitoramento por parte dos gestores dos fundos pode comprometer a segurança, a rentabilidade e a transparência dos RPPS.

Também é importante observar, que embora a Resolução do CMN nº 3.506/2007 represente um avanço com relação ao estabelecimento de regras, limites, controles, gerenciamento de riscos, dentre outros, é importante assegurar que esses mecanismos sejam realmente cumpridos pelos gestores dos RPPS. Portanto, cabe ao MPAS proceder a uma fiscalização efetiva.

4.4 Sistemas de Apoio à Gestão de Investimentos

Os sistemas de apoio à gestão de investimentos referem-se aos métodos e técnicas utilizados pelos gestores dos RPPS na execução da política de investimentos.

As questões utilizadas para investigar os sistemas de apoio à gestão utilizados foram: utilização pelo RPPS de modelos quantitativos formais para definir limites dos riscos; existência de mecanismos de controle de adequação dos níveis de investimentos aos limites determinados com base nos modelos quantitativos, e; existência de informação gerencial suficientemente compreensiva para a gestão de riscos de investimentos.

Conforme dados expostos na Figura 3, 74% dos gestores dos RPPS não utilizam sistemas de apoio à gestão de investimentos. Seguidos de 11% que declaram utilizar sistemas de apoio e 15% que não manifestaram a utilização ou não de sistemas de apoio à gestão.

São dados que merecem atenção, pois a relação risco-retorno, bem como os limites de investimentos estabelecidos pela Resolução do CMN nº 3.506/2007, acarretam na necessidade de construção de modelagens gerenciais, dentre eles, os modelos quantitativos, que permitam otimizar a eficiência na aplicação dos recursos dentre as alternativas de investimentos disponíveis. Na visão de Boulier e Dupré (2003), os modelos de otimização são fundamentais para o desenvolvimento de níveis eficientes de aplicação de recursos na consolidação de carteiras de investimentos de fundos previdenciários.

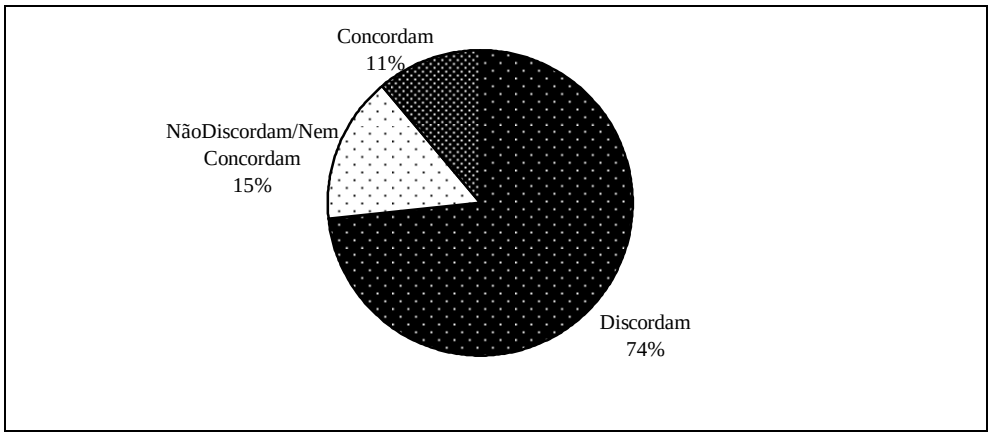

Figura 3 – Média apresentada pelos RPPS com relação ao Sistema de Apoio à Gestão de Investimentos
Fonte: Dados da pesquisa

Seguindo a linha de análise sobre modelos de controle de riscos utilizados, a Figura 4 demonstra os resultados encontrados. Ou seja, apresenta os métodos de controle de riscos

utilizados pelos gestores do RPPS e como se pode visualizar 55% dos respondentes declaram não utilizar nenhum método para controle riscos, 23% afirmam utilizar outros métodos e consideram o cálculo atuarial como um método de controle. Contudo, é importante destacar que a Legislação prevê que (Lei 9.717/98, Portaria 4992/99 e Portaria 172/05), anualmente, os RPPS informem o Demonstrativo de Resultado de Avaliação Atuarial (DRAA). Logo, é de caráter obrigatório.

Prosseguindo-se a análise de acordo com o exposto na Figura 4, observa-se que somente 17% afirmam elaborarem questionários de controle interno (QCIs) que são ferramentas de direcionamento que auxiliam os gestores a determinarem as melhores práticas no desempenho de suas funções e 3% dos respondentes declaram realizar a marcação de riscos nos processos (MRP). É importante observar que somente 1% dos respondentes afirmam utilizar o VaR (Valor em Risco – *Value at Risk)* e a DNP (divergência não planejada- *Tracking error*).

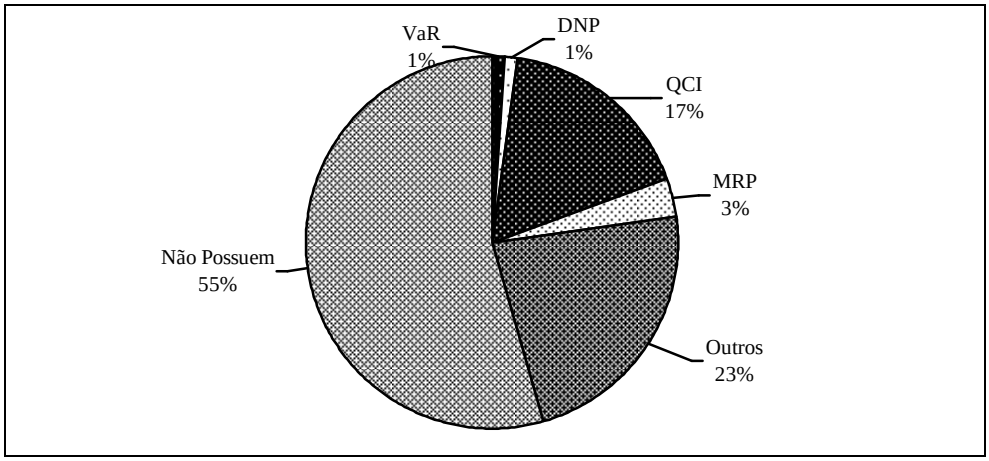

Figura 4– Métodos de Controle de Ricos Utilizados pelos RPPS
Fonte: Dados da pesquisa

Assim sendo, pode-se observar, de uma forma geral, que a grande maioria dos RPPS entrevistados não possui a política de investimentos formalizada. Sendo que os gestores responsáveis pelos investimentos destes fundos, por não disporem de pessoas com conhecimento técnico adequado, preocupam-se, basicamente, em atender aos requisitos mínimos estabelecidos pela Resolução CMN nº 3.506/2007 no tocante aos enquadramentos estabelecidos na diversificação dos investimentos, limitando-se a aplicar os recursos dos fundos em modalidades de baixo risco, não priorizando critérios de rentabilidade e desempenho.

Para evidenciar as formas de gestão que vêm sendo praticadas pelos gestores dos RPPS entrevistados, apresenta-se um "quadro-resumo" à luz da teoria, da legislação (Resolução do CMN nº 3.506/2007) e os resultados encontrados.

No Quadro 2 tem-se uma síntese da forma como os gestores vêm conduzindo a política de investimentos dos seus respectivos fundos. É salutar evidenciar que a legislação vigente vem apresentando avanços com relação à formalização e práticas que devem ser consideradas na ocasião da elaboração de uma política de investimentos eficiente e capaz de apresentar resultados que auxiliem os gestores dos RPPS.

Diante do exposto no Quadro2, percebe-se que embora a legislação vigente tenha apresentado avanços na regulamentação, isso não se estende às práticas encontradas nos respectivos fundos. Mesmo que a Resolução CMN nº 3.506/2007 estabeleça o prazo de 31 de dezembro de 2008 para que os RPPS se enquadrem nas referidas normas, a Resolução anterior (3.244/2004) já previa a formalização, as práticas e a mensuração que uma política de

investimentos deveria contemplar. Portanto, as políticas e práticas encontradas estão muito aquém do previsto na teoria e na própria legislação.

Aspectos analisados	Teoria existente	Legislação (Resolução do CMN nº 3.506/2007)	Pesquisa Práticas existentes nos RPPS do Estado do Rio Grande do Sul
Política de investimentos: aspectos relacionados ao modelo de gestão a ser adotado, com relação à estratégia de alocação dos recursos entre os diversos segmentos de aplicação e as respectivas carteiras de investimentos, observação dos limites estabelecidos para cada modalidade de aplicação.	**Sim** – na teoria existente encontram-se os aspectos que compõem uma política de investimentos - Fabozzi (2000) e Baima (2004).	**Sim** – a Resolução e demais Leis e Instruções Normativas prevêem normas para formalização de políticas de investimentos para os RPPS.	**Não** – a maioria dos RPPS entrevistados não possui formalização de política de investimentos.
Práticas de gestão de investimentos: diz respeito às ações utilizadas pelos gestores responsáveis pelos fundos, ou seja, a formalização propriamente dita das políticas de investimentos praticadas entre os gestores e os custodiantes.	**Sim** – a teoria existente estabelece as principais práticas de gestão de investimentos – Bodie; Kane e Marcus (2000), Fabozzi (2000), Boulier e Dupré (2003).	**Sim** – a Resolução e demais Leis e Instruções Normativas prevêem a formalização de políticas de investimentos para os RPPS.	**Não** – na maioria dos RPPS entrevistados não há práticas de gestão formalizadas com relação à política de investimentos.
Sistemas de apoio à gestão de investimentos: referem-se aos métodos e técnicas utilizados pelos gestores dos RPPS na execução da política de investimentos.	**Sim** – a teoria existente prevê o uso de técnicas e métodos qualitativos e quantitativos para execução de políticas de investimentos - Jorion (2003),Crouhy; Gali;Mark (2004) e Duarte Junior (2005).	**Sim** – a Resolução e demais Leis e Instruções Normativas prevêem o uso de métodos qualitativos e quantitativos e técnicas para execução e uma política de investimentos para os RPPS.	**Não** – a maioria dos RPPS entrevistados não utiliza técnicas e métodos quantitativos para análise de desempenho de seus investimentos.

Quadro 2 – Resumo à luz da teoria, legislação e dados da pesquisa
Fonte: elaborado pelos autores.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve por objetivo avaliar os mecanismos de controle de riscos que estão sendo adotados pelos gestores dos RPPS, nas atividades de investimento, como forma de garantir a proteção e o equilíbrio financeiro e atuarial. Com a utilização da metodologia descritiva, por meio de análise documental e de levantamento ou *survey*, com abordagem quantitativa para a análise dos dados.

No que concerne a identificação da política de investimentos praticada pelos gestores dos fundos dos RPPS, constatou-se que, mesmo que, alguns gestores declaram possuir uma política de investimentos condizente com a política estabelecida pela Resolução CMN nº 3.506/2007, 58% dos gestores declaram que sua política não satisfaz aos requisitos previstos nesta Resolução.

Verificou-se ainda, com base nos dados pesquisados, que a política de investimentos praticada pelos gestores dos RPPS, responsáveis pelos investimentos destes fundos, por não

disporem de pessoas com conhecimento técnico adequado, preocupam-se, basicamente, em atender aos requisitos de enquadramentos e limites estabelecidos na diversificação dos investimentos, não priorizando critérios de transparência, gestão de risco-retorno e a responsabilidade destes gestores para com os contribuintes.

Com relação às práticas de gestão de investimentos que estão sendo adotadas pelos RPPS para aumentar as condições de segurança, rentabilidade e transparência, verificou-se, com base nos dados pesquisados, uma média de 70,0% de gestores dos RPPS que não adotam práticas de gestão de investimentos em seus respectivos fundos. Esse resultado reflete a inexistência de mecanismos de controle e de monitoramento das atividades de investimentos realizadas por esses gestores, comprometendo a segurança, a rentabilidade e o equilíbrio financeiro e atuarial destes fundos.

No que tange identificar quais sistemas de apoio à gestão de investimentos que estão sendo adotados pelos gestores dos RPPS, evidenciou-se, por ocasião da pesquisa, que praticamente não são adotados métodos e técnicas de apoio à gestão, refletindo-se na média encontrada, ou seja, 74,0% não possuem métodos de controles de riscos, de limites, de rentabilidade para os investimentos financeiros dos RPPS.

Outra informação digna de nota é a de que um grande número de gestores declarou que as aplicações, as quais seus fundos encontram-se enquadrados, são de baixo risco. Por esta informação, subentende-se que a grande maioria aplica os recursos do RPPS em renda fixa sob a forma de títulos públicos, que são modalidades que apresentam menor risco. Em outras palavras, enquadra-se na modalidade e limite previstos na Resolução CMN nº 3.506/2007, mesmo que essa Resolução apresente várias opções de investimentos que possam trazer maiores retornos.

Com base nos dados produzidos pela pesquisa, constatou-se que embora a legislação vigente apresente avanços com relação à formalização e práticas que devem ser consideradas na ocasião da elaboração de uma política de investimentos eficiente e capaz de apresentar resultados que auxiliem os gestores dos RPPS, os resultados da pesquisa demonstram que a grande maioria dos municípios pesquisado não adotam mecanismos de controle de riscos para as atividades de investimentos.

Portanto, é salutar que o Ministério da Previdência Social promova as devidas instruções aos gestores dos RPPS para a elaboração de políticas de investimentos e que, ao mesmo tempo, proceda a uma fiscalização efetiva para que essas políticas realmente sejam cumpridas e atendam à legislação vigente.

Consideradas as limitações da presente pesquisa, apresentam-se recomendações para futuras pesquisas com o intuito de demonstrar a importância que a gestão de riscos possui no contexto das organizações. Neste sentido, recomenda-se: a) verificar se houve melhorias com relação às práticas de gestão de riscos adotadas a partir da publicação da Resolução CMN nº 3.506/2007; b) ampliar as fontes de dados e análises contemplando outros riscos a que esses fundos estão expostos; c) investigar a percepção da gestão de riscos pelos servidores participantes dos RPPS; d) aplicar a pesquisa em outros estados brasileiros e comparar com os achados desta pesquisa.

REFERÊNCIAS

AFONSO, L. E.; FERNANDES, R. Uma estimativa dos aspectos distributivos da previdência social no Brasil. **Revista Brasileira de Economia,** vol. 59, n. 3, p. 295-334, 2005.

BARBETTA, P. A. **Estatística aplicada às ciências sociais.** 4 ed. Florianópolis: ed. da UFSC, 2001.

BODIE, Z. Pension fund investiment policy. **Working Paper N. 2752**.Cambridge: NBER, 1988.

BOULIER, J.; DUPRÉ, D. **Gestão financeira dos fundos de pensão**. São Paulo: Pearson Education, 2003.

BRITO, O. S. **Contribuição ao estudo de modelo de controladoria de risco-retorno em bancos de atacado.** Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária (USP), São Paulo, 2000.

BRASIL – **Emenda Constitucional (EC) n. 20** , de 15 de dezembro de 1998. Dispõe sobre as noções gerais do sistema previdenciário brasileiro.

_____ - **EC nº 41** de 19 de dezembro de 2003. Modifica Artigos e Incisos da CF referente às noções gerais do sistema previdenciário brasileiro.

_____ - **Lei nº 9.717** de 27 de novembro de 1998. Dispõe sobre Regras Gerais para Organização e Funcionamento dos Regimes Próprios de Previdência Social.

_____ **Portaria nº 4992** de 05 de fevereiro de 1999. Dispõem sobre o RPPS dos servidores públicos ocupantes de cargo efetivo.

_____MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL (MPAS). **Dados Estatísticos**. Disponível em: http://www.mpas.gov.br. Acesso em 17 set 2007.

_____ **Portaria nº 602** de 05 de setembro de 2007 da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Aprova o Código de Ética e Conduta do Servidor Público do Poder Executivo Federal. Disponível em: http://www.tesuro.fazenda.gov.br. Acesso em 16 fev 2008.

_____ **Resolução BACEN/CMN nº 2652, nº 3244 e Nº 3506** de 28 de outubro de 2007. Disponível em: http://www.bcb.gov.br. Acesso em 15 nov 2007.

CARVALHO, L. N.. **Uma contribuição à auditoria do risco de derivativos**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 1996.

FABOZZI, F. J. **Mercados, análise e estratégias de bônus**: (Títulos de Renda Fixa). 3 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

FEE – Fundação de Economia e Estatística do RS **– PIB do RS a Preços de mercado para 2007 (estimativa)**. Disponível em: http://www.fee.tche.br . Acesso em 21 Fev 2008.

FERNANDES, F.C. **Uma contribuição à estruturação da atividade de controladoria em entidades fechadas de previdência privada**: Uma Abordagem da Gestão Econômica. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Departamento de Contabilidade e Atuária (USP), São Paulo, 2000.

FERREIRA, B. P**. Análise do risco de não superação da meta atuarial em fundos de previdência.** Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

GARCIA, M.T. M. An analysis of pension funds in Portugal. **Pensions: An International Journal.** v.9, p.227-245, 2003.

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GITMAN, L J.; JOEHNK, M. D. **Princípios de Investimentos**. 8 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

GULIAS JÚNIOR, S. **Risco de mercado e prudência na gestão dos recursos nos fundos de pensão**: o Caso da FUNCEF. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – UFPE, Recife, 2005.

HAIR JR, J.F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HELBRONNER, C.L. Pension plan governance and risk management: a Canadian perspective. **Pensions: An International Journal.** v.10, n.3, p. 221-235. Toronto, 2005.

HERRANZ, B. P. **A regulamentação das aplicações dos fundos de pensão no contexto de perigo moral**. Dissertação (Mestrado em Administração) Programa de Pós-Graduação em Administração da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, 1995.

HOLTON G. A. Defining risk. **Financial Analysts Journal.** V. 60, n.6, nov/dec, 2004**.**

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Censo 2006-Contagem da População**.

Disponível em: http://www.ibge.gov.br. Acesso em: 07 set 2007.

JORION, P. **Value at Risk**: a nova fonte de referências para gestão de risco financeiro. 2. ed..São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), 2003.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

MAROCO, J. **Análise estatística com utilização do SPSS**. – 2. ed. Lisboa: Sílabo, 2003.

MARSHALL, C. M. **Medindo e gerenciando riscos operacionais em instituições financeiras.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

RODRIGUES, F. M. **Fundos de pensão dos servidores públicos municipais**. Rio de Janeiro - São Paulo: Renovar, 2002.

TAFNER, P.; GIAMBIAGI, F. (Org). **Previdência no Brasil**: debates, dilemas e escolhas. Rio de Janeiro: Ipea, 2007.

YERMO, J. Governance and investment of public pension reserve funds in selected OECD countries. **OECD WORKING PAPER N. 15,** France, 2008.