

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA  
DE MINAS GERAIS–CAMPUS FORMIGA  
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

Kelma Maria Leal Faria

**O COMPORTAMENTO NA TOMADA DE DECISÃO DA GESTÃO DA CARTEIRA  
DE INVESTIMENTOS DOS RPPS: um mapeamento das heurísticas e dos vieses  
comportamentais**

Formiga

2025

KELMA MARIA LEAL FARIA

**O COMPORTAMENTO NA TOMADA DE DECISÃO DA GESTÃO DA CARTEIRA  
DE INVESTIMENTOS DOS RPPS: um mapeamento das heurísticas e dos vieses  
comportamentais**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG) Campus Formiga-MG, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Adriano Olímpio Tonelli.

Coorientador: Lélis Pedro de Andrade

Formiga

2025

---

F224o Faria, Kelma Maria Leal.

O comportamento na tomada de decisão da gestão da carteira de investimentos dos RPPS: um mapeamento das heurísticas e dos vieses comportamentais / Kelma Maria Leal Faria. - Formiga, 2025  
167 p. : il. color.

Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais – Campus Formiga, 2025.

Orientador: Dr. Adriano Olímpio Tonelli.

Coorientador: Dr. Lelis Pedro de Andrade

1.Previdência. 2. Desempenho de portfólio. 3. Tomada de decisão. I. Faria, Kelma Maria Leal. II. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais – Campus Formiga. Título.

CDD:332.024

---

**Catálogo: Livia Renata Santos- CRB/6-2561**


Kelma Maria Leal Faria

**O COMPORTAMENTO NA TOMADA DE DECISÃO DA GESTÃO DA  
CARTEIRA DE INVESTIMENTOS DOS RPPS: um mapeamento das heurísticas  
e dos vieses comportamentais**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais (IFMG) Campus Formiga–MG, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração.


Linha de Pesquisa: Finanças Comportamentais e Tomada de Decisão.

Aprovado em: \_\_\_ / \_\_\_ / \_\_\_\_\_ pela banca examinadora:

Documento assinado digitalmente  
 **ADRIANO OLÍMPIO TONELLI**  
Data: 09/09/2025 09:56:55-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>


---

Prof. Dr. Adriano Olímpio Tonelli (Orientador)

Documento assinado digitalmente  
 **LELIS PEDRO DE ANDRADE**  
Data: 09/09/2025 10:39:38-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>


---

Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade (coorientador)

Documento assinado digitalmente  
 **BRUNO CESAR DE MELO MOREIRA**  
Data: 09/09/2025 16:27:56-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr. Bruno César de Melo Moreira (avaliador interno)

Documento assinado digitalmente  
 **DIANA VAZ DE LIMA**  
Data: 09/09/2025 18:07:41-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr.<sup>a</sup> Diana Vaz de Lima (avaliadora externa)

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, por fortalecer a minha fé e me conceder a sabedoria e a força necessárias para enfrentar cada desafio ao longo desta jornada.

Ao meu esposo, Leandro, pelo amor, pela paciência, pelo apoio incondicional e pela compreensão nos momentos de ausência e de intensa dedicação aos estudos. Agradeço também pelo cuidado com a minha alimentação e pelo incentivo constante à prática de atividades físicas, que contribuíram imensamente para o meu equilíbrio e bem-estar durante este período.

À minha filha, Helena, fonte inesgotável de inspiração e motivação, que, com seu sorriso e carinho, me deu forças nos momentos mais desafiadores. Você é a razão do meu empenho e dedicação.

Aos meus pais, Belchior e Leni, pelo amor incondicional, que sempre foram meu alicerce, pelos valores e exemplos de vida.

Às minhas amigas, Aline, Sabrina e Vanderlaine, que, com suas palavras de incentivo e apoio, foram fundamentais para me fortalecer ao longo desta trajetória.

Aos meus amigos do PPGA-IFMG, Davi, Letícia, Joaquim e Patrícia, turma 2023, pelos conselhos, troca de conhecimentos e pelo apoio durante toda essa caminhada. Juntos, compartilhamos desafios, conquistas e aprendizados inesquecíveis.

Ao meu orientador, Adriano, pela orientação criteriosa, incentivo e valiosas contribuições acadêmicas. Sua experiência e comprometimento foram determinantes para o desenvolvimento deste trabalho.

Ao meu coorientador, Lélis, pelo apoio constante, pelas sugestões enriquecedoras no desenvolvimento deste trabalho.

Aos professores participantes da banca, Professora Diana e Professor Bruno, pelo tempo dedicado à leitura e avaliação deste trabalho, bem como pelas considerações e sugestões que certamente o enriquecerão ainda mais.

Aos professores do PPGA-IFMG que em cada disciplina contribuíram com meu crescimento profissional e acadêmico.

Aos entrevistados que dedicaram seu tempo para contribuir com essa pesquisa.

E a todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho, meu mais sincero agradecimento.

“Não vês que somos viajantes?

E tu me perguntas:

Que é viajar?

Eu respondo com uma palavra:

é avançar!

Experimentais isto em ti

Que nunca te satisfaças com aquilo que és

Para que sejas um dia aquilo que ainda não és.

Avança sempre! Não fiques parado no caminho.”

Santo Agostinho

## RESUMO

O campo das finanças comportamentais tem ganhado relevância ao demonstrar como fatores psicológicos e emocionais influenciam decisões financeiras, desafiando a ideia de racionalidade plena. Este trabalho apresenta uma análise integrada de duas pesquisas: uma revisão sistemática da literatura sobre finanças comportamentais aplicadas à previdência, e um estudo de caso empírico realizado em um Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) municipal. A revisão identificou, por meio da base Web of Science, os principais vieses cognitivos que afetam gestores e contribuintes em contextos previdenciários, evidenciando lacunas na literatura e incentivando novos estudos. O estudo empírico, por sua vez, adotou uma abordagem qualitativa e quantitativa, com triangulação de métodos (análise documental, entrevistas e observação participante), avaliando a composição e o desempenho da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023. Os resultados indicaram que, apesar de mudanças na alocação dos recursos e da superação de alguns indicadores como CDI e IPCA, a carteira não atingiu consistentemente a meta atuarial nem o desempenho do IBOV, o que compromete o equilíbrio financeiro e atuarial do fundo. Identificou-se ainda a presença de vieses como excesso de confiança, aversão à perda e viés do status quo, especialmente em contextos de instabilidade, como o pós-pandemia. Como produto técnico, foi elaborado um relatório com recomendações para o aprimoramento das decisões de investimento e o fortalecimento da governança nos RPPS. Os achados contribuem para uma gestão mais eficiente e consciente, beneficiando tanto os gestores quanto os beneficiários do sistema previdenciário.

**Palavras-chave:** Previdência. Desempenho de portfólio. Tomada de decisão.

## **ABSTRACT**

The field of behavioral finance has gained increasing relevance by demonstrating how psychological and emotional factors influence financial decisions, challenging the assumption of full rationality. This study presents an integrated analysis of two research efforts: a systematic literature review on behavioral finance in the context of pension management, and an empirical case study conducted in a municipal public pension fund (Regime Próprio de Previdência Social – RPPS). The literature review, based on the Web of Science database, identified key cognitive biases that affect both fund managers and contributors, revealing gaps in the literature and encouraging further empirical studies. The empirical study employed a qualitative and quantitative approach, using method triangulation (document analysis, interviews, and participant observation) to assess the portfolio composition and performance of RPPS A between 2019 and 2023. Results indicate that, despite changes in resource allocation and performance above certain benchmarks such as CDI and IPCA, the portfolio consistently underperformed the actuarial target and the IBOV index, potentially jeopardizing the fund's long-term financial and actuarial balance. Furthermore, behavioral biases such as overconfidence, loss aversion, and status quo bias were identified, particularly in periods of market instability such as the post-pandemic scenario. As a technical product, a report was prepared with recommendations to improve investment decision-making and strengthen governance in public pension funds. The findings contribute to a more efficient and informed management, benefiting both fund managers and pension beneficiaries.

**Keywords:** Social security. Portfolio performance. Decision-making.

## LISTA DE FIGURAS

Artigo II - O comportamento na tomada de decisão dos RPPS: um mapeamento dos vieses e heurísticas.	
Figura 1 - Colegiados do RPPS A..	80
Figura 2 - Figura 2 - Composição da carteira total do fundo.....	101
Figura 3 - Evolução da carteira.....	104
Figura 4 - Comparação da Carteira Total do RPPS A (Rf RPPS A) e o Certificado de Depósito Interbancário (CDI).....	107
Figura 5 - Retorno Acumulados dos Ativos (2019-2023).....	110
Figura 6 - Carteira RPPS x IPCA.....	112
Figura 7 – Comparação carteira total e IPCA+6.....	123
Figura 8 - Comparativo entre Rentabilidade da Carteira, Dados da Consultoria e Meta Atuarial do RPPS A (2019–2023).....	128
Figura 9 - Evolução do Valor Acumulado da Carteira do RPPS A em Comparação com Indicadores de Referência (2018–2023).....	131
Figura 10 - Evolução da Taxa de Administração Ponderada da Carteira do RPPS A por Segmento de Investimento (2019–2023).....	133

## LISTA DE QUADROS

ARTIGO I - O comportamento na tomada de decisão dos RPPS: um mapeamento dos vieses e heurísticas.....	18
Quadro 1 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de aversão a perda.....	30
Quadro 2 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de ancoragem.....	31
Quadro 3 - Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de framing.....	31
Quadro 4 - Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de status quo.....	32
Quadro 5 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de diversificação ingênua.....	32
Quadro 6 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés efeito melhor que a média.....	33
Quadro 7 - Mapeamento de vieses comportamentais.....	34
Quadro 8 - Propostas de pesquisas futuras .....	48
Artigo II - O comportamento na tomada de decisão dos RPPS: um mapeamento dos vieses e heurísticas.....	57
Quadro 1 - Segmentos e limites da resolução nº 4.963 de 25/11/2021 .....	64
Quadro 2 - Requisitos para gestores de regime próprio de previdência social.....	65
Quadro 3 - Indicadores para análise da carteira .....	71
Quadro 4 – Índices.....	74
Quadro 5 - Perfil dos entrevistados .....	77
Quadro 6 - Legislação Aplicável à Gestão dos Investimentos dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) .....	84
Quadro 7 – Portarias Revogadas pela Portaria MTP n.º 1.467/2022.....	86
Quadro 8 – Legislação relacionada à taxa de juros parâmetro nas avaliações atuariais dos RPPS .....	89
Quadro 9 – Legislação Municipal Aplicável à Estrutura de Governança do RPPS A.....	90
Quadro 10 - Registro de atas das reuniões do RPPS A.....	95
Quadro 11 - Política de Investimentos do RPPS A – exercício 2023 (dados de 31/10/2022).....	97
Quadro 12 - Análise dos indicadores da carteira do RPPS A.....	108
Quadro 13 - Fundos de Investimento Art. 7º, I, b – RENDA FIXA – 100%.....	113
Quadro 14 - Fundos de Investimento Art. 7º, III, a – RENDA FIXA – 60%.....	115

Quadro 15 - Análise dos demais indicadores da carteira do RPPS A.....	116
Quadro 16 - Fundos de Investimento em Ações - Art. 8º, I - RENDA VARIÁVEL – 30%.....	117
Quadro 17 - Fundos de Investimento em Ações - BDR Nível I - Art. 9º, III – EXTERIOR – 10%.....	119
Quadro 18 - Fundos de Investimento Multimercado (FIM) - Art. 10, I - ESTRUTURADO – limite: 15%.....	120
Quadro 19 – Comparação de Rentabilidade e Meta Atuarial entre o RPPS A e Outros Regimes Próprios (2019 a 2023).....	125
Quadro 20 – Sínteses dos vieses.....	136

## SUMÁRIO

VIESES COMPORTAMENTAIS NA DECISÃO DE INVESTIMENTO DO RPPS: UMA REVISÃO DA LITERATURA .....	22
1 INTRODUÇÃO.....	24
2 METODOLOGIA.....	26
3 RESULTADOS .....	27
3.1 Qual é a distribuição temporal das publicações sobre vieses comportamentais e previdência e quais períodos apresentam maior concentração de estudos? .....	28
3.2 Como a teoria de finanças comportamentais aborda o tema fundos de previdência e quais os vieses comportamentais identificados?.....	28
4 CONCLUSÃO.....	48
REFERÊNCIAS .....	50
Artigo II - O comportamento na tomada de decisão da gestão da carteira de investimentos dos RPPS: um mapeamento das heurísticas e dos vieses comportamentais. ....	55
1 INTRODUÇÃO.....	57
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	59
2.1 Estrutura e Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Regimes.....	59
2.2 Vieses comportamentais e decisões de gestores de fundos de previdência.....	64
2.3 Fundamentos para análise de carteiras de investimento.....	69
3 METODOLOGIA.....	71
3.1 Levantamento e análise, ao longo do tempo, da legislação aplicável a gestão de recursos do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) .....	72
3.2 Levantamento e análise da composição e a estratégia de investimento da carteira de ativos.....	72
3.3 Comparação das estratégias de investimento em Renda Fixa e Renda Variável do fundo ao longo do tempo com <i>benchmarks</i> .....	74
3.4 Levantamento e análise da estratégia de investimentos realizada pelo fundo RPPS ao longo do tempo .....	75
4 RESULTADOS .....	77
4.1 Descrição do Caso: RPPS A.....	77
4.1.1 Capacitação Técnica e Exigências Legais na Gestão dos RPPS .....	80
4.2 Ambiente Legal: Aspectos Normativos Aplicáveis.....	81

4.2.1 Legislação dos Limites de Investimento .....	81
4.2.2 Diretrizes Gerais para os RPPS: Portaria MTP n.º 1.467/2022 .....	83
4.2.3 Legislação sobre a Taxa de Juros da Meta Atuarial e de Rentabilidade.....	86
RPPS.....	88
4.2.4 Legislação Municipal .....	89
4.3 Estratégia de investimento.....	90
4.3.1 Composição da Meta Atuarial.....	90
4.3.2 Política de Investimentos.....	91
4.4 Análise da Carteira de Investimentos do RPPS A.....	97
4.4.1 Composição da Carteira do RPPS A .....	97
4.4.2 Comparação Resultados da carteira total do RPPS A - e o CDI.....	102
4.4.3 Comparação da carteira total do RPPS A e o IPCA.....	108
4.4.4 Comparação entre Renda Fixa 60% .....	111
4.4.5 Resultados da carteira do RPPS A - Comparação entre Renda Variável.....	112
4.4.6 Resultados da carteira do RPPS A - Comparação Fundos no exterior .....	115
4.4.7 Comparação entre Renda Fixa e Fundos Estruturados.....	116
4.4.8 Comparação da carteira total do RPPS e a meta atuarial .....	117
5 MAPEAMENTO DE VIESES NOS PROCESSOS DECISÓRIOS DO FUNDO .....	130
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	134
REFERÊNCIAS .....	137
RELATÓRIO TÉCNICO .....	144
APÊNDICE A - ROTEIRO DE ENTREVISTAS.....	154
APÊNDICE B – DADOS DA CARTEIRA.....	166

## 1 INTRODUÇÃO GERAL

A Previdência foi constituída e organizada por meio de medidas e políticas destinadas a garantir uma renda ou benefício social aos contribuintes e seus dependentes, abrangendo aposentadoria, invalidez, morte e doença (Calazans et al., 2013; Peixoto et al., 2019). O Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) é voltado exclusivamente aos servidores públicos (Calazans et al., 2013; Gomes et al., 2021), surgindo como alternativa ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS), este último custeado pelos trabalhadores do setor privado. O RPPS busca atender às especificidades do setor público (Calazans et al., 2013), contemplando suas particularidades.

A criação dos RPPS visa, sobretudo, garantir a sustentabilidade (Fernandes; Souza Sampaio, 2019; Lima; Rodrigues; Anjos, 2012), bem como o equilíbrio financeiro e atuarial (Bezerra; Sell; Alves, 2024) das aposentadorias dos servidores públicos. Além disso, permite que os entes federativos exerçam uma gestão autônoma (Lima; Rodrigues; Anjos, 2012) e específica de seus recursos previdenciários.

No Brasil, o sistema previdenciário é composto por três regimes: o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), o Regime de Previdência Complementar e o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). O RGPS é financiado por contribuições dos trabalhadores e empregadores do setor privado, sendo responsável pelo pagamento de benefícios como aposentadoria, pensão por morte, auxílio-doença, salário-maternidade e auxílio-reclusão (Lima; de Sá; Leite Padgett, 2022). Já o Regime de Previdência Complementar, de caráter facultativo, é utilizado como uma forma de complementação de renda, sendo administrado por entidades abertas ou fechadas, conforme previsto na legislação (Fernandes; Souza Sampaio, 2019).

Os benefícios concedidos pelo Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) incluem aposentadorias e pensões aos servidores e seus dependentes. A gestão cabe ao respectivo ente federativo, federal estadual ou municipal (Jacques de Lima et al., 2022), e seu financiamento decorre das contribuições dos servidores e do próprio ente federativo, complementado pelos rendimentos obtidos com os recursos investidos (Calazans et al., 2013).

A gestão dos RPPS é reconhecidamente complexa e desafiadora (Olivo et al., 2023; Trintinalia; Serra, 2017). Fatores como a informalidade no mercado de trabalho, a redução do tempo de contribuição e o envelhecimento da população impõem obstáculos ao

equilíbrio financeiro e atuarial dos regimes previdenciários (Bogoni; Fernandes, 2011). Para enfrentar tais desafios, é necessário contar com profissionais especializados (Sell; Alves, 2024; Vieira et al., 2023) em áreas como finanças, direito previdenciário, contabilidade, atuária, governança e *compliance*, cuja atuação é essencial para garantir a segurança e a integridade dos fundos previdenciários.

Nesse cenário, a gestão da carteira de investimentos se destaca como um dos aspectos mais centrais e exigentes da administração dos RPPS (Calazans et al., 2013), demandando conhecimentos técnicos em economia e finanças (Maestri; Malaquias, 2018). Tal gestão requer foco na análise de risco, retorno e liquidez, bem como o entendimento dos limites e requisitos legais estabelecidos (Peixoto et al., 2019) para a alocação de recursos. A estratégia de investimentos deve considerar fatores como o comportamento dos mercados, a inflação e a volatilidade, a fim de garantir que os ativos sejam suficientes (Bezerra et al., 2023; Sell; Alves, 2024) para o cumprimento das obrigações previdenciárias de longo prazo (Gomes et al., 2021).

Assim, a capacidade dos gestores em tomar decisões adequadas de investimento torna-se um fator determinante frente aos desafios da sustentabilidade previdenciária. A melhoria da gestão dos fundos de RPPS pode resultar em melhores rentabilidades, preservando a segurança e a eficiência (Agnew, 2006; Vieira; Matheis; Rosenblum, 2023).

A administração de fundos de previdência envolve múltiplos fatores, como estrutura, sustentabilidade (Agnew, 2006; Lima; Aquino, 2019; Lima; Rodrigues; Anjos, 2011), rentabilidade dos investimentos, inflação, arrecadação e crescimento do fundo (Bezerra; Santos Junior, 2023; Calazans et al., 2013). No aspecto demográfico, o envelhecimento populacional e o aumento da expectativa de vida impactam diretamente o equilíbrio atuarial e financeiro do regime (Vieira; Rosenblum; Matheis, 2023).

Além disso, mudanças normativas frequentes — como a Portaria n.º 1467/2021 e a Resolução n.º 4963/2022 — demandam constante adaptação dos RPPS. Sob a ótica administrativa, aspectos como a qualificação técnica da gestão, a atuação dos comitês de investimento e a existência de mecanismos de controle interno são fundamentais para assegurar a boa administração dos recursos (Fernandes; Souza Sampaio, 2019).

A esses fatores somam-se questões de ordem comportamental, como a diversificação ingênua (Agnew, 2006) e a aversão à perda (Bateman; Stevens; Lai, 2015), que influenciam diretamente a tomada de decisão na previdência. A literatura tem demonstrado que as decisões na gestão previdenciária não ocorrem de forma puramente racional, afetadas

por vieses e heurísticas comportamentais que impactam as estratégias de gestão e os resultados obtidos (Gort, 2009).

Nesse sentido, o campo das finanças comportamentais oferece importantes ferramentas para compreender como os vieses afetam as decisões financeiras, inclusive no contexto da previdência. Esses vieses consistem em erros de julgamento ou desvios de um modelo racional de escolha, manifestando-se como incoerências entre decisões, descarte de evidências e escolhas ineficientes, que podem levar a perdas financeiras. Analisar a gestão de fundos sob a ótica das finanças comportamentais (Benartzi; Thaler, 2007) pode, portanto, revelar deficiências e oferecer caminhos de aprimoramento nos processos decisórios de investimento (Olivo et al., 2023; Thaler; Benartzi, 2004).

Diversos vieses têm sido identificados na literatura, como o excesso de confiança (Gort, 2009), a ancoragem (Choi et al., 2017; Duch et al., 2021; Lavin et al., 2019; Robertson-Rose, 2021; Vermeer, 2014), o enquadramento (Dominitz et al., 2007; Foster, 2017; Liebman; Luttmer, 2015) e a aversão à perda (Bebbington et al., 2024; Behaghel; Blau, 2012). Esses vieses permitem compreender como influências comportamentais e cognitivas afetam as decisões financeiras, com impactos positivos ou negativos sobre os resultados.

No contexto da gestão de fundos de previdência, estudos (Gort, 2009; Olivo et al., 2023) têm evidenciado a presença de heurísticas e vieses entre gestores. Gort (2009), por exemplo, observou o viés de excesso de confiança em gestores suíços de fundos de previdência que, mesmo sem superar índices de mercado, insistiam na gestão ativa, acreditando em futuros resultados superiores. No Brasil, Olivo et al. (2023) identificaram a tendência de gestores seguirem padrões do mercado, em vez de conduzirem análises independentes, demonstrando o viés de aversão à perda.

Embora a literatura aponte manifestações de vieses e seus impactos em decisões previdenciárias (Binswanger; Carman, 2012; Domonkos, 2015; Olivo et al., 2023; Robertson-Rose, 2021), duas lacunas se destacam. Primeiro, são escassos os estudos que abordam finanças comportamentais do ponto de vista dos gestores de fundos de previdência, sendo a maioria voltada para decisões dos contribuintes (Bateman et al., 2015; Choi et al., 2017; Liebman; Luttmer, 2015; Vermeer, 2014). Dentre os poucos que tratam da ótica dos gestores, apenas Olivo et al. (2023) analisam especificamente o contexto dos RPPS.

Segundo, os regimes de previdência apresentam regramentos variados, com diferenças significativas entre países e modalidades (Bateman et al., 2015; Bauer et al., 2022; Domonkos, 2015; Lima; Aquino, 2019). Tais diferenças influenciam o grau de discricionariedade tanto dos gestores na alocação de ativos (Olivo et al., 2023) quanto dos

contribuintes em suas decisões sobre contribuição (Choi et al., 2017), estratégias de alocação (Bateman et al., 2016; Benartzi; Thaler, 2007; Gerrans; Yap, 2012) e modalidades de plano (Binswanger; Carman, 2012; Foster, 2017; Gort, 2009), conferindo mais ou menos liberdade nas decisões e, por consequência, maior ou menor exposição a vieses e heurísticas.

Os RPPS possuem regulamentação própria, distinta daquela observada nos regimes analisados em estudos internacionais. No Brasil, essa regulação é estabelecida pela Lei n.º 9.717/98, que define regras específicas de contribuição, concessão de benefícios e sustentabilidade financeira. Além disso, reformas recentes, como a Emenda Constitucional n.º 103/2019, introduziram mudanças relevantes nas regras de aposentadoria e nos critérios de equilíbrio financeiro e atuarial.

Dessa forma, os RPPS representam um contexto ainda pouco explorado (Olivo et al., 2023; Vieira et al., 2022), no qual a compreensão da manifestação de heurísticas e vieses pode influenciar significativamente as decisões dos gestores (Olivo et al., 2023), impactando a eficiência e a sustentabilidade dos fundos. Compreender tais vieses é, portanto, essencial para identificar padrões que possam comprometer a alocação de recursos (Benartzi; Thaler, 2007; Binswanger; Carman, 2012) e o cumprimento dos objetivos previdenciários, contribuindo para o aprimoramento da gestão desses regimes.

Diante desse cenário, o estudo analisou, sob a ótica das finanças comportamentais, as decisões relacionadas à seleção e avaliação de portfólios realizadas por gestores no contexto de um Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) no Brasil.

A pesquisa resultou na elaboração de três produtos principais. O primeiro trata-se de um artigo de revisão de literatura, cujo objetivo foi mapear o campo de estudos sobre finanças comportamentais aplicadas à previdência. O segundo produto corresponde a um estudo empírico desenvolvido a partir da análise de um fundo municipal de Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), com foco no processo decisório relacionado à composição e ao desempenho da carteira de investimentos. Por fim, elaborou-se um relatório técnico voltado à análise das decisões de investimento adotadas por gestores de RPPS, com o propósito de oferecer subsídios para a construção de estratégias mais consistentes e alinhadas a princípios de racionalidade na tomada de decisão.

## **2 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente estudo buscou compreender como os vieses e heurísticas influenciam a tomada de decisão em Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a partir da análise da

carteira de investimentos e das percepções dos gestores envolvidos. Os resultados indicam que, apesar de os RPPS estarem sujeitos a normas legais rigorosas, existem lacunas na aplicação de princípios de análise técnica e diversificação de risco, o que evidencia a presença de vieses comportamentais no processo decisório.

A análise documental, combinada às entrevistas semiestruturadas e à observação participante, revelou padrões de decisões influenciadas por heurísticas de ancoragem, aversão a perdas e excesso de confiança, entre outras. Esses vieses, embora muitas vezes sutis, podem comprometer a eficiência da gestão da carteira, a alocação de recursos e o cumprimento das metas atuariais no longo prazo.

Este trabalho contribui tanto para o campo acadêmico quanto para a prática de gestão dos RPPS, ao evidenciar a necessidade de estratégias que minimizem os efeitos de vieses, como a implementação de checklists de decisão, a adoção de políticas formais de diversificação e o monitoramento contínuo da carteira. Além disso, a pesquisa reforça a escassez de estudos voltados especificamente à interação entre finanças comportamentais e RPPS, apontando para um campo promissor de investigação.

Entre as limitações do estudo, destacam-se a análise de um número restrito de fundos e a disponibilidade limitada de dados detalhados sobre receitas, despesas e decisões internas. Estudos futuros poderiam ampliar a amostra de RPPS, incorporar análises quantitativas mais profundas e investigar a efetividade de mecanismos de mitigação de vieses na prática cotidiana da gestão de investimentos.

Por fim, espera-se que os achados deste trabalho sirvam como base para aprimorar a governança e a tomada de decisão nos RPPS, promovendo maior consistência e segurança na gestão de recursos previdenciários.

## REFERÊNCIAS

- AGNEW, Julie. R. Do behavioral biases vary across individuals? Evidence from individual level 401(k) Data. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 4, p. 939–962, dez. 2006. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0022109000002702/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0022109000002702/type/journal_article). Acesso em: 28 mar. 2024.
- BATEMAN, Hazel et al. As easy as pie: How retirement savers use prescribed investment disclosures. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 121, p. 60–76, jan. 2016. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268115002875>. Acesso em: 18 fev. 2024.
- BATEMAN, Hazel.; STEVENS, Ralph; LAI, Andy. Risk information and retirement investment choice mistakes under prospect theory. **Journal of Behavioral Finance**, v. 16, n. 4, p. 279–296, 2 out. 2015.. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15427560.2015.1095749>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BAUER, Rob; EBERHARDT, Inka; SMEETS, Paul. A fistful of dollars: financial incentives, peer information, and retirement savings. **The Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 35, n. 6, p. 2981–3020, 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/rfs/article/35/6/2981/6355598>. Acesso em: 29 mar. 2024.
- BEBBINGTON, Christopher; DURAND, Robert B.; KHUU, Joyce. Investor decision making within retirement savings schemes. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 83, p. 102203, fev. 2024. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X23002743>. Acesso em: 21 fev. 2024.
- BEHAGHEL, Luc; BLAU, David. M. Framing social security reform: behavioral responses to changes in the full retirement age. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4, n. 4, p. 41–67, 1 nov. 2012. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.4.4.41>. Acesso em: 17 fev. 2024.
- BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard H. Heuristics and biases in retirement savings behavior. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 21, n. 3, p. 81–104, 2007. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.21.3.81>. Acesso em: 10 abr. 2024.
- BEZERRA, Arthur Maurício Rodrigues; SANTOS JÚNIOR, Luiz Carlos. Análise de sensibilidade de premissas atuariais: o caso de um RPPS paraibano. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [s. l.], v. 11, n. 3, p. 19, 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/68318>. Acesso em: 8 jun. 2024.
- BINSWANGER, Johannes; CARMAN, Katherine Grace. How real people make long-term decisions: the case of retirement preparation. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 81, n. 1, p. 39–60, 2012. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268111002290>. Acesso em: 14 fev. 2024.
- BOGONI, Nadia Mar; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de risco nas atividades de investimento dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos municípios do Estado do Rio Grande do Sul. **REAd: Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 17, n. 1, p. 117–148, abr. 2011. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&)

pid=S1413-23112011000100005&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 8 jul. 2023.

BRASIL. **Lei n.º 9.717, de 27 de novembro de 1998**. Dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 28 nov. 1998. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br/ccivil03/leis/19717compilado.htm>>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BRASIL. **Emenda Constitucional n.º 103, de 12 de novembro de 2019**. Altera o sistema de previdência social e estabelece regras de transição e disposições transitórias. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 13 nov. 2019. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/emendas/emc/emc103.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc103.htm)>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil. **Resolução n.º 4.963, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 nov. 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=ResoluC3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4963>>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. **Portaria n.º 1.467, de 2 de junho de 2022**. Estabelece regras e diretrizes para aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 3 jun. 2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/destaques/portaria-mtp-no-1-467-de-02-junho-de-2022https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/destaques/portaria-mtp-no-1-467-de-02-junho-de-2022>>. Acesso em: 02 fev 2024.

CALAZANS, Fernando Ferreira. et al. A importância da unidade gestora nos regimes próprios de previdência social: análise da situação dos estados e do Distrito Federal. **Revista de Administração Pública**, v. 47, n. 2, p. 275–304, abr. 2013. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-76122013000200001&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122013000200001&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 17 set. 2023.

CHOI, James J. *et al.* Small cues change savings choices. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 142, p. 378–395, 2017. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268117302342>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DOMINITZ, Jeff; HUNG, Angela; VAN SOEST, Arthur H. O. Future beneficiary expectations of the returns to delayed Social Security benefit claiming and choice behavior. **SSRN Electronic Journal**, p. 31, 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1082827>. Acesso em: 17 fev. 2024.

DOMONKOS, Stefan. Promoting a higher retirement age: a prospect-theoretical approach. **International Journal of Social Welfare**, v. 24, n. 2, p. 133–144, abr. 2015.. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ijsw.12101>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DUCH, Raymond et al. Choice architecture improves pension selection. **Applied Economics**, [s. l.], v. 53, n. 20, p. 2256–2274, 2021. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2020.1817845>. Acesso em: 25 mar. 2024.

FERNANDES, Cimara de Oliveira.; SOUZA SAMPAIO, Francisco Jean Carlos de. Regime Próprio de Previdência Social: um estudo da sustentabilidade financeira de um Município Potiguar. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 1, p. 5, 24 jan. 2019. Disponível em: <http://www.periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/41807>. Acesso em: 8 jun. 2024.

FOSTER, Liam. Young People and Attitudes towards Pension Planning. **Social Policy and Society**, v. 16, n. 1, p. 65–80, jan. 2017. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal_article). Acesso em: 20 fev. 2024.

GERRANS, Paul; YAP, Ghialy C. L. Sophistication in retirement savings investment choices. **SSRN Electronic Journal**, p. 36, 2012. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1636111>. Acesso em: 18 fev. 2024.

GOMES, Gislene Pereira Silva et al. A governança pública e sua aplicação nos regimes próprios de previdência social. **Brazilian Journal of Development**, [s. l.], v. 7, n. 4, p. 40136–40149, 2021. Disponível em: <https://brazilianjournals.com/index.php/BRJD/article/view/28476>. Acesso em: 14 nov. 2023.

GORT, Christoph. Overconfidence and active management: an empirical study across Swiss Pension Plans. **Journal of Behavioral Finance**, v. 10, n. 2, p. 69–80, 3 jun. 2009. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15427560902905369>. Acesso em: 29 mar. 2024.

JACQUES DE LIMA, Gilmarcos; DE SÁ, André Eustáquio Buzetti; LEITE PADGETT, Rosamaria Cox Moura. Level of active transparency of Local Social Security Systems of municipalities in state of Mato Grosso do Sul. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, [s. l.], v. 16, n. 3, p. 1–15, 2022. Disponível em: <https://periodicos.uff.br/pca/article/view/52872>. Acesso em: 17 set. 2023.

LAVIN, Jaime F.; VALLE, Mauricio A.; MAGNER, Nicolás S. Heuristics in mutual fund consumers' willingness-to-invest: an experimental approach. **Journal of Consumer Affairs**, v. 53, n. 4, p. 1970–2002, dez. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/joca.12279>. Acesso em: 26 mar. 2024.

LIEBMAN, Jeffrey B.; LUTTMER, Jeffrey B. Would people behave differently if they better understood Social Security? Evidence from a field experiment. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 7, n. 1, p. 275–299, 1 fev. 2015. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.20120081>. Acesso em: 28 mar. 2024.

LIMA, Diana Vaz de et al. O impacto do fator previdenciário nos grandes números da previdência social. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 23, n. 59, p. 128–141, 2012. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 15 nov. 2023.

LIMA, Diana Vaz de; AQUINO, André Carlos Busanelli de. Financial resilience of municipal civil servants' pension funds. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 30, n. 81, p. 425–445, 2019. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sciarttext&pid=S1519-70772019000300425&tlng=en>. Acesso em: 8 jul. 2023.

MAESTRI, Cláudia Oímpia Neves Mamede; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Aspects of manager, portfolio allocation, and fund performance in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 29, n. 76, p. 82–96, 2018. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772018000100082&lng=en&tlng=en](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772018000100082&lng=en&tlng=en). Acesso em: 23 mar. 2024.

OLIVO, Rodolfo Leandro de Faria et al. Desafios de gestão e vieses comportamentais nos Fundos de Previdência no Brasil. **Peer Review**, v. 5, n. 10, p. 253–272, 2 jun. 2023. Disponível em: <https://peerw.org/index.php/journals/article/view/530>. Acesso em: 14 mar. 2024.

PEIXOTO, Aline Gomes et al. Atuação do conselho de administração dos rpps de viçosa e Belo Horizonte perante os conflitos de agência. **Caderno de Administração**, v. 13, n. 2, 2019.. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/caadm/article/view/44566>. Acesso em: 8 jul. 2023.

ROBERTSON-ROSE, Lynne. Understanding Default Behaviour in Workplace Pensions: Automatic Enrolment in the UK. **Journal of Social Policy**, [s. l.], v. 50, n. 1, p. 21–39, 2021. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal_article). Acesso em: 9 jul. 2024.

SELL, Filipy Furtado; ALVES, João Victor Reis. R. A Institucionalização do programa pró-gestão RPPS: a análise da unidade gestora nível IV. **Perspectivas Contemporâneas**, v. 19, p. 1–15, 1 fev. 2024. Disponível em: <http://periodicos.grupointegrado.br/revista/index.php/perspectivascontemporaneas/article/view/3613>. Acesso em: 27 jun. 2024.

THALER, Richard H.; BENARTZI, Shlomo. Save More Tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. S1, p. S164–S187, fev. 2004. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/38008085>. Acesso em: 9 abr. 2024.

TRINTINALIA, Clemente; SERRA, Ricardo Goulart. Otimização de uma carteira de fundos de investimento disponíveis à aplicação de recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), conforme a legislação aplicável. **Revista Ambiente CONTÁBIL**, [s. l.], v. 9, n. 2, p. 277–295, 2017. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/10808>. Acesso em: 21 jul. 2024.

VERMEER, Niels. Age Anchors and the Individual Retirement Age: An Experimental Study. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], p. 45, 2014. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=2572862>. Acesso em: 28 mar. 2024.

VIEIRA, Kelmara Mendes; MATHEIS, Taiane Keila; ROSENBLUM, Tamara Otilia Amaral. Preparação financeira para aposentadoria: análise multidimensional da percepção dos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 91, p. e1705, 2023. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tlng=pt). Acesso em: 23 mar. 2024.

VIEIRA, Kelmara Mendes; ROSENBLUM, Tamara Otilia Amaral; MATHEIS, Taiane Keila. And tomorrow, how will it be? Developing a Financial Preparation for Retirement Scale (FPRS). **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, [s. l.], v. 35, p. 100709, 2022. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S221463502200048X>. Acesso em: 23 mar. 2024.

**PARTE 2 – Produto Bibliográfico**

Artigo completo publicado na Revista Brasileira de Previdência – Unicuritiba –

E-ISSN:2317-0158

**VIESES COMPORTAMENTAIS NA DECISÃO DE INVESTIMENTO DO RPPS:  
UMA REVISÃO DA LITERATURA****RESUMO**

O campo das finanças comportamentais explora como fatores psicológicos e emocionais influenciam decisões financeiras, desafiando a suposição de racionalidade. Este estudo revisa a literatura sobre finanças comportamentais e previdência, com foco nos vieses comportamentais que afetam decisões de gestores e contribuintes. Usando a base Web of Science, foram analisados artigos publicados até 2023 e a partir dos resultados foi possível identificar e mapear os vieses comportamentais já pesquisados com foco em previdência. A análise contribui para compreender melhor os processos decisórios na gestão previdenciária e fomenta novos estudos empíricos sobre o tema, contribuindo para uma gestão mais eficiente e segura dos fundos previdenciários, beneficiando tanto os gestores quanto os contribuintes.

**Palavras-Chave:** Vieses Comportamentais. Previdência. Tomada de decisão.

## ABSTRACT

The field of behavioral finance explores how psychological and emotional factors influence financial decisions, challenging the assumption of rationality. This study reviews the literature on behavioral finance and pensions, focusing on behavioral biases that affect decisions made by managers and taxpayers. Using the Web of Science database, articles published up to 2023 were analyzed and from the results it was possible to identify and map the behavioral biases already researched with a focus on pensions. The analysis contributes to better understanding the decision-making processes in pension management and encourages new empirical studies on the topic, contributing to a more efficient and secure management of pension funds, benefiting both managers and taxpayers.

**Keywords:** Behavioral Biases; Social Security; Decision Making.

## 1 INTRODUÇÃO

O campo de estudo das finanças comportamentais inclui o reconhecimento de que os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais que maximizam a utilidade (Kahneman; Tversky, 1979). Fatores psicológicos, sociais e emocionais moldam essas decisões e geram efeitos diversos (Beshears et al., 2011). Ao trazer à tona esses fatores, a abordagem comportamental pode fornecer um enfoque interessante para o estudo sobre decisões envolvendo previdência (Benartzi; Thaler, 2007).

Para o sistema previdenciário brasileiro, a legislação estabelece de maneira automática e obrigatória a alíquota de contribuição e a inscrição no Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), proporcionando meios que auxiliem o servidor público a economizar e se preparar para a aposentadoria (Vieira; Matheis; Rosenblum, 2023). Além disso, o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) tem passado por diferentes mudanças legislativas que influenciam na definição de critérios relacionados às escolhas para um plano de aposentadoria complementar (Calazans et al., 2013; Pereira; Afonso, 2020), bem como nas possibilidades de gestão dos fundos.

Sob a perspectiva da gestão de fundos, a Portaria MPT n.º 1467/2021 e a resolução CMN n.º 4963/2021 estabelecem princípios e diretrizes que visam fortalecer a segurança, a rentabilidade e a sustentabilidade do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), de modo a assegurar o pagamento de aposentadorias e pensões no futuro (Lima et al. 2012). Essa estrutura visa garantir a segurança previdenciária dos servidores e seus familiares, conforme previsto na Constituição Federal (Bogoni; Fernandes, 2011).

A gestão de fundos de Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) é, no entanto, um desafio (Sell; Alves, 2024), alinhar a estratégia de investimento com as avaliações de curto prazo, especialmente em um cenário de redução das taxas de juros e inflação, compatíveis com a duração de passivos (Bebbington; Durand; Khuu, 2024; Gort, 2009; Olivo et al., 2023), o aumento da expectativa de vida (Bogoni; Fernandes, 2011), a dinâmica demográfica (Vieira; Rosenblum; Matheis, 2023), deficit do sistema previdenciário (Bezerra; Santos Junior, 2023; Calazans et al., 2013; Lima et al., 2012; Vieira et al., 2023), essas situações expõem os regimes próprios de previdência a fragilidades, sendo indispensável adotar medidas eficazes para garantir a sustentabilidade financeira e atuarial desses regimes de previdência (Fernandes; Souza Sampaio, 2019).

É sobre o contexto supracitado, sobre a estruturação e decisões dos gestores de fundos de previdência sob o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), bem como sobre

os desafios de se gerir de maneira sustentável esses fundos, que o campo de estudo das finanças comportamentais pode lançar luzes para uma compreensão mais apurada sobre processos decisórios.

A teoria de finanças comportamentais explora como fatores psicológicos e emocionais que influenciam os tomadores de decisão, investiga como o indivíduo frequentemente desviam dos modelos tradicionais de finanças (Tversky; Kahneman, 1974). Como as informações são apresentadas pode ter um impacto significativo na tomada de decisão, conforme Kahneman e Tversky, (1974).

Temas de estudos sobre previdência com enfoque comportamental incluem o comportamento de pessoas frente a decisões sobre aposentadoria a partir da apresentação de informações como mudanças na idade e do conhecimento de suas regras (Behaghel; Blau, 2012; Benitez-Silva, Demiralp; Liu, 2009; Brown; Kapteyn; Mitchell, 2016; Liebman; Luttmer, 2015; Madrian; Shea, 2001), melhoria na qualidade de decisões sobre aposentadoria e disposição para investir para a posteridade (Duch et al., 2021; Lavin; Valle; Magner, 2019), escolhas de regimes de previdência (Bateman; Stevens; Lai, 2015; Bebbington et al., 2024; Camilleri; Cam; Hoffmann, 2019), estratégias comportamentais para incentivar comportamentos desejáveis de contribuintes de planos de previdência (Beshears; Choi; Laibson; Madrian 2013), desempenho de fundos de previdência (Olivo et A. 2023; Pereira; Afonso, 2020) e comportamento de gestores de fundos e reflexos sobre o desempenho (Gort, 2009).

Embora existam algumas revisões de literatura sobre finanças comportamentais, exemplos incluem (Blake, 2022; Gunaratne; Nov, 2015), há uma carência de revisões que relacionem finanças comportamentais e previdência (Agnew, 2006; Bateman; Stevens; Lai, 2015; Pereira; Afonso, 2020).

Os estudos sobre previdência caracterizam-se por decisões em diferentes níveis. Do ponto de vista dos contribuintes, decisões podem se concentrar no volume de recursos (Bateman et al., 2016) a serem poupados, na alocação (Auger et al., 2012; Bateman et al., 2015; Gerrans; Yap, 2012), na escolha de regimes previdenciários (Pereira; Afonso, 2020; Duch et al., 2021; Madrian; Shea, 2001), dentre outros. Na perspectiva de gestores de fundos de previdência, decisões podem se concentrar na estratégia de gestão dos fundos (Gort, 2009), na alocação de recursos (Bebbington et al., 2024), nos níveis de risco a serem considerados (Olivo et al., 2023), dentre outros.

Essas especificidades, somadas à variedade de vieses documentados na literatura a partir de estudos em diferentes contextos (Bebbington; Durand; Khuu, 2024;

Behaghel; Blau, 2012; Domonkos, 2015; Bebbington; Durand; Khuu, 2024; Vermeer, 2014; Thaler; Benartzi, 2004), demandam um esforço de revisão de literatura destinado a delinear o atual panorama de pesquisas relativas a finanças comportamentais e previdência, principalmente as que buscam mapear os vieses comportamentais que influenciam a decisão de gestores de fundo de previdência (Gort, 2009; Olivo et al., 2023).

Sob esse contexto, o presente trabalho tem como objetivo mapear o estado da arte relativo aos temas finanças comportamentais e previdência. O foco é discutir os principais estudos que abordam a interseção entre esses dois campos do conhecimento, destacando quais os vieses comportamentais influenciam a decisão de gestores de fundo de previdência e as principais contribuições e implicações dessas pesquisas. De modo específico, este estudo busca responder às seguintes questões:

Q1. Qual é a distribuição temporal das publicações sobre vieses comportamentais e previdência e quais períodos apresentam maior concentração de estudos?

Q2. Como a teoria de finanças comportamentais aborda o tema fundos de previdência e quais os vieses comportamentais identificados?

Q3. Quais as tendências futuras de pesquisas a respeito fundos de previdência e finanças comportamentais?

Por meio da compreensão dos diferentes aspectos psicológicos e comportamentais que influenciam as decisões relacionadas à previdência, este estudo visa contribuir para a construção de uma compreensão mais abrangente sobre a manifestação de vieses comportamentais em processos decisórios envolvendo previdência e, dessa forma, fornece fundamentos para novos estudos empíricos aplicados nesse contexto.

## **2 METODOLOGIA**

A partir da revisão na literatura em busca de estudos sobre o tema previdência e finanças comportamentais, a fim formar e embasar teoricamente a pesquisa e identificar lacunas no conhecimento existente e proporciona uma compreensão do campo de estudo. Para a seleção dos artigos foi realizada uma busca na base *Web of Science* por artigos que abordassem o tema.

A *Web of Science* (WoS), lançada em 1997, é uma base de dados de citações reconhecidas pelos renomados índices de citação de periódicos. Ela desempenha um papel importante em análises bibliométricas e meta-análises em diversas áreas do conhecimento. A base fornece acesso a uma ampla gama de artigos científicos, além de recursos avançados de

análise, possibilitando identificação de estudos relevantes, permite acompanhar evolução das citações de um artigo ao longo do tempo, esses recursos permitem que os pesquisadores avaliem o impacto e a influência de estudos, bem como obtenham uma visão abrangente do desenvolvimento de um campo de pesquisa (Junwen; Weishu, 2020).

As palavras-chave foram selecionadas a partir de termos usados em previdência e visando identificar aqueles que gerassem um número adequado de estudos relevantes e alinhados ao objetivo da pesquisa. As chaves de busca utilizadas foram: (*ALL*=(*"pension fund\*" or "pension plan\*" or "pension contribution\*" or "retirement" or "social security" or "mutual fund" or "public provident fund" or "public servants"*)) *AND ALL*=(*"cognitive bias" or "emotion\* bias" or "behavioral economics" or "behavioral finance"*).

Para responder às perguntas propostas foram utilizadas a análise de autorias, bem como a evolução temporal das publicações (Donthu, 2021). Para mapear os vieses comportamentais mais relevantes na tomada de decisão previdenciária, pela revisão da literatura.

### **3 RESULTADOS**

Nesta seção, serão apresentados os resultados da pesquisa, considerando as diferentes questões levantadas na Introdução.

O período de busca compreendeu toda a base *Web of Science* até 2023, sendo que o primeiro trabalho encontrado foi publicado em 2004. A partir dos resultados da busca foram analisados os títulos e resumos dos artigos encontrados, excluindo aqueles que não estavam alinhados com o tema de fundos de pensão e vieses comportamentais. Em seguida, foram realizadas leituras na íntegra dos artigos selecionados e identificados novos artigos para contribuir com o tema de pesquisa.

Após a análise dos artigos, foram excluídos 307 trabalhos que não estavam alinhados com o tema, garantindo a relevância das pesquisas revisadas. Dos 10 artigos que se mostraram relevantes, foram incluídos também aqueles presentes nas referências, a fim de reunir um maior número de estudos. Esse método sistemático de seleção e inclusão visa assegurar uma análise abrangente e aprofundada sobre o tema, fortalecendo a base teórica e prática da revisão.

#### **3.1 Qual é a distribuição temporal das publicações sobre vieses comportamentais e previdência e quais períodos apresentam maior concentração de estudos?**

Com uma base de 26 artigos cujos critérios tiveram como objetivo a busca de trabalhos que abordassem o tema fundos de pensão e finanças comportamentais, a busca retornou com resultado de publicações entre os anos de 2001 a 2023, observa-se que a concentração de produções está entre 2012 e 2015. É possível observar que, ao longo do tempo, não há uma concentração de produções, ao contrário há uma dispersão de produções.

De acordo com os dados coletados, os primeiros trabalhos sobre o tema foram publicados em 2001, 2004 e 2007. Em 2001, Madrian e Shea (2001) analisaram o comportamento na inscrição automática e soma manutenção em um fundo de pensão nos Estados Unidos revelando a influência pela inércia e configuração padrão das inscrições.

Em 2004, o trabalho de Thaler e Bernartzi “Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving” com a proposta do programa Save More Tomorrow, o qual objetiva aumentar as taxas de poupança dos funcionários para a aposentadoria, utilizando princípios da economia comportamental para ajudar os participantes a superarem barreiras comportamentais, como procrastinação e falta de autocontrole, que podem impedir a poupança adequada.

Os autores, Thaler e Bernartzi em 2007, no trabalho “Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior”, investigam ainda a presença de vieses comportamentais e sua influência na decisão de investir e contribuir para o fundo de previdência, concluíram que para aumentar e melhorar as contribuições para o plano deve-se investir na educação financeira e abordagens mais eficazes.

Foi identificado que as publicações sobre o tema são difusas. Apenas Thaler, Benartzi e Bateman possuem duas publicações no período analisado. Thaler e Benartzi em 2004 e 2007 produziram trabalhos sobre o programa *Save More Tomorrow*, enquanto Bateman, em 2015 e 2016, investigaram as escolhas a partir da apresentação das informações e estratégias individuais aos contribuintes, observando a preferência de informações sobre investimentos que sejam mais diversificadas e equilibradas em relação às informações de retorno e risco.

### **3.2 Como a teoria de finanças comportamentais aborda o tema fundos de previdência e quais os vieses comportamentais identificados?**

A literatura aborda a manifestação de vieses comportamentais na tomada de decisões dos participantes de planos e de gestores de fundos previdenciários. Pelo enfoque

dos gestores é possível observar a influência dos vieses na alocação de recursos, em que há adoção de estratégias de investimento mais ativas, apesar de menos eficazes e proporcionarem menores retornos (Bebbington et al., 2024; Gort, 2009; Olivo et al., 2023).

Quanto a influência dos vieses nos contribuintes as pesquisas indicam que a forma de como as informações são apresentadas (Behaghel; Blau, 2012; Brown; Kapteyn; Mitchell, 2016; Dominitz; Hung; Van Soest, 2007; Foster, 2017), bem como a utilização de âncoras como referências (Choi et al. 2017; Lavin et al., 2019; Robertson-Rose, 2019; Vermeer, 2016) influenciam a tomada de decisão na aposentadoria na adoção de estratégias de investimento mais conservadoras (Bateman et al., 2015; Binswanger; Carman, 2012; Domonkos, 2015; Hagen; Hallberg; Lindquist, 2022) e permanência nos fundos inscritos de forma automática.

Sob a perspectiva das decisões de contribuintes de planos de previdência, observa-se a presença dos vieses de aversão à perda (Hagen; Hallberg; Lindquist, 2021; Domonkos, 2014), ancoragem (Duch et al., 2021; Vermeer, 2014), enquadramento (Demiralp; Liu, 2009), *status quo* (Auger, 2007; Pereira; Afonso, 2020), diversificação ingênua (Bateman et al, 2016), efeito dotação (Madrian; Shea, 2001) e representatividade (Bebbington; Durand; Khuu, 2024). E pelo foco do gestor os vieses apresentados foram aversão a perda (Olivo et al, 2023), enquadramento (Olivo et al, 2023), comportamento de manada (Olivo et al, 2023) e efeito melhor que a média (Gort, 2009).

A maioria dos trabalhos aborda o viés de aversão à perda, definido como a tendência das pessoas de valorizarem as perdas de forma mais significativa do que os ganhos equivalentes (Kahneman; Tversky, 1979). Os resultados relacionados ao viés de aversão à perda demonstram que há uma associação do viés a incertezas, pela permanência dos participantes nos mesmos padrões de previdência (Robertson-Rose, 2021; Hagen et al., 2022) e a influência na idade de aposentadoria (Behaghel; Blau, 2012; Domonkos, 2015), reação de forma distinta a diferentes cenários de risco (Benartzi; Thaler, 2007; Binswanger; Carman, 2012; Olivo et al., 2023) e tendem a ser mais conservadores (Bebbington; Durand; Khuu, 2024; Bateman et al., 2015) buscando escolhas mais alinhadas com seus objetivos financeiros (Duch et al., 2021, Thaler; Benartzi, 2004).

Quadro 1 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de aversão a perda.

<b>Autor</b>	<b>Questões</b>	<b>Escala</b>
Olivo et al. (2023)	Em caso de perda em posições no meu portfólio, geralmente espero uma recuperação de preço em vez de vender esses ativos	(discordo totalmente a concordo totalmente)
Domonkos (2015)	Preferências para opções de aposentadoria	1: ‘trabalhar e contribuir por mais tempo’ 2: ‘manter a idade de aposentadoria e contribuir mais’ 3: ‘manter a idade de aposentadoria e receber menos’ 4: uma combinação dos três’ 5: ‘nenhum destes’ 6: não sei’

Fonte: Os autores, 2024.

As decisões de investimento em aposentadoria tendem a ser ajustadas com base em referências anteriores, em vez de avaliar novos fundos (Choi et al., 2017). Essa característica se deve a presença do viés de ancoragem, o qual refere-se ao viés cognitivo em que as pessoas tendem a confiar muito fortemente em um valor inicial (a âncora) ao tomar decisões ou fazer estimativas (Tversky; Kahneman, 1974; Choi et al., 2017; Benartzi; Thaler, 2007).

Os resultados também evidenciam a sensibilidade das expectativas de aposentadoria em relação a diferentes referências etárias, principalmente em mulheres (Vermeer, 2014). Por fim, há evidências de que a disposição para investir aumenta e persiste ao longo do tempo, indicando um impacto duradouro nas decisões de poupança (Robertson-Rose, 2019).

Quadro 2 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de ancoragem.

<b>Autor</b>	<b>Questões</b>	<b>Escala</b>
Vermeer (2014)	(Juros compostos) Suponha que você tenha 100 euros em uma conta poupança e a taxa de juros seja de 2% ao ano. Depois de 5 anos, quanto você acha que teria na conta se deixasse o dinheiro crescer?	1) Mais de 102 euros - 2) Exatamente 102 euros - 3) Menos de 102 euros 4) Não sei - 5) Recuse-se a responder
Robertson-Rose (2021)	Q 18: Agora imagine que as crianças tenham que esperar um ano para receber a sua parte das £1.000 e a inflação permaneça em 5%. Quando chegar a hora de recuperar o dinheiro, eles poderão comprar.	Mais com a sua parte do que poderiam comprar hoje. Menos com sua parte do que poderiam comprar hoje Não sei Outro

Fonte: Os autores, 2024.

Nos artigos analisados há a presença do viés de enquadramento, também conhecido como *framing*, refere-se à forma como a informação é apresentada para influenciar a percepção, interpretação e tomada de decisão das pessoas (Liebman; Luttmer, 2011).

No contexto de previdência identificou a necessidade de ampliar a compreensão sobre as regras de previdência (Liebman; Luttmer, 2011) de forma a contribuir com o planejamento da aposentadoria (Dominitz et al., 2007; Foster, 2017), devido ao impacto de como a informação apresentada (Benítez-Silva et al., 2009) influencia no planejamento de decisões de reivindicação de benefícios e a escolha da idade de aposentadoria (Brown et al., 2016; Benartzi; Thaler, 2007).

Quadro 3 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de framing.

Autor	Questões
Dominitz, Hung, e Van Soest (2007)	<p>Como você classificaria a renda de aposentadoria que espera receber da Previdência Social e de quaisquer planos de aposentadoria relacionados ao trabalho, como planos 401(k) e todos os outros tipos de pensões? 1. totalmente inadequado; 2.; 3.o suficiente para manter os padrões de vida; 4. 5. muito satisfatório</p> <p>Suponha que você nunca trabalhe em tempo integral. / Suponha que você pare de trabalhar em tempo integral aos tR*. / Suponha que você trabalhe em tempo integral pelo máximo de tempo possível, durante os seus 60 anos e além. Com que idade você esperaria começar a receber esses benefícios da Previdência Social?</p>

Fonte: Os autores, 2024.

No processo de tomada de decisão foi identificado o viés de *status quo*, o qual sugere que as pessoas têm uma tendência a preferir manter as coisas como estão, mesmo quando outras opções podem ser mais vantajosas (Samuelson; Zeckhauser, 1988). Os estudos indicam que a inscrição automática induz os contribuintes a inércia comportamental (Auger, 2007) atuando como um obstáculo (Robertson-Rose, 2019) para alterações nas taxas de contribuição, mantendo os participantes em níveis de contribuição padrão (Madrian; Shea, 2001) por longos períodos, refletindo uma preferência pela familiaridade e resistência à mudança (Pereira; Afonso, 2020; Benartzi; Thaler, 2004).

Quadro 4 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de status quo.

Autor	Questões
Benítez-Silva e Demiralp Liu (2009)	Se você ganhasse US\$10.000 em um determinado ano trabalhando depois de começar a receber os Benefícios de Aposentadoria da Previdência Social aos 62 anos, você acha que seus benefícios da Previdência Social seriam reduzidos?

Autor	Questões
	Se você ganhasse US\$10.000 em um determinado ano trabalhando depois de começar a receber os Benefícios de Aposentadoria da Previdência Social aos 62 anos, você acha que seus benefícios da Previdência Social seriam reduzidos?

Fonte: Os autores, 2024.

Os estudos mostram que muitos contribuintes não fazem escolhas sofisticadas, preferindo um número limitado de opções e a alocação 1/n, o que pode levar a resultados financeiros menos favoráveis (Gerrans; Yap, 2012). Evidenciando a presença do viés de diversificação ingênua que é um termo utilizado em finanças para descrever a estratégia de investimento que consiste em simplesmente dividir o capital entre diferentes ativos sem considerar adequadamente a correlação entre eles ou o risco envolvido (Bateman et al., 2016; Benartzi; Thaler, 2007). Fatores como salários mais altos e maior tempo de emprego estão negativamente relacionados à prática da alocação 1/n, indicando maior sofisticação nas decisões de investimento (Agnew, 2006).

Os resultados revelaram que a maioria dos gestores reconhece a existência do comportamento de manada, mas poucos admitem seguir essa tendência (Olivo et al., 2023). Para Kahneman e Tversky (1979) o comportamento de manada é tendência em tomar decisões influenciadas pelo comportamento de grupos, levando a decisões irracionais ou pouco fundamentadas.

Quadro 5 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés de diversificação ingênua.

Autor	Questões	Escala
Olivo et al. (2023)	Seguir a tendência traz benefícios à carreira do gestor de fundos	(discordo a concordo totalmente)
	Eu geralmente Sigo a tendência	(discordo a concordo totalmente)

Fonte: Os autores, 2024.

O efeito dotação segundo Madrian e Shea (2001) refere-se à tendência das pessoas de valorizar mais o que possuem do que o que não possuem. No contexto de previdência, o efeito dotação pode levar os participantes sob registro automático a dar mais peso à perda de economias de aposentadoria do que fariam se estivessem considerando a participação de forma voluntária. (Madrian; Shea, 2001).

E a presença do efeito melhor que a média é demonstrada no trabalho de Gort (2009), em que os participantes superestimam suas habilidades e desempenho em relação a outros investidores. O efeito melhor que a média é um aspecto no campo do excesso de

confiança em que a maioria acredita que suas habilidades estão acima da média (Taylor; Brown, 1988).

Quadro 6 – Exemplo de questões utilizadas na mensuração do viés efeito melhor que a média.

Autor	Questões	Escala
Gort (2009)	i) as chances de seu plano de pensão encontrar gestores ativos acima da média no futuro ii) a probabilidade de seu plano de pensão atingir um retorno ajustado ao risco acima da média no futuro. iii) as chances de seus gestores internos e externos superarem os outros gestores ativos de planos de pensão suíços na amostra no futuro.	Claramente abaixo da média.....1 Abaixo da média.....2 Um pouco abaixo da média.....3 Média.....4 Um pouco acima da média.....5 Acima da média.....6 Claramente acima da média.....7

Fonte: Os autores, 2024.

E por fim foi identificado o viés da representatividade que consiste, segundo Olivo et al. (2023), na tendência de as pessoas em avaliar a probabilidade de um evento incerto com base em quão semelhante ele é a um caso conhecido, em vez de considerar um padrão preexistente. Assim, por influência do viés, gestores tendem a fazer avaliações de probabilidades baseadas em características superficiais ou em experiências passadas, em vez de análises objetivas e fundamentadas, podendo prejudicar a alocação de recursos e a performance dos fundos de previdência (Olivo et al., 2023).

A partir da análise dos 26 artigos resultantes da revisão, foi elaborado o Quadro 1, que apresenta um mapeamento dos vieses investigados.

Quadro 7 - Mapeamento de vieses comportamentais

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Ancoragem</b>	Vermeer (2014)	Não é especificado. Regimes de pensões holandeses, esquema de aposentadoria fictício	Contribuintes	Método Quantitativo: pela técnica de regressão (ordered probit models), pela aplicação de questionário, os contribuintes foram expostos a diferentes âncoras de idade a fim de examinar a sensibilidade da idade de aposentadoria esperada em relação às idades padrão apresentadas, ênfase na sensibilidade entre homens e mulheres.	Destacam a relevância das âncoras de idade nas decisões de aposentadoria, especialmente entre as mulheres, e sugerem como as informações sobre aposentadoria são apresentadas pode influenciar significativamente as escolhas dos indivíduos. Enfatiza a importância de considerar fatores psicológicos e sociais ao desenvolver políticas e estratégias de comunicação sobre aposentadoria.
<b>Ancoragem</b>	Lavin, Valle, e Magner (2019)	Fundos mútuos no Chile	Contribuintes	Método Quantitativo: Por meio de cenários experimentais, os contribuintes são avaliados quanto à disposição de investir em aposentadoria. No primeiro estudo apuraram-se as hipóteses H1 (efeitos da correlação preço-qualidade no WTI (disposição para investir) e EXQ (qualidade esperada), enquanto no segundo estudo avaliaram-se as hipóteses H1 e H2, ou seja, efeitos no WTI (disposição para investir) e EXQ (qualidade esperada) da correlação preço-qualidade na presença de preços âncoras.	A hipótese H1(a) foi confirmada, a análise mostrou que a correlação entre preço e qualidade tem um efeito significativo sobre a disposição para investir (WTI). Os dados indicam que uma percepção de que um preço mais alto está associado a uma melhor qualidade resulta em um aumento na WTI dos consumidores. - A hipótese H1(b) não foi confirmada, os resultados mostraram que a correlação entre preço e qualidade não teve um efeito significativo sobre a qualidade esperada (EXQ). - A hipótese H2 (a) foi confirmada, quando os investidores se depararam com preços de novos fundos que eram semelhantes aos preços de fundos anteriores (âncoras), isso resultou em uma maior disposição para investir, indicando que as âncoras ajudam

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
					a facilitar a decisão de investimento, levando a uma maior WTI. - A hipótese H2 (b) não foi confirmada, embora a presença de âncoras tenha aumentado a disposição para investir, isso não se traduziu em expectativas mais altas em relação à qualidade do serviço.
<b>Ancoragem</b>	Choi et al. (2017)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: No contexto do estudo, as pistas de ancoragem inseridas nos e-mails enviados aos participantes do plano 401(k), foram projetadas para influenciar suas decisões de poupança, explorando o efeito da ancoragem nas taxas de contribuição ao plano. A métrica utilizada para avaliar as escolhas dos participantes em relação às contribuições para o plano 401(k) foi a taxa de contribuição em relação à renda dos participantes, comparando as contribuições feitas pelos participantes após a exposição às diferentes âncoras e pistas com suas contribuições anteriores ou com as contribuições de um grupo de controle que não recebeu essas informações.	Houve um impacto significativo nas decisões de contribuição para a previdência, para as pistas de ancoragem que destacavam altas taxas de poupança houveram aumento nas contribuições, enquanto as que ressaltavam baixas taxas resultaram em diminuições nas contribuições, evidenciando como os participantes foram influenciados por essas sugestões comportamentais, mesmo que as informações fossem irrelevantes ou arbitrarias.
<b>Ancoragem</b>	Robertson-Rose (2021)	Regime de previdência complementar no Reino Unido	Contribuintes	Método Qualitativo: estudo utilizou o “Método da Diferença de Mil”, que envolve a comparação de casos semelhantes em diversos aspectos, mas que diferem em relação à variável de interesse (a taxa de contribuição). Utilizando variáveis socioeconômicas como aposentadoria, idade, renda e nível educacional.	A presença do viés de ancoragem influenciou a percepção dos participantes em relação às contribuições de pensão, limitando sua disposição para contribuir em níveis superiores ao padrão estabelecido, isso foi percebido pelo fato de alguns participantes interpretarem erroneamente o nível de contribuição padrão como o máximo que poderiam contribuir.

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
<b>Ancoragem</b>	Duch et al, (2021)	Regime de previdência privado no Chile	Contribuintes	Método Quantitativo: O estudo consiste em um experimento consiste em uma combinação de Qualtrics integrado com R através de PHP para coleta e análise de dados. A métrica utilizada para avaliar a eficácia da arquitetura de escolha na seleção de pensões foi o Valor Presente Líquido (VPL) utilizado para comparar e avaliar o valor financeiro das diferentes opções de pensões disponíveis para os contribuintes. As informações foram dispostas em um Quadro que destaca as potenciais perdas.	No estudo, o viés de ancoragem foi tratado ao reduzir a quantidade de informações nas comparações de ofertas de pensões. Ao eliminar uma informação da comparação (neste caso, as classificações de risco) e adotar um Quadro de perdas, metade dos respondentes. Selecionaram o produto com o maior Valor Presente Líquido (VPL), demonstrando que pequenas mudanças na apresentação das informações impactam substancialmente nas escolhas dos contribuintes
<b>Aversão à perda</b>	Hagen, Hallberg e Lindquist (2022)	Regime de previdência complementar da Suécia	Contribuintes	Método Quantitativo: para analisar as escolhas dos participantes no estudo, foi utilizada a diferença nas taxas de adesão às opções de pagamento de pensão antes e depois das modificações feitas em 2008 e 2011. A métrica comparou as decisões entre anuidade vitalícia e pagamentos de prazo fixo, aplicando a técnica de diferença em diferenças. Com isso, os autores avaliaram as escolhas de pagamento de pensão, oferta de trabalho e aposentadoria dos trabalhadores expostos às mudanças, em comparação com um grupo de controle que não passou por essas alterações, analisando o impacto ao longo do tempo.	O artigo sugere que a aversão à perda pode ter desempenhado um papel na tomada de decisão dos participantes em relação às opções de pagamento de pensão, influenciando sua preferência por pagamentos de prazo fixo, apresentando uma percepção de menor risco de perda ocasionando uma sensação de controle e segurança, em detrimento das anuidades vitalícias, por apresentarem característica de longo prazo e percepção de incerteza. A análise destaca a importância dos vieses comportamentais, como a aversão à perda, na compreensão das escolhas financeiras dos indivíduos relacionadas à previdência e aposentadoria.

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
<b>Aversão à perda</b>	Domonkos (2015)	Não é especificado. Fundos de Pensões República Checa, Polônia e Eslováquia	Contribuintes	Método Quantitativo: o estudo analisou as escolhas dos participantes em relação à aceitação de uma idade de aposentadoria mais alta, condicionada ao país, ano da pesquisa e idade dos respondentes. A análise foi realizada, por meio de <i>survey</i> , com base em um modelo estatístico que considera diversas variáveis explicativas e de controle (situação financeira, gênero, idade de conclusão da educação, número de filhos menores de 14 anos no domicílio dos respondentes, tamanho do município de residência e uma variável <i>dummy</i> para trabalhadores manuais).	O estudo fornece evidências empíricas de que a aversão à perda, que atribui maior importância às perdas percebidas do que aos ganhos, afeta a forma como as pessoas reagem a incentivos para atrasar a aposentadoria. Isso sugere que as políticas de previdência que incorporam elementos que abordam a aversão à perda podem ser mais eficazes em influenciar as atitudes em relação à idade de aposentadoria e reformas previdenciárias.
<b>Aversão à perda</b>	Bateman; Stevens; e Lai (2015)	Regime de previdência complementar Austrália e Estados Unidos	Contribuintes	Método Quantitativo: foi utilizada uma experimentação de escolha discreta para analisar o impacto das diferentes apresentações de risco nas decisões de investimento para a aposentadoria. A partir de parâmetros específicos de cada indivíduo para preferências de risco em ganhos e perdas, aversão à perda e variabilidade na propensão a erros, considerando a variabilidade nas preferências de risco e na propensão a erros entre diferentes grupos sociodemográficos e níveis de alfabetização financeira.	A aversão à perda foi um dos parâmetros estudados para entender como os participantes reagem a diferentes cenários de risco na escolha de investimentos para a aposentadoria, os participantes demonstraram sensibilidade diferenciada a ganhos e perdas, sendo mais propensos a evitar perdas do que a buscar ganhos.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Aversão à perda</b>	Binswanger e Carman (2012)	Regime de previdência complementar e privado dos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: os dados foram coletados por meio de questionários online com participantes do American Life Panel. Após a coleta dos dados, foram realizadas análises estatísticas para examinar a relação entre os tipos de comportamento de decisão (abordagem de planejamento literal, abordagem de regra prática e abordagem não sistemática) e a acumulação de riqueza para a aposentadoria.	Os resultados indicam que o viés de aversão à perda relativa ao risco influencia como os indivíduos abordam investimentos arriscados e pode impactar suas decisões de poupança e investimento a longo prazo. Os resultados sugerem que indivíduos com maior aversão à perda podem ser mais cautelosos em relação a investimentos arriscados, o que pode influenciar suas estratégias de poupança e investimento para a aposentadoria. Portanto, compreender o viés de aversão à perda é importante para entender como as pessoas tomam decisões financeiras e como isso afeta sua capacidade de acumular riqueza ao longo do tempo.
<b>Aversão à perda</b>	Olivo et al. (2023)	Regime de previdência privado do Brasil	Gestores	Método Quantitativo: foi utilizado um <i>Survey</i> , mediado pela escala Likert a probabilidade de seguir a mesma decisão, desde muito provavelmente, até improvável, bem como, algumas questões de escolha múltipla e abertas.	Ficou demonstrado que o grupo que seguem a tendência demonstram menor aversão a perda, um investidor com aversão a perda tende a reter posições perdedoras por mais tempo do que deveria, porque resiste a realizar a perda.
<b>Aversão à perda</b>	Robertson-Rose (2021)	Regime de previdência complementar do Reino Unido	Contribuintes	Método Qualitativo: estudo utilizou o “Método da Diferença de Mil”, que envolve a comparação de casos semelhantes em diversos aspectos, mas que diferem em relação à variável de interesse (a taxa de contribuição). Utilizando variáveis socioeconômicas como aposentadoria, idade, renda e nível educacional.	Ficou evidenciado entre os participantes a presença de aversão à perda em relação à incerteza das pensões de contribuição definida e à dificuldade em determinar um nível de contribuição apropriado, optando por permanecer nos padrões existentes, mesmo que não sejam os mais vantajosos.

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
<b>Aversão à perda</b>	Duch et al. (2021)	Regime de previdência privado do Chile	Contribuintes	Método Quantitativo: O estudo consiste em um experimento implementado por uma combinação de <i>Qualtrics</i> integrado com R através de PHP para coleta e análise de dados. A métrica utilizada para avaliar a eficácia da arquitetura de escolha na seleção de pensões foi o Valor Presente Líquido (VPL) utilizado para comparar e avaliar o valor financeiro das diferentes opções de pensões disponíveis para os contribuintes. As informações foram dispostas em um Quadro que destacava as potenciais perdas em vez dos ganhos para melhorar a seleção de ofertas em termos do valor atual líquido estimado	A pesquisa identificou que ao apresentar as informações para destacar as perdas potenciais em vez dos ganhos, os participantes foram influenciados a fazer escolhas que reduzissem as perdas, em vez de maximizar os ganhos. Promovendo escolhas mais alinhadas com os objetivos financeiros dos participantes.
<b>Aversão à perda</b>	Behaghel e Blau (2012)	Regime de previdência público nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: a partir de dados do Estudo de Saúde e Aposentadoria, que coleta uma ampla gama de informações sobre saúde, trabalho, aposentadoria e o uso de variáveis como idade e ano de aposentadorias, idade em meses de solicitação de benefícios, idade, gênero, etnia, educação, cobertura de seguro-saúde e situação financeira, a análise dos dados longitudinais foi realizada como um quasi-experimento para examinar os efeitos do enquadramento ( <i>framing</i> ) na idade de aposentadoria integral.	Há uma sugestão de que as pessoas podem ser mais sensíveis a perdas do que a ganhos ao tomar decisões relacionadas à aposentadoria, o que reflete um viés comportamental significativo na forma como respondem a mudanças na idade de aposentadoria integral, é a explicação mais consistente para o pico na idade de 65 anos nas decisões de de solicitação de benefícios e aposentadoria.

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
<b>Aversão à perda</b>	Bebbington, Durand e Khuu (2024)	Regime de previdência complementar na Austrália	Contribuintes	<p>Método Quantitativo: para analisar o comportamento de investidores de um fundo de pensão australiano, ao longo de um período de 25 anos, de 1994 a 2019, a técnica de análise de dados conhecida como análise de sobrevivência (<i>survival analysis</i>) foi utilizada para modelar o tempo que os investidores permaneciam em uma determinada estratégia de investimento antes de realizar uma mudança examinando fatores como idade, gênero, risco de mercado esperado, mudanças no mercado influenciaram a decisão dos investidores de migrar para estratégias de investimento mais arriscadas ou menos arriscadas.</p> <p>Método Quantitativo: para analisar o comportamento de investidores de um fundo de pensão australiano, ao longo de um período de 25 anos, de 1994 a 2019, a técnica de análise de dados conhecida como análise de sobrevivência (<i>survival analysis</i>) foi utilizada para modelar o tempo que os investidores permaneciam em uma determinada estratégia de investimento antes de realizar uma mudança examinando fatores como idade, gênero, risco de mercado esperado, mudanças no mercado influenciaram a decisão dos investidores de migrar para estratégias de investimento mais arriscadas ou menos arriscadas</p>	A pesquisa indica que os investidores tendem a ser avessos ao risco, optando por estratégias de menor risco em vez de estratégias mais arriscadas, levando a escolhas mais conservadoras para evitar perdas potenciais.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Aversão à perda</b>	Benartzi e Thaler (2007)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: Os resultados das alocações de ativos foram comparados entre grupos que visualizaram diferentes tipos de retornos, permitindo a avaliação do impacto da aversão à perda nas decisões de investimento.	A aversão à perda pode fazer com que haja resistência em aplicação em alguns ativos, mesmo sendo mais apropriados para o crescimento a longo prazo, resultando em alocações ineficazes que não aproveitam ao máximo o potencial de retorno.
<b>Aversão à perda</b>	Thaler e Benartzi (2004)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: foi utilizado métodos estatísticos para avaliar a eficácia do programa SMarT, comparando grupos de controle e grupos que participaram do SMarT, a fim de quantificar o impacto das intervenções comportamentais.	A pesquisa demonstrou a eficácia do aumento automático das contribuições de aposentadoria quando os contribuintes receberam aumentos salariais. Foi observado que os funcionários eram menos propensos a perceber a contribuição adicional como uma perda, uma vez que a mudança ocorria simultaneamente ao aumento de sua renda
<b>Comportamento de Manada</b>	Olivo et al. (2023)	Regime de previdência privado no Brasil	Gestores	Método Quantitativo: foi utilizado um <i>Survey</i> , mediado pela escala <i>Likert</i> a probabilidade de seguir a mesma decisão, desde muito provavelmente, até improvável, bem como, algumas questões de múltipla escolha e abertas.	A pesquisa revelou contradições entre os gestores, com uma parcela menor admitindo seguir esse comportamento, apesar de perceberem sua existência. A grande maioria dos gestores têm a percepção que há o comportamento de manada, mas poucos admitiram a prática de seguir a tendência dos demais.
<b>Diversificação Ingênua</b>	Bateman et al. (2016)	Regime de previdência complementar na Austrália	Contribuintes	Método Quantitativo: Por meio de um experimento estudantes universitários foram solicitados a escolher entre diferentes opções de investimento baseadas em informações prescritas. Os elementos foram projetados para fornecer aos participantes uma visão clara e concisa das opções de investimento, facilitando a comparação e a tomada de decisões. Foi utilizada a regressão logística para investigar como as	Os participantes tendem a concentrar-se em informações de alocação de ativos em detrimento das informações de risco e retorno, ou seja, não seguem o trade-off tradicional. E quando as informações de alocação de ativos não são fornecidas, os participantes tendem a voltar para o trade-off convencional entre risco e retorno, optando por índices de Sharpe mais altos, demonstrando a presença de vieses mesmo em um contexto de informações prescritas e regulamentadas.

Vieses Comportamentais	Autor	Regime	Foco do estudo	Método	Resultado
				características individuais dos participantes (variáveis independentes) influenciam seu comportamento em relação às escolhas entre diferentes opções de investimento (variável dependente binária).	
<b>Diversificação Ingênua</b>	Agnew (2006)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: As regressões <i>probit</i> são empregadas para analisar a relação entre variáveis binárias, variáveis independentes e probabilidades condicionais com a presença ou ausência de um comportamento específico, bem como seguir a heurística de alocação 1/n e permitir avaliar o impacto dessas variáveis no comportamento dos participantes em relação aos investimentos.	Os fatores como salário e tempo de emprego estão negativamente relacionados a essa prática, ou seja, os participantes com salários mais altos e maior tempo de emprego são menos propensos a seguir a heurística de alocação 1/n, indicando uma maior sofisticação na tomada de decisão de investimento em relação à diversificação. O estudo destaca ainda que as mulheres são mais propensas a fazer melhores escolhas de investimento, demonstrando a influência do gênero nas decisões financeiras.
<b>Diversificação Ingênua</b>	Gerrans; Yap (2012)	Regime de previdência complementar da Austrália	Contribuintes	Método Quantitativo: O estudo utilizou uma regressão <i>probit</i> para analisar as escolhas de investimento de membros de fundos de previdência na Austrália no período de 2001 a 2006. As variáveis incluídas na regressão foram: idade, nível de contribuições, tempo de filiação ao fundo, retorno e risco de mercado, e variáveis <i>dummy</i> para a filiação ao fundo.	A pesquisa sugere que os investidores podem não fazer escolhas sofisticadas ou diversificadas, como a preferência por um número limitado de opções de investimento e a alocação condicional 1/n, podendo afetar a qualidade das decisões de investimento e levar a resultados financeiros menos favoráveis.
<b>Diversificação Ingênua</b>	Benartzi e Thaler (2007)	Regime de previdência complementar nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: Utilizando software de simulação, os autores projetaram a distribuição de renda de aposentadoria para diferentes portfólios, permitindo uma comparação entre as escolhas dos	Os autores observam que muitos investidores confundem a diversificação com o simples fato de ter múltiplos fundos, sem considerar a verdadeira diversificação de risco que cada fundo oferece. Isso pode levar a uma alocação inadequada de ativos e a uma maior exposição

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
				participantes e as opções de investimento mais eficazes.	ao risco.
<b>Efeito Dotação</b>	Madrian; Shea (2001)	Regime de previdência complementar nos EUA	Contribuintes	Método Qualitativo: o estudo utiliza a métrica para analisar as escolhas dos participantes, a comparação é realizada antes depois da implantação da inscrição automática para entender como as mudanças nas configurações padrão afetam o comportamento de poupança dos participantes.	O efeito dotação é mencionado como um fator que influencia as decisões de poupança dos participantes do plano 401(k) sob o registro automático. O efeito dotação pode levar os participantes sob registro automático a dar mais peso à perda de economias de aposentadoria do que fariam se estivessem considerando a participação no plano de forma voluntária
<b>Efeito melhor que a média</b>	Gort (2009)	Regime de previdência público e privado na Suíça	Gestores	Método Quantitativo: coleta de dados por meio de questionários, para investigar a influência do efeito melhor que a média na tomada de decisão dos membros dos comitês de investimento e gestores internos dos planos de pensão suíços. A análise inclui correlações estatísticas e escalas de <i>Likert</i> para examinar as relações entre variáveis, comparando o desempenho dos fundos de pensão com índices de mercado e avaliar a eficácia da gestão ativa.	O artigo apresenta que o viés leva os participantes a superestimar suas habilidades e desempenho em relação a outros investidores. O impacto dos vieses é percebido na preferência pela gestão ativa mesmo quando os resultados históricos indicam que a indexação pode ser uma estratégia mais eficaz.
<b>Enquadramento</b>	Dominitz, Hung, e Van Soest (2007)	Regime de previdência público nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: o estudo utiliza uma abordagem quantitativa, baseada em questionários de pesquisa para coletar dados sobre as expectativas e preferências dos beneficiários em relação ao adiamento da reivindicação dos benefícios do Seguro Social.	O estudo fornece insights sobre como os indivíduos planejam suas decisões de reivindicação de benefícios do Seguro Social e como suas expectativas podem se desviar de seus comportamentos reais. Além disso, destaca a importância de considerar as preferências declaradas dos indivíduos em relação a decisões de aposentadoria.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Enquadramento</b>	Foster (2017)	Regime de previdência público e privado no Reino Unido	Contribuintes	Método Qualitativo: utilizou entrevistas qualitativas semi-estruturadas para explorar as atitudes e comportamentos dos jovens adultos em relação ao planejamento de aposentadoria.	A pesquisa destacou em seus resultados a priorização de necessidades financeiras imediatas em detrimento do planejamento de aposentadoria, falta de conhecimento sobre pensões, importância da confiança em provedores de pensão, e atitudes em relação ao auto enquadramento.
<b>Enquadramento</b>	Liebman e Luttmer (2015)	Regime de previdência público nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: utilizando uma abordagem experimental, por uma análise descritiva dos dados para examinar as características básicas da amostra, como idade, gênero, nível educacional, comparando as médias das variáveis de interesse (como participação na força de trabalho e reivindicação de benefícios do Seguro Social) entre o grupo de tratamento e o grupo de controle.	A pesquisa identificou que o enquadramento da informação influenciou a percepção dos participantes sobre os incentivos para trabalhar mais tempo, especialmente entre as mulheres, demonstrando a importância da forma como a informação é apresentada para influenciar o comportamento das pessoas em relação ao Seguro Social.
<b>Enquadramento</b>	Brown, Kapteyn, e Mitchell, (2016)	Regime de previdência público nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: o estudo utilizou análise de dados quantitativos de pesquisas experimentais e de painel para examinar o impacto do enquadramento de informações na tomada de decisões de reivindicação da Seguridade Social.	O estudo descobriu que a forma como as informações são apresentadas influencia significativamente as decisões de reivindicação da Seguridade Social, com os indivíduos sendo mais propensos a adiar a reivindicação quando as informações são apresentadas de certas maneiras.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Enquadramento</b>	Benítez-Silva e Demiralp Liu (2009)	Regime de previdência público nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: o estudo envolveu a coleta de dados por meio de pesquisas telefônicas, a análise de informações sobre o conhecimento das regras da Segurança Social e a utilização de métodos econométricos para examinar as relações entre o conhecimento das regras da Segurança Social e o bem-estar financeiro na aposentadoria.	Destacaram que a falta de informação sobre as regras da Segurança Social pode ter um custo significativo para os indivíduos. Além disso, houve variação significativa no conhecimento das regras da Segurança Social entre os entrevistados, com melhorias observadas ao longo do tempo e com a idade. Esses resultados ressaltam a importância do conhecimento das regras da Segurança Social para o planejamento da aposentadoria e indicam a necessidade de estratégias para aumentar a conscientização das pessoas sobre o sistema.
<b>Enquadramento</b>	Benartzi e Thaler (2007)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: os autores aplicaram conceitos da teoria do enquadramento para entender como a apresentação das informações influencia o comportamento dos contribuintes, ajudando a explicar decisões que não seguem a lógica econômica tradicional.	O enquadramento das informações sobre planos de aposentadoria pode influenciar a taxa de adesão e as escolhas de alocação dos participantes, enfatizando a segurança e a proteção de seus investimentos, eles podem ser mais propensos a contribuir assim para seus planos de aposentadoria.
<b>Representatividade</b>	Olivo et al. (2023)	Regime de previdência privado no Brasil	Gestores	Método Quantitativo: foi utilizado um <i>Survey</i> , mediado pela escala <i>Likert</i> , a probabilidade de seguir a mesma decisão, desde muito provavelmente, até improvável, bem como, algumas questões de múltipla escolha e abertas.	Foi identificado entre os gestores de fundos de investimentos o viés de Representatividade o qual pode superestimar ou subestimar a probabilidade de um evento, em vez de considerar informações objetivas ou estatísticas.
<b>Status quo</b>	Madrian; Shea (2001)	Regime de previdência complementar nos EUA	Contribuições	Método Qualitativo: o estudo utiliza a métrica para comparar as escolhas dos participantes, antes e depois da implantação da inscrição automática, para entender como as mudanças nas configurações padrão afetam o comportamento de poupança dos participantes.	Na pesquisa uma parcela substancial dos participantes contratados sob o registro automático mantém as configurações padrão de contribuição e alocação de fundos. Essa constatação reforça a ideia de que as decisões financeiras são influenciadas por padrões preexistentes.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Status quo</b>	Pereira e Afonso (2020)	Regime de previdência complementar no Brasil	Contribuintes	Método Quantitativo: O teste de <i>Mann-Whitney</i> foi empregado para analisar se havia diferenças estatisticamente significativas entre o Grupo de Tratamento 1 (inscrição compulsória) e o Grupo de Tratamento 2 (inscrição compulsória e a alternativa de um plano de pensão sem risco). em relação às escolhas de planos de pensão.	A maioria dos participantes escolheu o plano sem risco no período 5, indicando uma tendência em permanecer na opção de menor risco. Isso pode refletir um viés de inércia ou status quo, onde os participantes tendem a manter suas escolhas iniciais sem considerar mudanças ou alternativas.
<b>Status quo</b>	Auger et al. (2012)	Regime de previdência privado na Austrália	Contribuintes	Método Quantitativo: Metodologia: Foi utilizada uma metodologia experimental primária uma variante de um experimento de escolha discreta, esta abordagem permitiu variar sistematicamente as opções disponíveis para os investidores e forçar trade-offs entre as várias opções de investimento. Foram incluídas onze opções de investimento que foram sistematicamente variadas em quatro características: 1) estratégia de investimento, 2) objetivo de desempenho, 3) perfil de risco e 4) retorno do investimento.	Confirma-se a influência do status quo na tomada de decisão ao revelar que os investidores mantêm consistência no perfil de risco/retorno de seus investimentos ao selecionar opções de Investimentos Socialmente Responsáveis (SRIs). Os indivíduos selecionam novos investimentos que são semelhantes aos investimentos existentes para reduzir o esforço cognitivo e acelerar seu processo de tomada de decisão.
<b>Status quo</b>	Robertson-Rose (2021)	Regime de previdência complementar no Reino Unido	Contribuintes	Método Qualitativo: estudo utilizou o “Método da Diferença de Mil”, que envolve a comparação de casos semelhantes em diversos aspectos, mas que diferem em relação à variável de interesse (a taxa de contribuição). Utilizando variáveis socioeconômicas como: aposentadoria, idade, renda e nível educacional.	O viés do status quo foi observado como um fator que dificultou a mudança nas taxas de contribuição dos participantes, atuou como um obstáculo para alterações nas taxas de contribuição, mantendo os participantes aderindo aos níveis de contribuição padrão e predefinidos por longos períodos, mesmo que esses níveis fossem subótimos.

<b>Vieses Comportamentais</b>	<b>Autor</b>	<b>Regime</b>	<b>Foco do estudo</b>	<b>Método</b>	<b>Resultado</b>
<b>Status quo</b>	Thaler e Benartzi (2004)	Regime de previdência privado nos EUA	Contribuintes	Método Quantitativo: foi utilizado métodos estatísticos para avaliar a eficácia do programa SMarT, comparando grupos de controle e grupos que participaram do SMarT, a fim de quantificar o impacto das intervenções comportamentais.	O estudo mostrou que, uma vez inscritos, os funcionários eram menos propensos a optar por sair do programa, indicando que a estrutura do programa ajudou a superar o viés de <i>status quo</i> .

Fonte: Os autores, 2024

### Q3. Quais as tendências futuras de pesquisas a respeito fundos de previdência e finanças comportamentais?

Na literatura analisada, foram identificadas várias lacunas de pesquisa que destacam a importância de novas investigações sobre previdência. As lacunas apontadas pelos estudos analisados remetem a uma escassez de trabalhos sobre previdência, especialmente no que diz respeito à forma como os comportamentos são afetados pela presença de vieses. Para elucidar as propostas de trabalhos trazidos pela literatura, foi elaborado o Quadro 6, a fim evidenciar e incentivar novas pesquisas sobre gestão e decisões de investimentos em aposentadoria.

Quadro 8 - Propostas de pesquisas futuras.

Autor	Propostas Futuras
Choi et.al, 2017; Bateman; Stevens; Lai, 2015; Benartzi; Thaler; 2007; Lavin; Valle; Magner, 2019; Robertson-Rose, 2019;	Incentivo para pesquisas em que explorem a importância de considerar fatores sociais, emocionais e comportamentais para escolhas mais saudáveis para a aposentadoria.
Bateman et al., 2016; Brown; Kapteyn; Mitchell, 2016; Duch et al, 2021; Foster, 2017; Gerrans; Yap, 2012; Hagen; Hallberg; Lindquist, 2022; Madrian; Shea 2001.	Nos contextos de previdência incentivar e explorar a divulgação, com diferentes formatos, de divulgação das informações de investimento, entender como os participantes interpretam e utilizam essas informações, bem como incentivar a educação previdenciária para melhor. conhecimento e compreensão do sistema previdenciário
Agnew, 2006; Benítez-Silva, Binswanger; Carman, 2012; Demiralp Liu, 2009; Duch et al., 2021; Pereira; Afonso, 2020	Investigar como os vieses comportamentais afetam a acumulação de riqueza e a segurança financeira dos investidores e a tomada de decisões de investimento para aposentadoria.
Bebbington; Durand; Khuu (2024), Behaghel; Blau, 2012; Domonkos, 2015; Durand; Khuu, 2024; Vermeer, 2014; Thaler; Benartzi, 2004	Realizar estudos sobre as decisões de pensões em contextos culturais e regulatórios diversos tanto pelo foco do contribuinte quanto do gestor. E ainda explorar fatores em maior detalhe e sensibilidade em relação ao aumento da idade, considerando a diferença de gênero e os riscos esperados.
Gort, 2009; Olivo et al., 2023	Os artigos sugerem a necessidade de investigar mais a fundo a influência dos vieses comportamentais dos gestores de planos de previdência, compreender como esses vieses podem prejudicar as atuações dos gestores nas alocações de recursos em cenários específicos, e se há diferenças significativas com base em características demográficas ou profissionais dos participantes.
Dominitz; Hung; Van Soest, 2007; Liebman; Luttmmer, 2015	O artigo sugere a necessidade de investigar como as preferências dos contribuintes influenciam as decisões de aposentadoria.

Fonte: Os autores, 2024.

A revisão dos 26 artigos demonstrou, em sua maioria, foco nas decisões dos contribuintes, evidenciando uma carência de pesquisas voltadas para investigar vieses comportamentais nas decisões dos gestores de fundos previdenciários. Gort (2009) e Olivo et al. (2023) destacam a importância de pesquisar a presença desses vieses na tomada de decisão dos gestores de planos de previdência e suas implicações na alocação de recursos. Os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) possuem regulações específicas que impactam a discricionariedade dos gestores desses fundos, essa particularidade na gestão de fundos previdenciários pode ter implicações significativas sobre as decisões dos gestores, abrindo espaço para novas pesquisas que ampliem conhecimento e contribua com o desempenho do sistema previdenciário.

A partir dessas descobertas avançar nos estudos sobre previdência, investigando o impacto dos vieses na tomada de decisão dos gestores, a fim de compreender os problemas que tais comportamentos podem acarretar a segurança e liquidez dos regimes, investigar o alinhamento dos interesses dos gestores com os dos contribuintes, estudos que aprofundem as análises de estratégias utilizadas, avaliação de desempenho dos investimentos em consonância com a tomada de decisão de longo prazo. Dessa forma, será possível contribuir para uma gestão mais eficiente e segura dos fundos previdenciários, beneficiando tanto os gestores quanto os contribuintes.

#### **4 CONCLUSÃO**

Neste trabalho, foi realizada uma revisão de literatura para mapear o campo de estudos relacionado a finanças comportamentais e previdência. De modo específico, foram levantadas três questões a serem respondidas.

Quanto à primeira questão, a revisão evidenciou que a produção de trabalhos sobre vieses comportamentais e previdência estão dispersas ao longo do período analisado, com destaque aos trabalhos de Madrian e Shea (2001) com análise de inscrição automática em fundos de pensão, Thaler e Benartzi, com estudos produzidos em 2004 e 2007, em que aplicaram a economia comportamental para incentivar a poupança dos funcionários, com a proposta do programa Save More Tomorrow, que mostrou ser eficaz em aumentar as taxas de poupança dos funcionários ao longo do tempo, demonstrando como a aplicação de princípios comportamentais pode influenciar positivamente o comportamento financeiro.

Pela análise realizada foi possível responder a segunda questão ao identificar a presença de vieses de aversão à perda, ancoragem, enquadramento, status quo, diversificação

ingênua, efeito dotação e representatividade na decisão de contribuintes e em decisões de gestores aversão a perda, enquadramento, comportamento de manada e efeito melhor que a média. Foi então possível mapear os principais resultados e métodos utilizados para sua mensuração.

Identificaram-se sugestões de pesquisas futuras sobre a influência dos vieses comportamentais dos gestores de planos de previdência, compreender como esses vieses podem impactar nas alocações de recursos em cenários específicos, e se há diferenças significativas com base em características demográficas ou profissionais.

A pesquisa buscou por artigos que abordassem o tema fundos de pensão e finanças comportamentais, os resultados da pesquisa sugerem que a abordagem comportamental pode ajudar a melhorar o planejamento financeiro dos indivíduos nos planos de fundo de pensão, reconhecendo que as escolhas financeiras são influenciadas por fatores psicológicos e compreender os vieses que influenciam o comportamento pode auxiliar na elaboração de estratégias de investimento que promovam a segurança financeira de longo prazo, alinhando as decisões de investimento beneficiem todas as partes envolvidas. Sugere-se para um melhor mapeamento dos vieses comportamentais na previdência entre fundos de pensão e finanças comportamentais uma revisão dos termos utilizados e busca em novas bases de pesquisa a fim de otimização e melhores resultados.

## REFERÊNCIAS

- AGNEW, Julie. R. Do behavioral biases vary across individuals? Evidence from individual level 401(k) Data. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 4, p. 939–962, dez. 2006. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S002210900002702/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S002210900002702/type/journal_article). Acesso em: 28 mar. 2024.
- AUGER, Pat. et al. Inertia and discounting in the selection of socially responsible investments: An experimental investigation. **SSRN Electronic Journal**, p. 36, 2012. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1995879>. Acesso em: 14 fev. 2024.
- BATEMAN, Hazel et al. As easy as pie: How retirement savers use prescribed investment disclosures. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 121, p. 60–76, jan. 2016. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268115002875>. Acesso em: 18 fev. 2024.
- BATEMAN, Hazel.; STEVENS, Ralph; LAI, Andy Risk information and retirement investment choice mistakes under prospect theory. **Journal of Behavioral Finance**, v. 16, n. 4, p. 279–296, 2 out. 2015. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15427560.2015.1095749>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BEBBINGTON, Christopher; DURAND, Robert B.; KHUU, Joyce. Investor decision making within retirement savings schemes. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 83, p. 102203, fev. 2024. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X23002743>. Acesso em: 21 fev. 2024.
- BEHAGHEL, Luc.; BLAU, David. M. Framing social security reform: behavioral responses to changes in the full retirement Age. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4, n. 4, p. 41–67, 1 nov. 2012. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.4.4.41>. Acesso em: 17 fev. 2024.
- BENARTZI, S.; THALER, R. H. Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 3, p. 81–104, 1 jul. 2007. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.21.3.81>. Acesso em: 10 abr. 2024.
- BENITEZ-SILVA, Hugo; DEMIRALP, Berna; LIU, Zhen. Social security literacy and retirement well-being. **SSRN Electronic Journal**, 2009. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1510309>. Acesso em: 17 fev. 2024.
- BESHEARS, J. et al. Behavioral economics perspectives on public sector pension plans. **Journal of Pension Economics and Finance**, v. 10, n. 2, p. 315–336, abr. 2011. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474747211000114/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474747211000114/type/journal_article). Acesso em: 6 dez. 2023.
- BESHEARS, John et al. Simplification and saving. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 95, p. 130–145, nov. 2013. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268112000583>. Acesso em: 6 dez. 2023.

BEZERRA, Arthur Maurício Rodrigues; SANTOS JÚNIOR, Luiz Carlos. Análise de sensibilidade de premissas atuariais: o caso de um RPPS Paraibano. **Revista Evidência Contábil & Finanças**, v. 11, n. 3, p. 19, dez. 2023. Disponível em: <https://periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/68318>. Acesso em: 8 jun. 2024.

BINSWANGER, Johannes; CARMAN, Katherine Grace. How real people make long-term decisions: the case of retirement preparation. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 81, n. 1, p. 39–60, jan. 2012. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268111002290>. Acesso em: 14 fev. 2024.

BLAKE, David. Nudges and networks: how to use behavioural economics to improve the life cycle savings-consumption balance. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 15, n. 5, p. 217, 13 maio 2022. Disponível em: <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/5/217>. Acesso em: 01 abr. 2024.

BOGONI, Nadia Mar; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de risco nas atividades de investimento dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos municípios do Estado do Rio Grande do Sul. **REAd: Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 17, n. 1, p. 117–148, abr. 2011. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-23112011000100005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-23112011000100005&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 8 jul. 2023.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil. **Resolução n.º 4.963, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 nov. 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=ResoluC3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4963>>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. **Portaria n.º 1.467, de 2 de junho de 2022**. Estabelece regras e diretrizes para aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 3 jun. 2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/destaques/portaria-mtp-no-1-467-de-02-junho-de-2022https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/destaques/portaria-mtp-no-1-467-de-02-junho-de-2022>>. Acesso em: 02 fev 2024.

BROWN, Jeffrey R.; KAPTEYN, Arie; MITCHELL, Olívia S. Framing and Claiming: how information-framing affects expected Social Security Claiming Behavior. **Journal of Risk and Insurance**, v. 83, n. 1, p. 139–162, jan. 2016. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1539-6975.2013.12004.x>. Acesso em: 05 fev. 2024.

CALAZANS, Fernando Ferreira. et al. A importância da unidade gestora nos regimes próprios de previdência social: análise da situação dos estados e do Distrito Federal. **Revista de Administração Pública**, v. 47, n. 2, p. 275–304, abr. 2013. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-76122013000200001&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122013000200001&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 17 set. 2023.

CAMILLERI, Adrian R.; CAM, Marie-Anne; HOFFMANN, Robert. Nudges and signposts: the effect of smart defaults and pictographic risk information on retirement saving investment

choices. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 32, n. 4, p. 431–449, out. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bdm.2122>. Acesso em: 18 fev. 2024.

CHOI, James J. et al. Small cues change savings choices. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 142, p. 378–395, out. 2017. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268117302342>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DOMINITZ, Jeff; HUNG, Angela; VAN SOEST, Arthur H. O. Future beneficiary expectations of the returns to delayed Social Security benefit claiming and choice behavior. **SSRN Electronic Journal**, p. 31, 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1082827>. Acesso em: 17 fev. 2024.

DOMONKOS, Stefan. Promoting a higher retirement age: a prospect-theoretical approach. **International Journal of Social Welfare**, v. 24, n. 2, p. 133–144, abr. 2015. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ijsw.12101>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DONTHU, Naveen et al. How to conduct a bibliometric analysis: an overview and guidelines. **Journal of Business Research**, v. 133, p. 285–296, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.070>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DUCH, Raymond et al. Choice architecture improves pension selection. **Applied Economics**, v. 53, n. 20, p. 2256–2274, 27 abr. 2021. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2020.1817845>. Acesso em: 25 mar. 2024.

FERNANDES, Cimara de Oliveira.; SOUZA SAMPAIO, Francisco Jean Carlos de. Regime Próprio de Previdência Social: um estudo da sustentabilidade financeira de um Município Potiguar. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 1, p. 5, 24 jan. 2019. Disponível em: <http://www.periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/41807>. Acesso em: 8 jun. 2024.

FOSTER, Liam. Young People and Attitudes towards Pension Planning. **Social Policy and Society**, v. 16, n. 1, p. 65–80, jan. 2017. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal_article). Acesso em: 20 fev. 2024.

GERRANS, Paul; YAP, Ghialy C. L.. Sophistication in retirement savings investment choices. **SSRN Electronic Journal**, p. 36, 2012. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1636111>. Acesso em: 18 fev. 2024.

GOMES, Gislene Pereira Silva et al. A governança pública e sua aplicação nos regimes próprios de previdência social. **Brazilian Journal of Development**, v. 7, n. 4, p. 40136–40149, 18 abr. 2021. Disponível em: <https://brazilianjournals.com/index.php/BRJD/article/view/28476>. Acesso em: 14 nov. 2023.

GORT, Christoph. Overconfidence and active management: an empirical study across Swiss Pension Plans. **Journal of Behavioral Finance**, v. 10, n. 2, p. 69–80, 3 jun. 2009. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15427560902905369>. Acesso em: 29 mar. 2024.

GUNARATNE, Junius; NOV, Oded. Informing and improving retirement saving performance using behavioral economics theory-driven user interfaces. *Proceedings of the 33rd Annual ACM Conference on Human Factors in Computing Systems*. Anais. Em: CHI '15: CHI CONFERENCE ON HUMAN FACTORS IN COMPUTING SYSTEMS. Seoul Republic of Korea: ACM, 18 abr. 2015. Disponível em: <<https://dl.acm.org/doi/10.1145/2702123.2702408>>. Acesso em: 1 abr. 2024

HAGEN, Johannes; HALLBERG, Daniel; LINDQUIST, Gabriella Sjögren. A nudge to quit? The effect of a change in pension information on annuitisation, labour Supply and Retirement choices among older workers. *The Economic Journal*, v. 132, n. 643, p. 1060–1094, 1 abr. 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/ej/article/132/643/1060/6326617>. Acesso em: 1 abr. 2024.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometric Society*, v. 47, n. 2, p. 263–291, mar. 1979. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1914185?origin=crossref>. Acesso em: 19 mar. 2024.

LAVIN, Jaime F.; VALLE, Mauricio A.; MAGNER, Nicolás S. Heuristics in mutual fund consumers' willingness-to-invest: an experimental approach. *Journal of Consumer Affairs*, v. 53, n. 4, p. 1970–2002, dez. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/joca.12279>. Acesso em: 26 mar. 2024.

LIEBMAN, Jeffrey B.; LUTTMER, Jeffrey B. Would people behave differently if they better understood Social Security? Evidence from a field experiment. *American Economic Journal: Economic Policy*, v. 7, n. 1, p. 275–299, 1 fev. 2015. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.20120081>. Acesso em: 28 mar. 2024.

LIMA, Diana Vaz de et al. O impacto do fator previdenciário nos grandes números da previdência social. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 23, n. 59, p. 128–141, ago. 2012. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 15 nov. 2023.

MADRIAN, Brigitte C.; SHEA, Dennis F. The power of suggestion: inertia in 401(k) participation and savings behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 4, p. 1149–1187, 1 nov. 2001. Disponível em: <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.1162/003355301753265543>. Acesso em: 10 abr. 2024.

MARTINUSSI, João Paulo Sarmiento; PIVA, Rafael Fernandes; NUNES, Rodolfo. O risco-retorno das carteiras dos RPPS e a influência dos aumentos de limites do pró-gestão. *Redeca*, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos, v. 9, p. e57716, 25 out. 2022. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/redeca/article/view/57716>. Acesso em: 5 out. 2024.

MARTITS, Luiz Augusto; EID JUNIOR, William. Aversão a perdas: comparação de decisões de investimento entre investidores individuais e fundos de pensão no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, v. 7, n. 4, p. 429–457, 5 jan. 2009. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/view/1507>. Acesso em: 21 mar. 2024.

OLIVO, Rodolfo Leandro de Faria et al. Desafios de gestão e vieses comportamentais nos Fundos de Previdência no Brasil. *Peer Review*, v. 5, n. 10, p. 253–272, 2 jun. 2023.

Disponível em: <https://peerw.org/index.php/journals/article/view/530>. Acesso em: 14 mar. 2024.

PEIXOTO, Aline Gomes et al. Atuação do conselho de administração dos rpps de viçosa e Belo Horizonte perante os conflitos de agência. **Caderno de Administração**, v. 13, n. 2, 2019. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/caadm/article/view/44566>. Acesso em: 8 jul. 2023.

PEREIRA, Antônio Gualberto; AFONSO, Luís Eduardo. Automatic enrollment and employer match: an experiment with the choice of pension plans. **Revista de Gestão**, v. 27, n. 3, p. 281–299, 2 jun. 2020. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/REGE-07-2019-0077/full/html>. Acesso em: 26 mar. 2024.

ROBERTSON-ROSE, Lynne. Good job, good pension? The influence of the workplace on saving for retirement. **Ageing and Society**, v. 39, n. 11, p. 2483–2501, nov. 2019. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal_article). Acesso em: 9 jul. 2024.

SAMUELSON, William; ZECKHAUSER, Richard. Status quo bias in decision making. **Journal of Risk and Uncertainty**, v. 1, n. 1, p. 7–59, mar. 1988. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1007/BF00055564>. Acesso em: 4 fev. 2024.

SELL, Filipy Furtado; ALVES, João Victor Reis. R. A Institucionalização do programa pré-gestão RPPS: a análise da unidade gestora nível IV. **Perspectivas Contemporâneas**, v. 19, p. 1–15, 1 fev. 2024. Disponível em: <http://periodicos.grupointegrado.br/revista/index.php/perspectivascontemporaneas/article/view/3613>. Acesso em: 27 jun. 2024.

TAYLOR, Shelley E.; BROWN, Jonathon D. Positive illusions and well-being revisited: Separating fact from fiction. **Psychological Bulletin**, v. 116, n. 1, p. 21–27, 1994. Disponível em: <http://doi.apa.org/getdoi.cfm?doi=10.1037/0033-2909.116.1.21>. Acesso em: 4 fev. 2024.

THALER, Richard H.; BENARTZI, Shlomo. Save More Tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. S1, p. S164–S187, fev. 2004. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/380085>. Acesso em: 9 abr. 2024.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: heuristics and biases: biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124–1131, 27 set. 1974. Disponível em: <https://www.science.org/doi/10.1126/science.185.4157.1124>. Acesso em: 30 jun. 2024.

VERMEER, Niels. Age anchors and the individual retirement age: an experimental study. **SSRN Electronic Journal**, p. 45, 2014. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=2572862>. Acesso em: 28 mar. 2024.

VIEIRA, Kelmara Mendes; MATHEIS, Taiane Keila; ROSENBLUM, Tamara Otilia Amaral. Preparação financeira para aposentadoria: análise multidimensional da percepção dos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 91, p. e1705, 2023. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tln\\_g=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tln_g=pt). Acesso em: 23 mar. 2024.

ZHU, Junwen; LIU, Weishu. A tale of two databases: The use of Web of Science and Scopus in academic papers. **Scientometrics**, v. 123, n. 1, p. 321-335, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11192-020-03387-8>. Acesso em 23 mar. 2024.

## **Artigo II - O comportamento na tomada de decisão da gestão da carteira de investimentos dos RPPS: um mapeamento das heurísticas e dos vieses comportamentais.**

### **RESUMO**

Este trabalho apresenta os resultados da análise do processo de tomada de decisão na composição e avaliação de desempenho da carteira de um fundo de previdência municipal, estruturado sob o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Trata-se de uma pesquisa de natureza exploratória, com abordagem qualitativa e quantitativa, fundamentada na triangulação de métodos de coleta de dados. Foram utilizadas três fontes principais: (i) análise documental, incluindo dados da carteira e atas das reuniões do comitê de investimentos; (ii) entrevistas semiestruturadas com membros do comitê e com o dirigente da unidade gestora; e (iii) observação participante. A avaliação da carteira considerou os segmentos de renda fixa e variável, com comparação de desempenho frente a indicadores de referência como o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o IPCA acrescido de 6% ao ano (meta atuarial) e o Índice Bovespa (IBOV), no período de 2019 a 2023. Os resultados indicam que i) houve alteração na composição da carteira do fundo, após o período da crise causada pela pandemia, no sentido de maior propensão ao risco dos investimentos, e; ii) embora o retorno mensal da carteira total tenha superado os índices CDI e IPCA, não atingiu a meta atuarial em todos os anos, o que indica que a gestão considerada ativa no período não superou em eficiência a gestão passiva do portfólio, no período analisado. Além disso, foram identificados indícios de vieses comportamentais, como excesso de confiança e aversão à perda, que influenciaram o processo decisório, especialmente no período de crise causada pelo COVID-19. Como produto técnico da pesquisa, elaborou-se um relatório com recomendações voltadas à qualificação da gestão dos investimentos, com vistas à melhoria na alocação dos recursos do RPPS.

**Palavras-chave:** Excesso de confiança. Aversão à perda. Desempenho de portfólio. Tomada de decisão.

## ABSTRACT

This study presents the results of an analysis of the decision-making process involved in the composition and performance evaluation of the investment portfolio of a municipal pension fund operating under the Brazilian Public Pension System (RPPS). The research focuses on identifying the presence of behavioral biases. It is an exploratory study with both qualitative and quantitative approaches, based on data triangulation. Three main data sources were used: (i) document analysis, including portfolio data and minutes from investment committee meetings; (ii) semi-structured interviews with committee members and the fund manager; and (iii) participant observation. The portfolio assessment covered both fixed income and equity segments, with performance compared against benchmarks such as the Interbank Deposit Certificate (CDI), the Extended National Consumer Price Index (IPCA), the actuarial target (IPCA + 6% per year), and the Bovespa Index (IBOV), from 2019 to 2023. The results show that (i) the portfolio composition shifted towards higher risk investments following the COVID-19 crisis period; and (ii) although the portfolio's monthly return outperformed the CDI and IPCA indices, it did not meet the actuarial target in all years, indicating that the active management strategy adopted during the period was not more efficient than a passive one. Furthermore, evidence of behavioral biases—such as overconfidence and loss aversion—was found to have influenced decision-making, particularly during the crisis. As a technical output of the study, a report with recommendations was developed to improve the management and allocation of RPPS investment resources.

**Keywords:** Overconfidence. Loss aversion. Portfolio performance. Decision-making.

## 1 INTRODUÇÃO

O estudo sobre finanças comportamentais tem se mostrado essencial para a compreensão das decisões financeiras (Pereira; Afonso, 2020; Thaler; Benartzi, 2004), ao reconhecer a influência de fatores psicológicos, sociais e emocionais no comportamento dos indivíduos (Benitez-Silva; Demiralp; Liu, 2009). Essa abordagem revela que os seres humanos frequentemente se desviam de um modelo racional ideal e que as heurísticas, atalhos mentais usados para simplificar decisões, podem, dependendo do contexto, ser tanto úteis quanto gerar vieses cognitivos (Agnew, 2006; Benitez-Silva et al., 2009; Gort, 2009).

A aplicação das finanças comportamentais aos estudos sobre previdência tem considerado dois contextos principais. O primeiro diz respeito às decisões individuais dos participantes de planos de previdência, como a escolha de modalidades de planos (Benartzi; Thaler, 2007; Madrian; Shea, 2001; Pereira; Afonso, 2020), a sensibilidade a referências anteriores na definição da idade de aposentadoria, que induz decisões baseadas em marcos arbitrários, ainda que alternativas mais vantajosas estejam disponíveis (Behaghel; Blau, 2012; Vermeer, 2014), e a persistência em padrões estabelecidos de investimento (Choi et al., 2017; Domonkos, 2015; Hagen; Hallberg; Lindquist, 2022; Robertson-Rose, 2021). Além disso, estudos abordam a relação entre objetivos financeiros e comportamentos de poupança para aposentadoria (Duch et al., 2021).

O segundo contexto refere-se às decisões dos gestores de fundos de previdência, com destaque para a escolha entre estratégias de gestão ativa ou passiva (Gort, 2009) e a eficácia dessas decisões em cenários econômicos desafiadores (Olivo et al., 2023). Pesquisas voltadas ao comportamento dos gestores têm revelado a presença de heurísticas e vieses nos processos decisórios, evidenciando fragilidades na gestão e apontando caminhos para melhorias (Gort, 2009; Olivo et al., 2023). Gort (2009), por exemplo, identificou o viés de excesso de confiança entre gestores de fundos de previdência suíços, que apresentavam expectativas excessivamente otimistas quanto ao desempenho futuro dos investimentos, mesmo diante de históricos de desempenho que não justificavam tal otimismo, evidenciando um descompasso entre percepção e realidade nas decisões (Gort, 2009).

Apesar disso, ainda são escassos os estudos que aplicam os fundamentos das finanças comportamentais especificamente às decisões dos gestores de fundos de previdência (Gomes et al., 2021; Vieira; Matheis; Rosenblum, 2023). A maioria das pesquisas concentra-se no comportamento dos contribuintes dos planos, como demonstrado nos resultados de

Tonelli, Andrade e Faria, (2025) deste projeto. Essa lacuna se soma à diversidade de contextos previdenciários ao redor do mundo, em que diferenças nos regimes e regramentos influenciam a margem de discricionariedade dos gestores, o que, por sua vez, afeta a manifestação de vieses comportamentais.

Nos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), por exemplo, a atuação dos gestores é fortemente impactada por regulações específicas, voltadas à sustentabilidade financeira e atuarial dos fundos (Lima; Aquino, 2019; Lima; Rodrigues; Anjos, 2011). Embora essas normas busquem proteger os recursos públicos, também impõem desafios relevantes (Lima et al., 2012; Fernandes; Sampaio, 2019). A Resolução n.º 4.963, de 2021, por exemplo, privilegia a segurança por meio do investimento em títulos públicos federais, mas limita a diversificação, expondo os fundos a riscos de mercado (Bogoni; Fernandes, 2011). Nesse cenário, torna-se essencial que os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) adotem políticas de investimento bem definidas e contem com comitês de investimentos estruturados, para assegurar a rentabilidade, solvência, liquidez e transparência, pilares da sustentabilidade do regime (Brasil, 2021).

Diante desse contexto, surge a seguinte questão de pesquisa: (i) qual é a composição e o desempenho da carteira de um fundo de RPPS? E (ii) quais vieses comportamentais estão presentes nos processos decisórios dos gestores responsáveis pela composição da carteira de um RPPS localizado em Minas Gerais?

O objetivo do presente trabalho foi analisar a composição e o desempenho da carteira de um fundo RPPS e a manifestação de vieses comportamentais no processo decisório. De modo específico:

- Levantamento e análise, ao longo do tempo, da legislação aplicável a gestão de recurso dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS);
- Levantamento e análise da composição e a estratégia de investimento da carteira de ativos;
- Comparação da estratégia de investimento em renda fixa do fundo com *benchmarks* como Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA);
- Comparação da estratégia de investimento em renda variável com *benchmarks* como o IBOVESPA, além de estratégias ingênua e otimizada;
- Comparação da carteira e a meta atuarial, ao longo do tempo.
- Mapeamento dos vieses nos tomadores de decisão do RPPS.

Ao investigar o processo decisório sob a ótica das finanças comportamentais, este estudo contribuiu para o aprimoramento na análise do portfólio do para adequação das estratégias de investimento adotadas nos RPPS.

O aperfeiçoamento da gestão previdenciária se faz necessário, frente as fragilidades enfrentadas pelos RPPS no cumprimento de seus compromissos, impondo desafios tanto para os participantes quanto para os reguladores e os próprios gestores (Lima; Aquino, 2019). É preciso promover uma administração pautada na eficiência e na eficácia dos recursos, reduzindo vulnerabilidades e aumentando a resiliência dos regimes (Fernandes; Sampaio, 2019; Lima; Aquino, 2019).

Para tanto, é necessário enfrentar a volatilidade dos mercados, superar limitações na integração de sistemas de informação, lidar com resistências internas e, simultaneamente, equilibrar interesses diversos (Bogoni; Fernandes, 2011; Trintinalia; Serra, 2017). Ao lançar luz sobre os vieses presentes nas decisões dos comitês de investimento, esta pesquisa oferecer subsídio para a melhoria das decisões, ampliando a capacidade de gestão de riscos, a transparência e a responsabilidade nos RPPS. O reconhecimento e o gerenciamento dos vieses podem contribuir para uma alocação mais eficiente dos recursos e para um alinhamento mais claro entre as decisões dos gestores e as expectativas dos beneficiários.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Neste capítulo, apresenta-se o referencial teórico que fundamenta a pesquisa. A seção 2.1 discorre sobre os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), abordando suas características, estrutura e a evolução da legislação que influencia a discricionariedade dos gestores. A seção 2.2 trata dos fundamentos das finanças comportamentais, com ênfase nos conceitos de heurísticas e vieses, e como esses elementos influenciam o processo decisório, provocando desvios em relação ao modelo racional. Por fim, a seção 2.3 aborda os fundamentos de análise de carteiras de investimento, explorando diferentes estratégias de gestão e os principais indicadores utilizados nesse tipo de análise.

### **2.1 Estrutura e Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Regimes**

A trajetória laboral dos indivíduos é marcada por contribuições a regimes previdenciários, independentemente do setor ao qual pertençam (Lima; Aquino, 2019). No Brasil, o cenário previdenciário tem passado por constantes transformações (Lima et al., 2011;

Vieira et al., 2023), o que torna fundamental compreender os diferentes papéis dos regimes existentes para promover uma gestão eficiente e sustentável, assegurando a proteção social dos segurados (Fernandes; Sampaio, 2019).

No país, coexistem três principais regimes previdenciários: o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), administrado pelo INSS; o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), gerido pelos entes públicos da União, Estados, Distrito Federal e Municípios; e o Regime de Previdência Complementar, de caráter facultativo e privado, que visa oferecer renda adicional à previdência oficial (Lima; Aquino, 2019; Lima et al., 2011). Todos esses regimes compartilham o caráter contributivo e solidário como base de funcionamento, buscando garantir o pagamento de benefícios e o equilíbrio financeiro e atuarial (Lima et al., 2011).

Entretanto, fatores como a divergência entre projeções de receitas e despesas e a inadequação das normas às realidades demográfica e econômica do país têm contribuído para o desequilíbrio atuarial (Lima; Aquino, 2019). Os déficits crescentes impactam as contas públicas e exigem medidas de correção. Nesse contexto, a gestão dos recursos dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) torna-se essencial para garantir a sustentabilidade do regime (Bogoni; Fernandes, 2011; Fernandes; Sampaio, 2019; Lima; Aquino, 2019).

A legislação que regulamenta os investimentos dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) incentiva a concentração em títulos públicos federais, ativos de baixo risco e retorno (Brasil, 2021), o que pode limitar a diversificação da carteira e aumentar a exposição a riscos relacionados à volatilidade desse mercado (Lima; Aquino, 2019). Diante disso, Bogoni e Fernandes (2011) enfatizam a importância da gestão de investimentos como ferramenta para assegurar rentabilidade, liquidez, solvência, transparência e equilíbrio atuarial dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS).

Para os autores Bogoni e Fernandes, 2011; Lima e Aquino, 2019, Trintinalia e Serra, 2017, a alocação eficiente dos recursos deve proteger os interesses do regime, e um instrumento fundamental nesse processo é a política de investimentos (Fernandes; Sampaio, 2019; Olívio et al., 2023). Elaborada anualmente, essa política estabelece limites e diretrizes para a alocação de recursos, critérios de avaliação de gestores, administradores e distribuidores de fundos, além dos parâmetros de classificação de risco e requisitos das instituições destinatárias dos investimentos (Brasil, 2021).

A Resolução n.º 4.963, de 25 de novembro de 2021, conforme o Quadro 1, autoriza os Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) a aplicarem recursos em diversos segmentos, como renda fixa, renda variável, investimentos no exterior, estruturados, fundos

imobiliários e empréstimos consignados. A norma ainda define percentuais de alocação por segmento e estabelece prerrogativas a serem observadas, com foco na manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial do regime (Brasil, 2021).

Quadro 1 - Segmentos e limites da resolução nº 4.963 de 25/11/2021.

Segmento	Ativos	Limites Ativo	Limites Bloco	Limite PL Fundo	Limite recursos RPPS
Renda Fixa (artigo n.º 7 da resolução)	Títulos Públicos de emissão do TN (SELIC)	100%		N/A	
	Fundos/ETF 100% Títulos Públicos	100%		100%	
	Operações compromissadas	5%		N/A	
	Ativos de IF bancária com obrigação ou coobrigação	20%		N/A	
	Fundos Renda Fixa em geral	60%	60%	20%	15%
	Fundos de Índices (ETF) - Renda Fixa	60%		20%	15%
	FIDCs - Conta Sênior	5%	15%	20%	15%
	Fundo de Renda Fixa - Crédito Privado	5%		20%	15%
	Fundos de debêntures de infraestrutura	5%		20%	15%
Renda Variável (artigo n.º 8 da resolução)	Fundo de Ações / ETF de Renda Variável	30%		20%	15%
Estruturados (artigo n.º 10 da resolução)	Fundos Multimercado	10%	15%	20%	15%
	FIPs	5%		20%	15%
	FI Ações - Mercado de Acesso	5%		20%	15%
Imobiliários (artigo n.º 11 da resolução)	Fundo Imobiliário	5%		20%	15%
Exterior (artigo n.º 9 da resolução)	FIC E FIC FI - Renda Fixa - Dívida Externa	10%		20%	15%
	FIC - Aberto - Investimento no Exterior			20%	15%
	Fundos de Ações - BDR Nível I			20%	15%
Consignados (artigo n.º 12 da resolução)	Empréstimos Consignados	5%		N/A	

Fonte: Adaptado da Resolução nº 4.963 de 25/11/2021.

A política de investimentos estabelece a meta anual a ser atingida pelos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a qual deve considerar o índice previsto pelo regime acrescido dos juros atuariais calculados a partir da reavaliação atuarial. Essa meta procura a manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial do regime (Fernandes; Souza Sampaio, 2019). Regulada pela Resolução n.º 4.963, de 25 de novembro de 2021, a política define as diretrizes de alocação e as demais regras que garantem que as instituições receptoras dos recursos atuem com segurança, assegurando a solvência dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) (Bogoni; Fernandes, 2011).

Além disso, o RPPS deve instituir um comitê de investimentos, cuja responsabilidade é elaborar e acompanhar a execução da política de investimentos, conforme determina a Portaria MPT n.º 1.467/2022, bem como outras definições estabelecidas pela legislação específica do regime. Compete ao comitê analisar e avaliar as opções de investimento, monitorar e controlar o desempenho das aplicações, garantindo que estas sejam seguras, rentáveis e estejam consoante aos limites e enquadramentos legais vigentes (Brasil, 2021).

Com o intuito de aprimorar a governança e a qualificação técnica dos RPPS, a Portaria MPT n.º 1.467/2022 estabeleceu critérios mínimos de formação, experiência e certificação para os responsáveis pela gestão e administração desses regimes. Essas exigências variam conforme a função desempenhada e o porte do RPPS, refletindo o compromisso com uma governança mais qualificada e com a adequada aplicação dos recursos previdenciários. A seguir, apresenta-se o Quadro 2 que sintetiza os principais requisitos aplicáveis aos dirigentes, gestores, membros de comitês de investimentos e conselhos deliberativos e fiscais, vigentes até 31 de dezembro de 2025.

Quadro 2 - Requisitos para gestores de regime próprio de previdência social.

<b>Requisito</b>	<b>Dirigentes da Unidade Gestora</b>	<b>Gestores de Recursos</b>	<b>Membros do Comitê de Investimentos</b>	<b>Membros dos Conselhos Deliberativo</b>	<b>Membros dos Conselhos Fiscal</b>
Formação Superior	sim	sim	sim	não	não
Presença de Antecedentes criminais	não	não	não	não	não
Experiência profissional	sim	sim	não	não	não

<b>Requisito</b>	<b>Dirigentes da Unidade Gestora</b>	<b>Gestores de Recursos</b>	<b>Membros do Comitê de Investimentos</b>	<b>Membros dos Conselhos Deliberativo</b>	<b>Membros dos Conselhos Fiscal</b>
Certificação profissional RPPS	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: Dados da pesquisa adaptados da Lei n. ° 1467/2022 e Lei Municipal Comitê, 2025.

Diante das exigências estabelecidas pela Portaria MTP n. ° 1.467/2022, torna-se fundamental que os RPPS adotem uma gestão estruturada, comprometida com a capacitação técnica de seus agentes. A Certificação Profissional RPPS (CP RPPS) é requerida em níveis distintos, conforme o porte do regime e a função exercida na gestão, buscando aprimorar a administração com base em critérios técnicos. Esse processo assegura a qualificação dos dirigentes, conselheiros, membros de comitês e gestores responsáveis pela condução dos investimentos, promovendo maior transparência (Brasil, 2022).

Além disso, a Portaria MTP n. ° 1.467/2022 estabelece prazos rigorosos para a comprovação da certificação e para sua constante atualização. A adoção dessas boas práticas contribui significativamente para o fortalecimento da governança, da transparência e da sustentabilidade dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS).

## **2.2 Vieses comportamentais e decisões de gestores de fundos de previdência**

Vieses comportamentais podem ser definidos como erros sistemáticos que surgem do uso de heurísticas na tomada de decisão (Tversky; Kahneman, 1979). Essas distorções nos julgamentos (Duch, 2021; Bateman; Stevens; Lai, 2015) levam a avaliações imprecisas ou enviesadas da probabilidade, ou de outros atributos incertos (Beshears et al. 2013). Ou seja, embora heurísticas sejam atalhos mentais úteis para decisões rápidas, elas podem produzir resultados sistematicamente incorretos (Bateman; Stevens; Lai, 2015).

As heurísticas, por sua vez, consistem em regras simples que as pessoas usam para simplificar a tomada de decisões, muitas vezes sem considerar todas as informações disponíveis (Duch, 2021; Bateman; Stevens; Lai, 2015). A literatura de economia comportamental destaca que tais atalhos, como o uso de informações visuais simplificadas (Tversky; Kahneman, 1979; Benítez-Silva; Demiralp Liu, 2009) ou a ênfase exagerada em

determinados aspectos da escolha, podem ser úteis, mas também levar a decisões subótimas se mal aplicados (Duch, 2021; Vermeer, 2014).

No campo da previdência, vieses e heurísticas têm sido identificados tanto no comportamento dos contribuintes (Vermeer, 2014; Lavin; Valle; Magner, 2019; Choi et al., 2017; Robertson-Rose, 2021; Duch et al., 2021; Hagen; Hallberg; Lindquist, 2022; Domonkos, 2015; Bateman; Stevens; Lai, 2015; Binswanger; Carman, 2012; Behaghel; Blau, 2012; Bebbington; Durand; Khuu, 2024; Benartzi; Thaler, 2007; Thaler; Benartzi, 2004; Agnew, 2006; Gerrans; Yap, 2012; Madrian; Shea, 2001; Dominitz; Hung; Van Soest, 2007; Foster, 2017; Liebman; Luttmer, 2015; Brown; Kapteyn; Mitchell, 2016; Pereira; Afonso, 2020; Auger et al., 2012) quanto no comportamento dos gestores de fundos previdenciários (Olivo et al., 2023; Gort, 2009). Dentro dessa última perspectiva, diversos vieses têm sido identificados na literatura.

Tonelli, Andrade e Faria (2025) apresentam uma revisão da literatura sobre vieses comportamentais na decisão de investimento dos RPPS, mapeando os principais vieses observados em estudos previdenciários e oferecendo uma síntese relevante para compreender os fatores que influenciam tais decisões. Entre os vieses mais destacados, encontra-se o viés de aversão à perda, descrito por Kahneman e Tversky (1974) como a tendência de as pessoas valorizarem mais as perdas do que ganhos equivalentes. Esse viés pode influenciar escolhas diante de cenários de risco (Bateman et al., 2015), induzir medidas conservadoras (Bebbington et al., 2024) e levar a uma cautela excessiva quanto a investimentos arriscados, impactando negativamente a acumulação de riqueza a longo prazo (Binswanger; Carman, 2012).

Estudos internacionais confirmam a influência significativa da aversão à perda nas decisões previdenciárias. Na Suécia, Hagen, Hallberg e Lindquist (2022) observaram que contribuintes preferem pagamentos de pensão de prazo fixo, considerados mais seguros, em detrimento das anuidades vitalícias, vistas como incertas por seu caráter de longo prazo. Essa preferência também é evidenciada na Austrália, onde Bebbington, Durand e Khuu (2024) identificaram que os contribuintes adotam estratégias conservadoras para evitar perdas potenciais. De forma semelhante, Domonkos (2015) demonstrou que, em países como República Tcheca, Polônia e Eslováquia, a aversão à perda afeta a reação dos contribuintes aos incentivos para postergar a aposentadoria.

Nos Estados Unidos, a influência desse viés é igualmente significativa. Behaghel e Blau (2012) sugerem que o pico nas decisões de aposentadoria aos 65 anos está ligado à maior sensibilidade às perdas do que aos ganhos, refletindo um viés marcante. Benartzi e Thaler (2007) indicam que a aversão à perda contribui para alocações ineficazes, que limitam o potencial de retorno. Ainda, Thaler e Benartzi (2004) mostraram que aumentos automáticos nas contribuições vinculados a reajustes salariais ajudam a reduzir a percepção de perda, facilitando o engajamento dos contribuintes. Binswanger e Carman (2012) também ressaltam que indivíduos mais avessos à perda tendem a evitar investimentos arriscados, tendência confirmada em estudos realizados na Austrália e nos Estados Unidos por Bateman, Stevens e Lai (2015), que analisaram diferentes cenários de aposentadoria.

No Reino Unido, Robertson-Rose (2021) identificou que a aversão à perda faz com que os participantes resistam à incerteza das pensões de contribuição definida, preferindo manter padrões existentes, mesmo que não sejam ideais, devido à dificuldade em determinar níveis adequados de contribuição.

No Chile, Duch et al. (2021) verificaram que a forma de apresentação das informações impacta as decisões, de modo que ao enfatizar perdas potenciais em vez de ganhos, os participantes tendem a minimizar perdas, resultando em escolhas mais alinhadas aos seus objetivos financeiros. Complementarmente, Rengel, Gasparetto e Schnorrenberger (2019) destacam a tendência dos contribuintes de evitar estratégias que envolvam risco de perda significativa, mesmo que isso limite oportunidades de crescimento.

Outro viés importante é o enquadramento (*framing*), que diz respeito à forma como as informações são apresentadas e que pode influenciar a percepção e a decisão (Brown; Kapteyn; Mitchell, 2016; Liebman; Luttmer, 2011). A mesma informação, apresentada de formas diferentes, pode levar a decisões distintas. Estudos nos Estados Unidos, como os de Dominitz, Hung e Van Soest (2007), Brown, Kapteyn e Mitchell (2016) e Benartzi e Thaler (2007), evidenciam a influência do enquadramento nas escolhas relacionadas à aposentadoria, desde o adiamento da reivindicação do benefício até a adesão e alocação de recursos.

Liebman e Luttmer (2015) também destacam que o enquadramento impacta a percepção sobre incentivos para trabalhar mais tempo, especialmente entre mulheres. Benítez-Silva e Demiralp Liu (2009) ressaltam ainda a importância do conhecimento das regras para o

planejamento da aposentadoria, destacando a necessidade de estratégias que aumentem a conscientização dos participantes.

De modo semelhante, Foster (2017), no Reino Unido, encontrou que a priorização de necessidades financeiras imediatas, a falta de conhecimento sobre pensões e a confiança nos provedores influenciam o comportamento previdenciário.

Outro viés frequente entre os contribuintes é a ancoragem, que se refere à tendência de confiar excessivamente em valores iniciais como referência para decisões e estimativas (Tversky; Kahneman, 1974; Choi et al., 2002; Benartzi; Thaler, 2007). Na previdência, isso se manifesta na idade para solicitação do benefício, como observado entre contribuintes holandeses por Vermeer (2016). No Chile, Lavin, Valle e Magner (2019) confirmaram que âncoras influenciam escolhas de aposentadoria; nos Estados Unidos, Choi et al. (2017) verificaram que sugestões apresentadas como âncoras aumentam as contribuições. Já no Reino Unido, Robertson-Rose (2021) mostrou que a ancoragem limita a disposição para contribuições superiores ao padrão estabelecido.

Além disso, contribuintes australianos mostram preferência por escolhas simples e limitadas, com alocação igualitária entre opções disponíveis (1/n), fenômeno conhecido como diversificação ingênua (Gerrans; Yap, 2012). Essa prática, identificada também por Benartzi; Thaler (2004) nos Estados Unidos, pode comprometer a qualidade das decisões e levar a resultados financeiros inferiores. Bateman et al. (2016) confirmam que a diversificação ingênua, associada a estratégias de menor risco, impacta negativamente a eficácia das carteiras dos contribuintes australianos.

Também foi observada a presença do viés de *status quo*, que expressa a tendência a manter o estado atual, mesmo quando outras opções seriam mais vantajosas (Samuelson; Zeckhauser, 1988). Em estudo australiano, Auger et al. (2012) constataram que indivíduos preferem novos investimentos semelhantes aos que já possuem, reduzindo esforço cognitivo. No Brasil, Pereira e Afonso (2020) evidenciaram comportamento similar. Nos Estados Unidos, Madrian e Shea (2001) também destacam essa influência, e no Reino Unido, Robertson-Rose (2021) demonstrou que o viés dificulta alterações nas taxas de contribuição. Ainda, Thaler e Benartzi (2004) revelaram que uma estrutura de inscrição automática em planos de aposentadoria diminui a propensão à desistência, superando parcialmente esse viés.

De modo geral, a literatura indica que gestores de fundos de previdência não estão imunes aos vieses comportamentais amplamente documentados. Olivo et al. (2023) mostram

que, apesar de reconhecerem vieses no ambiente, gestores tendem a não os identificar em suas próprias decisões.

Foi identificado entre os gestores o comportamento de manada, caracterizado pela tendência de seguir decisões de grupo em vez de análises individuais, o que resulta em escolhas pouco fundamentadas (Kahneman; Tversky, 1979). Foi constatado ainda que um investidor com aversão a perda tende a reter posições perdedoras por mais tempo do que deveria, porque resiste a realizar a perda (Olivo et al., 2023).

Por sua vez, Gort (2009) destaca a confiança excessiva, ou *overconfidence*, estudos apontam que gestores tendem a superestimar suas habilidades, levando a escolhas por estratégias mais ativas, mesmo quando historicamente menos eficazes (Gort, 2009). Essa tendência é explicada pelo efeito melhor que a média, que descreve a crença de possuir habilidades acima da média, mesmo sem evidências confiáveis (Taylor; Brown, 1988).

Esses achados revelam que, mesmo em contextos de alta responsabilidade institucional, vieses cognitivos continuam a influenciar significativamente as decisões dos gestores de fundos previdenciários, comprometendo a racionalidade esperada.

Ao analisar a literatura sobre vieses comportamentais no âmbito previdenciário, observa-se uma predominância de estudos focados nos contribuintes, evidenciando como heurísticas e vieses influenciam seus comportamentos. Contudo, há uma lacuna importante quanto aos estudos dedicados aos gestores de fundos previdenciários públicos, especialmente os RPPS (Tonelli; Andrade; Faria, 2025).

Em seu estudo, os autores evidenciam que o ambiente institucional no qual esses gestores atuam, caracterizado por forte regulação e rigidez nos processos, não elimina a ocorrência de vieses comportamentais. Ao contrário, tais condições podem intensificar padrões como a ancoragem, que leva o gestor a basear suas decisões em referências passadas de rentabilidade; o viés do *status quo*, que favorece a manutenção da composição atual da carteira mesmo diante de mudanças no cenário econômico; e o efeito de enquadramento (*framing*), pelo qual as escolhas variam conforme as informações são apresentadas. Esses vieses, combinados, podem direcionar as decisões para soluções menos eficientes, ao priorizar a estabilidade percebida ou narrativas dominantes em detrimento de análises mais abrangentes (Tonelli; Andrade; Faria, 2025).

Diante disso, é fundamental aprofundar o entendimento sobre como essas condições ambientais moldam o comportamento decisório dos gestores dos RPPS, bem como

identificar os tipos de vieses que emergem nesse contexto específico. Compreender o comportamento desses gestores diante dos desvios cognitivos é essencial para aprimorar a tomada de decisão e a gestão dos recursos públicos previdenciários, contribuindo para maior eficiência, transparência e sustentabilidade desses fundos.

### 2.3 Fundamentos para análise de carteiras de investimento

A análise de desempenho de carteiras de investimento envolve a utilização de diferentes indicadores que auxiliam na avaliação do retorno, risco e eficiência da gestão. A seguir, apresenta-se, o Quadro 3, uma síntese com os principais indicadores utilizados, suas definições, fórmulas de cálculo e referências.

Quadro 3 - Indicadores para análise da carteira.

Indicador	Definição	Cálculo	Referências
Rentabilidade	Representa a média dos retornos dos ativos ou carteiras ao longo do período de análise.	$R = n \sum_{i=1}^n R_i$ <p>Onde:</p> <p>R<sub>i</sub> = retorno de cada período</p> <p>n = número de períodos (semanas, meses, etc.)</p>	Trintinalia e Serra (2017)
Sharpe	<p>Mede a relação entre o retorno excessivo da carteira em relação ao risco (desvio padrão dos retornos).</p> <p>S &gt; 1 boa relação risco retorno</p> <p>S = 1 retorno proporcional ao risco</p> <p>S &lt; 1 risco elevado em relação ao retorno</p>	$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$ <p>Onde:</p> <p>R<sub>p</sub> = retorno médio da carteira</p> <p>R<sub>f</sub> = taxa livre de risco (no estudo, CDI)</p> <p>σ<sub>p</sub> = volatilidade (desvio padrão) dos retornos da carteira</p>	Palazzo et al. (2016)
Coefficiente de Variância	<p>Dispersão pela relação entre desvio padrão e média dos retornos, quanto maior o risco maior o coeficiente</p> <p>CV baixo &lt; 1 - retorno médio compensa o risco</p> <p>CV médio entre 1 e 2 - risco e retorno</p>	$CV = \left( \frac{\text{desvio padrão}}{\text{média}} \right) * 100$	Martinussi, Piva e Nunes (2022)

Indicador	Definição	Cálculo	Referências
	equilibrado CV alto > 2- risco elevado em relação ao retorno		
Desvio padrão	indica o nível de risco associado a variação do retorno em relação à média	$\sigma = \sqrt{[(1/n)\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{R})^2]}$ <p>Onde:</p> <p><math>\sigma</math> = desvio padrão no período  <math>\bar{R}</math> = retorno médio do período  n = é o número de retornos no período  <math>r_1</math> = é o retorno do subperíodo t</p>	Martinussi, Piva e Nunes (2022)

Fonte: Adaptado da literatura, 2025.

A construção de carteiras de investimento eficazes, alinhadas às condições de mercado, é essencial para gerenciar riscos e maximizar retornos (Palazzo et al., 2018). A análise de carteiras envolve a coleta e interpretação criteriosa de dados financeiros, auxiliando investidores a tomar decisões mais informadas e assertivas (Araújo et al., 2019). Esse processo contribui para o alinhamento dos objetivos financeiros de longo prazo, reduzindo o risco de decisões impulsivas que podem ocasionar perdas significativas (Araújo Júnior et al., 2019).

No contexto dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a legislação vigente impõe limites cumulativos para a aplicação dos recursos em diferentes classes de ativos, como renda fixa e renda variável, o que restringe a flexibilidade dos gestores na composição das carteiras. Trintinalia e Serra (2017) analisaram os efeitos dessas restrições legais sobre as carteiras de fundos administrados pela Caixa para alocação dos recursos de RPPS, respeitando a legislação aplicável. O desempenho das carteiras foi avaliado pelo Índice de Sharpe, que mede a relação entre o retorno excedente da carteira e seu risco, permitindo comparar diferentes carteiras e identificar a composição ótima. Os resultados indicaram que as limitações impostas pela legislação prejudicam a otimização das carteiras, pois, ao desconsiderar essas restrições, seria possível alcançar melhor desempenho em termos de risco e retorno.

De forma complementar, Santos e Tessari (2012) investigaram a eficácia de estratégias quantitativas para otimização de carteiras em comparação com a carteira igualmente ponderada (1/N) e a carteira teórica do índice Ibovespa. Eles aplicaram a

Otimização por Média-Variância, que visa maximizar o retorno esperado, e a Otimização por Mínima-Variância, que busca minimizar a variância total da carteira, resultando em alocações menos voláteis. O desempenho das carteiras foi mensurado pelo retorno total, desvio padrão (risco) e Índice de Sharpe, que avalia o retorno ajustado ao risco, destacando a importância da estabilidade das composições ótimas para decisões mais fundamentadas.

Outra pesquisa relevante, conduzida por Palazzo et al. (2018), utilizou simulações para comparar carteiras com índices de referência, como o Ibovespa e a taxa Selic. A volatilidade foi calculada pelo desvio padrão dos retornos mensais, enquanto o Beta mediu a sensibilidade da carteira em relação ao mercado. O Alpha de Jensen ( $\alpha$ ), estimado por regressões dos retornos excedentes da carteira em relação ao ativo livre de risco e ao retorno do Ibovespa, e o Índice de Sharpe foram utilizados para avaliar a dominância das carteiras sobre o índice de mercado. Essas métricas evidenciam a importância de fundamentar a construção das carteiras em bases sólidas e consistentes.

Segundo Bogoni e Fernandes (2011), os RPPS são particularmente suscetíveis a baixa rentabilidade devido à ausência de mecanismos adequados de controle de riscos, o que pode comprometer seu equilíbrio financeiro e atuarial. Nesse contexto, a diversificação surge como uma estratégia fundamental para proteger o capital e garantir retornos mais estáveis. Além disso, a análise sistemática das estratégias de carteira pode evitar que investidores percam oportunidades de lucro, reduzir decisões impulsivas e fomentar uma abordagem mais racional e fundamentada na alocação de recursos, aprimorando assim o desempenho dos investimentos e promovendo carteiras mais robustas.

### **3 METODOLOGIA**

Visando responder à questão central da pesquisa, será realizada uma investigação exploratória em um fundo RPPS municipal localizado em Minas Gerais. O estudo terá um corte longitudinal, abrangendo o período de janeiro de 2019 a dezembro de 2023. Esse intervalo temporal permite analisar um período inicial predominantemente focado em renda fixa (2019) e o início da aplicação em renda variável pelo RPPS A. A pesquisa será conduzida com base em dados quantitativos e qualitativos, utilizando uma triangulação de métodos para coleta de dados, que inclui documentos, entrevistas e observação participante.

A seguir, detalha-se o método adotado para o cumprimento de cada objetivo específico da pesquisa:

### **3.1 Levantamento e análise, ao longo do tempo, da legislação aplicável a gestão de recursos do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS)**

Foi realizada uma pesquisa documental abrangendo a legislação vigente no período de 2019 a 2023. De forma específica, foram identificados e sintetizados os percentuais permitidos por lei para investimentos em diferentes classes de ativos na composição da carteira de um fundo do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) e as demais leis que estabelecem as diretrizes de alocação de recursos e suas alterações ao longo do tempo. Além da legislação, foram analisados documentos normativos como a política de investimentos, os quais estabelecem parâmetros institucionais e estratégicos que orientam a alocação de recursos. Esse levantamento permitiu compreender os limites legais e normativos que norteiam as decisões discricionárias dos gestores.

### **3.2 Levantamento e análise da composição e a estratégia de investimento da carteira de ativos**

Foram coletados dados mensais sobre a composição da carteira do fundo, referentes ao período de 2019 a 2023, a partir da documentação oficial do RPPS estudado. Especificamente, foram registrados o volume investido em cada classe de ativo presente no portfólio, bem como os retornos observados e indicadores econômicos relevantes para a alocação dos ativos. Com base nesses dados, foram calculados os rendimentos mensais, os pesos relativos de cada ativo na carteira. No Quadro 4, estão apresentados os índices utilizados como *benchmarks* para avaliação do desempenho da carteira.

Quadro 4 – Índices.

<b>Índice</b>	<b>Descrição</b>
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)	Índice oficial de inflação do Brasil, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mede a variação de preços de uma cesta de bens e serviços consumidos pelas famílias brasileiras, é utilizado como referência para a política monetária do país, influenciando as decisões do Banco Central em relação à taxa de juros (Olivo et al., 2023)

<b>Índice</b>	<b>Descrição</b>
Certificado de Depósito Interbancário (CDI)	taxa de juros que reflete a média das operações de empréstimos entre instituições financeiras no Brasil, utilizado como referência para a rentabilidade de muitos fundos de investimento, especialmente aqueles de renda fixa (Olivo et al., 2023).
Índice Bovespa (IBOV)	é um dos principais índices do mercado de ações brasileiro, refletindo o desempenho das ações mais negociadas na B3 (Bolsa de Valores do Brasil). Ele serve como um indicador do mercado e é utilizado para avaliar se as estratégias de otimização de carteiras estão superando ou não o desempenho do mercado em geral (Santos; Tessari, 2012).

Fonte: Elaborado a partir de Olivo et al. (2023) e Santos e Tessari (2012).

A literatura apresenta diversas pesquisas que investigam estratégias de otimização na gestão de carteiras de investimento. Por exemplo, Santos e Tessari (2012) analisam a eficácia dessas estratégias em comparação com benchmarks tradicionais, como a carteira ingênua (1/N) e o Índice Bovespa (IBOV), além de examinar a estabilidade das composições ótimas ao longo do tempo. Já Araújo Júnior et al. (2019) utilizam simulações de carteira que incorporam testes de robustez e consideram os custos de transação, proporcionando uma abordagem abrangente para avaliar a desvalorização e os vieses comportamentais no mercado de ações brasileiro. Outra vertente investiga a construção de carteiras com ações selecionadas segundo os critérios de Graham, focando em empresas subvalorizadas e comparando o desempenho dessas carteiras com o Índice Bovespa (Araújo Júnior et al., 2019).

No contexto dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), essas estratégias contribuem para compreender como diferentes fatores influenciam as decisões de investimento e auxiliam no desenvolvimento de estratégias que possam aprimorar a eficiência e o desempenho das carteiras. Trintinalia e Serra (2017) definem três tipos de carteira para a alocação dos recursos dos RPPS: a carteira otimizada, que busca o menor risco para um dado nível de retorno; a carteira ótima, que maximiza a relação risco-retorno respeitando as restrições legais; e a carteira ingênua, que atribui pesos iguais aos ativos. Para avaliar o desempenho dessas carteiras, utilizaram métricas como Retorno Médio, Desvio Padrão e Índice de Sharpe, além de testes estatísticos para verificar diferenças significativas entre elas, aplicando o modelo de média-variância para determinar a alocação ideal de ativos (Trintinalia e Serra, 2017).

### **3.3 Comparação das estratégias de investimento em Renda Fixa e Renda Variável do fundo ao longo do tempo com *benchmarks***

Os dados mensais relativos aos pesos e rendimentos das classes de ativos foram comparados com os seguintes índices como *benchmarks* para avaliação de desempenho: Certificado de Depósito Interbancário (CDI), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)+6%, Índice Bovespa (IBOV). Os índices referentes à carteira do fundo estudo foram calculados a partir dos dados mensais de retornos e pesos presentes na carteira.

Consideraram-se os seguintes indicadores para a análise:

- Para a renda fixa, o *benchmark* Certificado de Depósito Interbancário (CDI), foi utilizado por ser um dos principais indicadores de referência para investimentos desse tipo no Brasil. A avaliação verificará se a carteira supera a taxa Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ao longo do tempo, assegurando uma política de investimento conservadora e com previsibilidade de retornos.

- Para o *benchmark* Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a análise verificou se os retornos obtidos superam a inflação, garantindo a suficiência para o cumprimento da meta atuarial do RPPS em estudo.

- Com relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi considerado ainda a soma da taxa de juros de 6% considerando o valor atribuído como meta atuarial para o RPPS.

- Na renda variável, o Índice Bovespa (IBOV) será o *benchmark* principal, permitindo avaliar se a carteira do RPPS acompanha ou supera o desempenho do mercado acionário brasileiro, bem como a exposição ao risco e a capacidade de valorização dos recursos.

- Realização de uma análise comparativa entre a meta atuarial do RPPS A e as metas atuariais de três Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) localizados na mesma região geográfica, a fim de verificar o alinhamento dos valores adotados.

### **3.4 Levantamento e análise da estratégia de investimentos realizada pelo fundo RPPS ao longo do tempo**

O levantamento e análise da estratégia de investimentos adotada pelo fundo no período de 2019 a 2023 foram conduzidos por meio da triangulação de métodos de coleta de dados: (i) análise documental, incluindo as atas das reuniões do comitê de investimento; (ii) entrevistas semiestruturadas com membros do comitê; e (iii) observação participante, realizada pela autora deste trabalho.

Esta pesquisa exploratória, baseada em dados quantitativos e qualitativos, analisou o processo de tomada de decisão em um fundo de RPPS, fundamentado nos pressupostos das finanças comportamentais. A partir de uma abordagem descritiva e exploratória, buscando identificar a presença de vieses comportamentais nas decisões, a partir dos padrões de escolha dos participantes, oferecendo uma visão contextualizada de suas experiências.

A pesquisa inclui análise da carteira do RPPS em comparação aos principais *benchmarks*, a partir da coleta dos dados (Creswell, 2010; Sampieri; Collado; Lucio, 2013). As fontes de dados contemplam a legislação que fundamenta as regras de investimento dos fundos, políticas internas, histórico do portfólio e entrevistas com membros do comitê de investimento (Vergara, 2005).

O método de triangulação assegura robustez e profundidade analítica, combinando análise documental, observação participante e entrevistas semiestruturadas, conforme roteiro contido no Apêndice A.

Além disso, foi analisada a política de investimento para compreender os objetivos e estratégias delineadas, critérios e processos para seleção de investimentos, monitoramento e avaliação de desempenho, bem como a alocação e diversificação do portfólio atual. De modo geral, essa análise visa identificar a estrutura usada nas decisões, como as informações são apresentadas e divulgadas, e padrões institucionais de decisão.

Segundo Gort (2009), a escolha pela gestão ativa pode ser influenciada pelo chamado efeito melhor que a média, no qual os tomadores de decisão tendem a superestimar suas próprias habilidades e desempenho em relação aos demais participantes do mercado. Essa percepção distorcida gera uma confiança excessiva na capacidade de superar o mercado, mesmo quando os resultados concretos não justificam essa preferência. Diante disso, é pertinente discutir se, no contexto dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a gestão ativa efetivamente contribui para melhores resultados e maior rentabilidade ou se, ao

contrário, apenas reproduz o desempenho de índices de referência, limitando os ganhos e, por vezes, levando a resultados inferiores.

A utilização da observação participante configura-se como uma estratégia metodológica relevante para captar aspectos comportamentais e operacionais que dificilmente seriam identificados por meio de métodos tradicionais. Conforme Abib, Hoppen e Hayashi (2013) e Silva, Campos e Albuquerque (2021), essa forma de imersão no ambiente de pesquisa contribui para uma análise mais rica e abrangente, permitindo acompanhar a evolução dos eventos em tempo real, identificar padrões, relações de causa e efeito, nuances e detalhes que passariam despercebidos em outras abordagens.

Nesse sentido, a observação das dinâmicas internas e das interações entre os gestores possibilita compreender como as decisões são efetivamente tomadas. A participação direta em atividades administrativas, ainda que na condição de observadora, favorece uma análise mais profunda das estratégias adotadas e dos mecanismos psicológicos que podem influenciar, ou até distorcer, o processo decisório.

O Quadro 5 apresenta os participantes da pesquisa, as quais foram transcritas e analisadas qualitativamente, com base no roteiro para identificar vieses comportamentais e heurísticas na gestão de investimentos do RPPS A. A análise concentrou-se em padrões e temas recorrentes relacionados à ancoragem, framing, e tendência ao *status quo*, explorando como essas heurísticas influenciam as decisões dos membros do comitê e do dirigente. Foram considerados cenários hipotéticos e perguntas adaptadas da literatura (Bateman et al., 2016; Vermeer, 2014; Lavin, Valle e Magner, 2019; Dominitz, Hung e Van Soest, 2007; Liebman e Luttmer, 2015; Auger et al., 2012; Robertson-Rose, 2021; Olivo et al., 2023), permitindo compreender o impacto dos vieses nas escolhas de alocação de ativos, manutenção ou alteração da estratégia de carteira e na avaliação da meta atuarial.

Quadro 5 - Perfil dos entrevistados.

<b>Perfil</b>	<b>Entrevistada A</b>	<b>Entrevistado B</b>	<b>Entrevistado C</b>
Gênero	Feminino	Masculino	Masculino
Idade	40	37	60
Formação	Matemática	Ciências Contábeis	Administração
Certificação	CP RPPS CGINV I	CP RPPS CGINV I	CP RPPS CGINV I

Perfil	Entrevistada A	Entrevistado B	Entrevistado C
			CP RPPS DIRIG I
Atuação no RPPS	Membro Comitê de Investimento	Membro Comitê de Investimento	Dirigente e Gestor de Recursos do RPPS
Experiência RPPS	4 anos	4 anos	6 anos
Data da Entrevista	09/12/2024	11/12/2024	18/12/2024
Quantidade de entrevistas	1	1	1
Duração da Entrevista	44:54 min	35:52 min	28:12 min

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

A combinação dessas técnicas, observação participante e entrevistas semiestruturadas, busca proporcionar uma compreensão mais ampla e aprofundada do fenômeno em estudo. Ao integrar diferentes perspectivas e fontes de dados, a pesquisa permite uma validação cruzada das informações, ampliando a consistência analítica e fortalecendo as interpretações. Essa abordagem integrada contribui para aproximar teoria e prática, revelando com maior clareza os fatores que influenciam a tomada de decisão no âmbito dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) e a possível presença de distorções comportamentais que afetam a eficiência da gestão.

## 4 RESULTADOS

A seguir, serão apresentados os resultados da pesquisa considerando: (i) a descrição do objeto de estudo, com foco na estrutura organizacional do RPPS A; (ii) o ambiente legal em que se insere, com destaque para o marco regulatório nacional; (iii) a meta atuarial que orienta a definição das estratégias de alocação; (iv) a política de investimento que fundamentam o processo de tomada de decisão.

### 4.1 Descrição do Caso: RPPS A

Esta seção apresenta os resultados de um estudo de caso realizado em um fundo de investimento previdenciário, que funciona sob o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), denominado neste estudo como RPPS A, cuja principal finalidade é assegurar a

sustentabilidade financeira e garantir a aposentadoria dos servidores efetivos municipais e pensão aos seus dependentes.

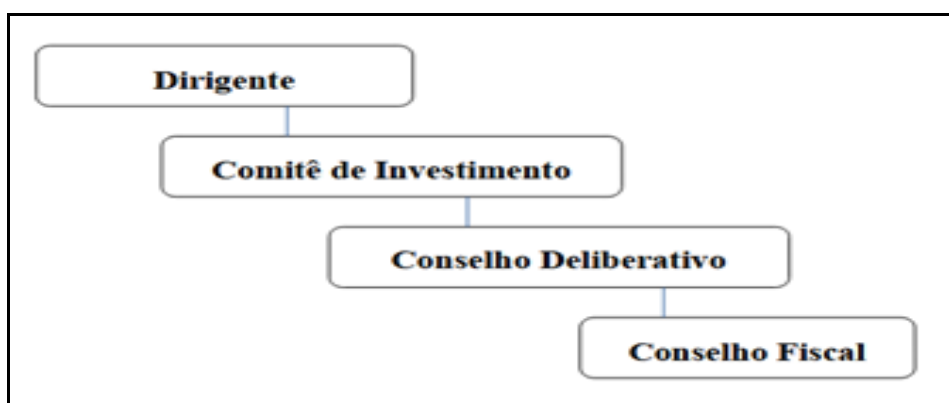
O RPPS A possui em sua estrutura equipe técnica que atua diretamente na gestão do regime, é dividida em áreas de controle, contábil e financeira, assessoria jurídica, atendimento e concessão de benefícios previdenciários.

A gestão dos recursos financeiros do regime é conduzida por um Dirigente, apoiado por um Comitê de Investimentos, ambos responsáveis por propor estratégias de alocação e acompanhar o desempenho da carteira de investimentos. Além disso, o RPPS A é supervisionado por dois colegiados: o Conselho Deliberativo e o Conselho Fiscal, cuja função é fiscalizar e acompanhar a administração do regime.

As reuniões dos colegiados ocorrem periodicamente, conforme estabelece a legislação vigente, e seguem as diretrizes da política de investimentos em vigor, respeitando os parâmetros legais e atuariais aplicáveis. A Figura 1 ilustra a composição dos órgãos colegiados que integram a estrutura do regime.

A seguir, são descritas as atribuições e composições desses colegiados, conforme a legislação municipal, apresentada no Quadro – Legislação Municipal do RPPS, elaborado para preservar o anonimato do fundo analisado.

Figura 1 - Colegiados do RPPS A.



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

O **Dirigente** é indicado pelo prefeito e sua nomeação depende de aprovação pelos Conselhos Deliberativo e Fiscal. A ele compete a administração geral do RPPS A, incluindo a

elaboração da Política de Investimentos, em conjunto com o Comitê de Investimentos, bem como a execução das aplicações, resgates e o acompanhamento da carteira.

O **Comitê de Investimentos**, por sua vez, é composto por três membros, um indicado pela Prefeitura, um pela Câmara Municipal e um pelo próprio RPPS A, com nomeações feitas pelo Dirigente do RPPS A.

É de responsabilidade do **Comitê de Investimento** assessorar o Dirigente na elaboração da Política de Investimentos, quanto ao acompanhamento da aplicação dos recursos financeiros do RPPS A, recomendar melhores estratégias nas alocações, promover o devido credenciamento das instituições financeiras e verificar o cumprimento dos limites permitidos para aplicação definidos pela legislação vigente.

O **Conselho Deliberativo** é composto por seis membros, sendo formado por servidores efetivos e representados por diferentes entidades do município. A composição inclui um representante indicado pela Prefeitura, um pela Câmara Municipal, um pela Autarquia de Abastecimento de Água, dois representantes indicados pelo Sindicato Municipal, sendo um deles servidor inativo, e por último um representante designado pela Ordem dos Advogados do Brasil (OAB). Todos nomeados oficialmente por meio de portaria do Poder Executivo Municipal.

Cabe ao **Conselho Deliberativo**, do RPPS A estabelecer diretrizes gerais e deliberar sobre aspectos estratégicos da gestão previdenciária, supervisão da adequação entre planos de custeio e benefícios, e a definição das atribuições da Superintendência Executiva. Cabe ainda ao Conselho aprovar a política de investimento.

O **Conselho Fiscal** possui composição semelhante à do Conselho Deliberativo, sendo formado por representantes indicados pelos mesmos entes: Prefeitura, Câmara Municipal, Autarquia de Abastecimento de Água, Sindicato Municipal e Ordem dos Advogados do Brasil (OAB).

Dentre as atribuições do **Conselho Fiscal** estão a acompanhar a organização dos serviços técnicos e a execução orçamentária, realizando a análise da execução orçamentária, por meio da verificação dos documentos contábeis e financeiros, bem como o acompanhamento da regularidade dos investimentos realizados pelo RPPS A, atuando como instância de controle e zelo pela integridade financeira e sustentabilidade do regime.

O RPPS A exerce o papel de unidade gestora do regime previdenciário municipal e mantém consultoria externa contratada para assessorar o Comitê de Investimentos,

contribuindo na formulação da política de investimentos, atuando como apoio técnico ao gestor e conselheiros, oferecendo estudos de cenário macroeconômico, projeções de rentabilidade, simulações de alocação e demais relatórios necessários para subsidiar as decisões de alocação sem interferência.

#### **4.1.1 Capacitação Técnica e Exigências Legais na Gestão dos RPPS**

A gestão dos investimentos dos RPPS é regulamentada por normas que estabelecem diretrizes e limites de alocação. A Portaria MTP n.º 1.467, de 2 de junho de 2022, estabelece requisitos mínimos para a atuação de dirigentes, membros dos conselhos deliberativo e fiscal, e do comitê de investimentos dos RPPS.

Entre os principais requisitos estão: comprovação de formação de nível superior; experiência nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização, atuarial ou de auditoria; ausência de condenações que impeçam o exercício de função pública; e, sobretudo, certificação específica emitida por entidade reconhecida pela Comissão de Certificação dos Profissionais dos RPPS, assegurando o domínio técnico sobre investimentos, finanças públicas, legislação previdenciária e gestão de riscos (Brasil, 2022).

Os dados coletados junto aos participantes da pesquisa, conforme o Quadro Perfil dos entrevistados, indicam que todos possuem formação de nível superior e certificações conforme as exigências legais e essa contribui para a melhora do conhecimento dessas atribuições.

A pesquisa ainda identificou, que a maioria dos membros do Conselho Deliberativo e Fiscal detém certificações exigidas pela legislação, e os Dirigente e membros do Comitê de Investimento atendem aos requisitos exigidos pela legislação, o que contribui para o fortalecimento da governança e a adesão às boas práticas regulatórias no âmbito da previdência municipal.

Conforme Quadro 5 - Perfil dos entrevistados é possível identificar a formação e características dos participantes da pesquisa.

#### **4.2 Ambiente Legal: Aspectos Normativos Aplicáveis**

Esta seção apresenta normas que orientam a gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), com foco nos dispositivos legais referente aos investimentos.

#### ***4.2.1 Legislação dos Limites de Investimento***

O RPPS A está subordinado a Lei n.º 9.717 de 27/11/1998 que regula sobre a organização e funcionamento dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), a qual estabelece que a aplicação dos recursos devem estar conforme as normas do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Atualmente, a Resolução CMN n.º 4.963/2021, o principal marco normativo do Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto à aplicação dos recursos desses regimes. A resolução orienta a política de investimentos sobre os limites permitidos para cada classe de ativo, assegurando, assim, uma gestão eficiente dos recursos, conforme as exigências legais, e garantindo a sustentabilidade e perfil do regime.

As modificações introduzidas por essa norma impactaram significativamente três aspectos da estrutura de gestão dos Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS): (i) os princípios de governança, (ii) os limites de alocação por classe de ativo, e (iii) as situações de desenquadramento involuntário da carteira.

A Resolução n.º 4.963/2021 também ratifica e atualiza as normas anteriormente estabelecidas pela Resolução CMN n.º 3.922/2010, especialmente no que diz respeito aos deveres dos gestores e às práticas de governança. A nova normativa prevê, por exemplo, que os Regimes Próprio de Previdência Social (RPPS) que comprovarem a adoção de melhores práticas de gestão, conforme os critérios definidos pelo Programa de Certificação Institucional e Modernização da Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social (Pró-Gestão RPPS), estarão habilitados a operar sob limites diferenciados de alocação de recursos (Brasil, 2021).

Entre as mudanças mais relevantes introduzidas pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, destacam-se as alterações na classificação dos segmentos de ativos, conforme sintetizado no Quadro 1 - Segmentos e limites da resolução n.º 4.963 de 25/11/2021. Entre as modificações destaca-se a criação de uma subseção específica para os investimentos estruturados, que antes integravam a categoria de renda variável. Com essa reformulação, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), anteriormente classificados como estruturados, passaram a compor um segmento independente, com regras e limites próprios.

Além disso, a nova Resolução CMN n.º 4.963/2021 estabelece os limites para o segmento de aplicação: os empréstimos consignados a servidores públicos ativos, aposentados

e pensionistas vinculados ao Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Cabe ressaltar que o RPPS A não admite esse segmento em sua Política de Investimento. Como apresentado no Quadro 6, a edição da Resolução CMN n.º 4.963/2021, incorporando princípios de governança mais alinhados às exigências da Emenda Constitucional n.º 103/2019 (Brasil, 2021).

Quadro 6 - Legislação Aplicável à Gestão dos Investimentos dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

Norma	Início da Vigência	Fim da Vigência	Lei de Revogação	Descrição
Resolução CMN n.º 3.922, de 25/11/2010	25/11/2010	02/01/2022	Resolução CMN n.º 4.963, de 25/11/2021	Estabeleceu as diretrizes para as aplicações dos recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, revogada em 2022.
Resolução n.º 4.392, de 19 de dezembro de 2014	19/12/2014	02/01/2022	Resolução CMN n.º 4.963, de 25/11/2021	Alterou percentuais de aplicações por segmento, conforme previsto na Resolução CMN n.º 3.922/2010.
Resolução n.º 4.604, de 19 de outubro de 2017	19/10/2017	02/01/2022	Resolução CMN n.º 4.963, de 25/11/2021	Modificou percentuais de alocação por segmento e os requisitos para investimentos realizados pelos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), com base na Resolução CMN n.º 3.922/2010.
Resolução n.º 4.695, de 27 de novembro de 2018	27/11/2018	02/01/2022	Resolução CMN n.º 4.963, de 25/11/2021	Alterou regras de aplicação previstas na Resolução CMN n.º 3.922/2010. Teve seus artigos 1º a 5º expressamente revogados pela Resolução CMN n.º 4.963/2021.
Resolução CMN n.º 4.963, de 25/11/2021	A partir de 03/01/2022	vigente	vigente	Regula atualmente as aplicações dos recursos dos RPPS, com foco em maior controle de risco, diversificação, substituindo a resolução anterior.

Fonte: Dados da pesquisa, 2025, a partir das Resoluções CMN n.º 3.922/2010; 4.392/2014; 4.604/2017; 4.695/2018; 4.963/2021

Essas reformulações apresentadas no Quadro Legislação Aplicável à Gestão dos Investimentos dos RPPS têm por objetivo aprimorar a alocação de recursos dos RPPS, ampliar a segurança jurídica das decisões de investimento e aumentar a adesão às práticas de governança e controle de risco, para a preservação da solvência e da sustentabilidade financeira e atuarial dos regimes próprios.

#### ***4.2.2 Diretrizes Gerais para os RPPS: Portaria MTP n.º 1.467/2022***

A Portaria MTP n.º 1.467, de 2 de junho de 2022, trouxe avanços importantes para a gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). Ao reunir em um único instrumento normativo diretrizes para os RPPS que antes estavam dispersas, a portaria disciplina a organização, padronização e transparência no funcionamento desses regimes.

O Quadro 7 apresenta algumas das normas que foram consolidadas e organizadas pela Portaria MTP n.º 1.467/2022, que faziam referência a elaboração das avaliações atuarias relacionadas a investimento.

Quadro 7 – Portarias Revogadas pela Portaria MTP n.º 1.467/2022.

<b>Norma</b>	<b>Início de vigência</b>	<b>Fim de vi vigência</b>	<b>Revogação</b>	<b>Descrição</b>
Portaria MPS n.º 403, de 10 de dezembro de 2008	17/03/2008	01/06/2022	Portaria MF n.º 464, de 25 de setembro de 2018	Estabelecia normas para a realização de avaliações e reavaliações atuariais dos RPPS da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, incluindo parâmetros para a adoção da segregação de massas.
Portaria MPS n.º 519, de 24 de agosto de 2011	24/08/2011	01/06/2022	Portaria MTP n.º 1.467, de 02 de junho de 2022	Regulamentava o credenciamento de instituições financeiras e os procedimentos para a realização de investimentos pelos RPPS.
Portaria MPS n.º 464, de 19 de novembro de 2018	25/09/2018	01/06/2022	Portaria MTP n.º 1.467, de 02 de junho de 2022	Definia normas aplicáveis às avaliações atuariais dos RPPS e estabelecia parâmetros para a formulação do plano de custeio e o equacionamento do déficit atuarial.
Portaria MTP n.º 1.467, de 02 de junho de 2022	02/06/2022	vigente	vigente	Consolida e atualiza as diretrizes gerais para a organização, funcionamento e gestão dos RPPS, conforme os dispositivos da Lei n.º 9.717/1998, Lei n.º 10.887/2004 e da Emenda Constitucional n.º 103/2019.

Fonte: Dados da pesquisa, 2025, a partir das Portarias n.º 403/2008; 519/2011; 464/2018; 1467/2022.

A Portaria MTP n.º 1.467/2022 destaca que a aplicação dos recursos dos RPPS deve buscar uma rentabilidade, compatível com a meta atuarial, visando preservar o equilíbrio financeiro e atuarial e garantir o poder de compra dos benefícios previdenciários a serem pagos ao longo do tempo. Em relação à meta atuarial, essa deve ser composta pela combinação da taxa de juros parâmetro somada a um índice oficial de inflação, como o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) ou o INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor). Na prática, a meta atuarial representa a rentabilidade mínima que o fundo precisa alcançar ao longo do tempo para garantir o pagamento dos benefícios futuros (Brasil, 2022).

A portaria permite a possibilidade de acréscimo à taxa de juros real um percentual de 0,15 ponto percentual por ano, limitados a 0,60 ponto percentual. No entanto, essa flexibilização só é permitida se, nos últimos cinco anos, a rentabilidade da carteira de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) tiver superado, de forma consistente, os juros reais da meta atuarial. Essa medida funciona como um incentivo ao bom desempenho da gestão financeira, premiando práticas eficientes e sustentadas ao longo do tempo (Brasil, 2022).

No que se refere à política de investimentos, a portaria estabelece que sua construção deve observar critérios técnicos, levando em conta fatores como a estrutura do passivo atuarial, o perfil de risco do regime, o horizonte temporal dos investimentos. Essa abordagem busca garantir que a estratégia financeira adotada esteja alinhada aos compromissos previdenciários assumidos de longo prazo (Brasil, 2022).

A portaria também regulamenta os procedimentos para a elaboração e o envio da política de investimentos ao Ministério da Previdência, para manutenção da regularidade previdenciária (Brasil, 2022).

Com base nas diretrizes estabelecidas pela Portaria MTP n.º 1.467/2022, observa-se uma maior integração entre a gestão atuarial e financeira dos RPPS. Essa articulação tem fortalecido a estrutura normativa que trata da definição da taxa de juros parâmetro nas avaliações atuariais. A seguir, serão apresentadas as principais normas que regulamentam esse componente técnico, essencial para o equilíbrio e a sustentabilidade dos planos previdenciários.

#### ***4.2.3 Legislação sobre a Taxa de Juros da Meta Atuarial e de Rentabilidade***

A legislação determina a composição do índice para compor o cálculo da meta atuarial, conforme detalhado no Quadro 8 tradicionalmente, essa meta era definida com base no índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) acrescido de uma taxa fixa de 6% ao ano. Com a publicação da Instrução Normativa SPREV n.º 2, de 21 de dezembro de 2018, esse critério foi alterado.

Essa reformulação evidencia a busca por maior adesão entre a política de investimentos e a sustentabilidade de longo prazo dos RPPS, exigindo dos gestores um acompanhamento técnico mais aprofundado da estrutura de passivos e a adoção de estratégias que considerem o horizonte de tempo e os riscos envolvidos (Brasil, 2018).

Quadro 8 – Legislação relacionada à taxa de juros parâmetro nas avaliações atuariais dos RPPS.

<b>Portaria</b>	<b>Revogação</b>	<b>Ementa</b>
Portaria MPAS n.º 4.992, de 05/02/1999	Revogada pela Portaria MPS n.º 402, de 10/12/2008	Estabelece a taxa de juros máxima para as avaliações atuariais de 6% (seis por cento) ao ano.
Portaria n.º403, de 10/12/2008	Revogada pela Portaria MTP n.º 464, de 19/11/2018	Estabeleceu a taxa real de juros adotada na avaliação atuarial, correspondente à meta fixada para as aplicações dos recursos do RPPS na respectiva Política de Investimentos, observando o limite máximo de 6% (seis por cento) ao ano.
Portaria n.º 464, de 19/11/2018	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Estabeleceu a taxa real de juros adotada na avaliação atuarial, correspondente à meta fixada para as aplicações dos recursos do RPPS na respectiva Política de Investimentos, observando a taxa de juros parâmetro mais próxima ao passivo atuarial.
Instrução Normativa SPREV n.º 2, de 21/12/2018	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Estabelece critérios para apuração da duração do passivo e definição da taxa de juros, parâmetro nas avaliações atuariais dos Regimes Próprios de Previdência Social.
Portaria n.º300, de 12/04/2019	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Divulga a Estrutura a Termo da Taxa de Juros Média (ETTJ Média) para o exercício de 2019.
Portaria n.º 17, de 21/05/2019	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Divulga a taxa de juros parâmetro aplicável às avaliações atuariais dos RPPS relativas ao exercício de 2020 (posição em 31/12/2019).
Portaria n.º 12.233, de 14/05/2020	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Estabelece a taxa de juros parâmetro para as avaliações atuariais dos RPPS referentes ao exercício de 2021 (posição em 31/12/2020).
Portaria n.º 6.132, de 22/05/2021	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Define a taxa de juros parâmetro aplicável às avaliações atuariais dos RPPS relativas ao exercício de 2022 (posição em 31/12/2021).
Anexo da Portaria n.º 1.467, de 02/06/2022	Revogada pela Portaria MTP n.º 1.467, de 02/06/2022	Apresenta o percentual da taxa de juros parâmetro a ser utilizada nas avaliações atuariais relativas ao exercício de 2023.

Fonte: Dados da pesquisa, 2025, com base nas portarias revogadas pela Portaria MTP n.º 1.467/2022.

Nesse contexto, a partir de 2018, a definição da meta atuarial passou a seguir as diretrizes estabelecidas pela Instrução Normativa SPREV n.º 2, de 21 de dezembro de 2018. Essa normativa introduziu um novo critério para o cálculo da taxa de juros parâmetro, estabelecendo que ela deve ser definida com base na duração do passivo atuarial do regime.

A duração do passivo é compreendida, conforme Instrução Normativa SPREV n.º 2, de 21 de dezembro de 2018, como a média dos prazos dos fluxos de pagamento dos benefícios projetados, descontadas as contribuições dos aposentados e pensionistas, ponderada pelos respectivos valores presentes. Essa medida permite ajustar a taxa de juros à estrutura de obrigações do regime, promovendo maior alinhamento entre o passivo previdenciário e a política de investimentos (Brasil, 2018).

Com base nessas diretrizes legais, é realizada anualmente a avaliação atuarial do regime, a fim de apurar a duração atualizada do passivo atuarial e, a partir dessa estimativa, definir a taxa de juros parâmetro a ser aplicada no período subsequente (Brasil, 2022).

A meta atuarial contribui para um direcionamento de um valor necessário para assegurar o pagamento dos compromissos previdenciários presentes e futuros assumidos pelo Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) (Azambuja; Campani, 2021; Damasceno; Carvalho, 2021; Ferreira et al. 2010).

#### ***4.2.4 Legislação Municipal***

A unidade analisada atua segundo as normativas nacionais que regulamentam dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), com destaque para a Resolução CMN n.º 4.963/2021, que estabelece os limites de alocação de recursos, e a Portaria MPS n.º 1.467/2022, que regula a organização e o funcionamento dos regimes próprios.

A estrutura de gestão do fundo deve estar amparada por atos normativos próprios, em consonância com essas diretrizes, conforme o Quadro 9.

Quadro 9 – Legislação Municipal Aplicável à Estrutura de Governança do RPPS A.

<b>Norma</b>	<b>Descrição</b>
Lei estruturação do regime	Estabelece a estrutura organizacional do RPPS A, definindo a composição e as atribuições do Conselho Deliberativo e Fiscal, além de prever diretrizes gerais para seu funcionamento.

Norma	Descrição
Lei de instituição do comitê	Dispõe sobre a criação do Comitê de Investimentos, detalhando sua composição e competências, bem como os critérios para a escolha do Dirigente e a autorização para contratação de consultoria especializada.

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Dessa forma, observa-se que a atuação do RPPS A está devidamente respaldada pelas diretrizes nacionais e dispositivos legais municipais. A conformidade com a Resolução CMN n.º 4.963/2021 e a Portaria MTP n.º 1.467/2022, aliada à legislação local que define a estrutura e os órgãos colegiados do fundo, evidencia o compromisso da unidade com a legalidade, a governança e a sustentabilidade da gestão previdenciária.

### 4.3 Estratégia de investimento

Essa seção descreve sobre o estabelecimento da meta atuarial, bem como a estratégia de investimento adotada pelo RPPS A definida na Política de Investimento elaborada anualmente.

#### 4.3.1 Composição da Meta Atuarial

Segundo a Portaria MTP n.º 1.467/2022, a meta atuarial nos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) representa o rendimento mínimo necessário dos investimentos previdenciários para garantir o pagamento dos benefícios futuros aos segurados, sem comprometer o equilíbrio financeiro e atuarial do regime. Para Ferreira et al. (2010) trata-se de um parâmetro técnico que integra as avaliações atuariais anuais considerando fatores econômicos e demográficos, como expectativa de vida, inflação e crescimento salarial, deve ser compatível com as premissas atuariais e ser definida com base em uma taxa real de juros.

Historicamente a meta atuarial foi introduzida em uma taxa real de juros 6% ao ano somada à variação do IPCA. No entanto, em função das transformações no cenário macroeconômico, marcado por taxas reais de juros mais baixas, exigindo maior prudência na definição das metas atuariais, as quais são definidas conforme a legislação vigente, conforme apresentado na Seção 4.2.3 Legislação sobre a Taxa de Juros da Meta Atuarial e de Rentabilidade.

A meta atuarial reflete a expectativa de rentabilidade dos ativos em relação à inflação projetada, o que exige que o RPPS busque, por meio de sua carteira de

investimentos, retornos suficientes para preservar o poder de compra dos recursos no longo prazo (Azambuja; Campani, 2021; Trintinalia; Serra, 2021).

Nesse contexto, Damasceno e Carvalho (2021) argumentam que a meta atuarial não deve ser compreendida apenas como um indicador técnico, mas como um compromisso com a sustentabilidade do RPPS. Os autores destacam a importância de alinhar a política de investimentos à meta atuarial, promovendo coerência entre os objetivos financeiros de curto prazo e as obrigações previdenciárias de longo prazo. A inadequação ou o descumprimento recorrente dessa meta pode comprometer diretamente a avaliação atuarial e, conseqüentemente, afetar o equilíbrio financeiro e atuarial do RPPS.

No caso do RPPS A, os relatórios da consultoria especializada e as atas do Comitê de Investimentos indicam que a meta atuarial é composta pela taxa real de juros atuarial definida para o passivo atuarial, acrescida da variação do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), adotado como índice de inflação na Política de Investimentos. Essa diretriz é corroborada pelo relato do entrevistado C, que detalhou a estratégia utilizada pelo fundo:

A meta estabelecida para o RPPS A é baseada no IPCA, visando não apenas a alcançar, mas também superá-la. Além disso, adota-se um critério adicional: a cada exercício em que a meta é atingida, acrescenta-se um percentual de 0,15% para a definição da meta do período subsequente (Entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

Conforme reforçado pelo entrevistado C, “com a meta vinculada à inflação, fica mais fácil atingi-la. Não investiria em um ativo que não cumpre a meta” (Entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

A análise documental das atas do Comitê de Investimentos demonstra que o acompanhamento da meta atuarial ocorre mensalmente, o que permite o monitoramento contínuo da rentabilidade da carteira em relação ao parâmetro estabelecido.

#### ***4.3.2 Política de Investimentos***

O RPPS A é administrado conforme os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, diversificação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência na aplicação dos recursos e na avaliação de seus riscos (Brasil, 2022). A observação participante evidenciou que a Política de Investimentos, elaborada para o exercício de 2023 e

também nos anos anteriores, atua como um instrumento central na gestão dos recursos do regime. Seu objetivo é contribuir para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro, ao delimitar as diretrizes de alocação de ativos e fixar a meta atuarial, estabelecendo a rentabilidade mínima esperada para o exercício seguinte.

A priorização da meta atuarial como ponto de partida para análise é afirmada pelo entrevistado C, “depende da meta, deve ser analisado conjuntamente com outros fatores” (entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

Embora o entrevistado B reconheça que “sempre há espaço para melhorias” (entrevistado B, comunicação pessoal, 11 de dezembro de 2024), e considere a possibilidade de investimentos parciais em novos cenários, o apego à estrutura atual permanece dominante, especialmente devido à forte influência das experiências anteriores e do histórico de relacionamento com instituições, frequentemente citado como base para as decisões atuais.

A construção da política de investimento no RPPS é realizada conforme as legislações da Seção 4.2 Ambiente Legal: Aspectos Normativos Aplicáveis, considerando como a meta de rentabilidade as projeções da taxa de juros para a meta atuarial, bem como os limites conforme Quadro 1.

A análise documental realizada com base nas atas, enumeradas no Quadro 10, do Comitê de Investimentos e do Conselho Deliberativo, bem como nas versões da Política de Investimentos entre os exercícios de 2019 a 2023, evidenciou a regularidade na aprovação anual do documento, conforme exigido pela legislação.

No RPPS A, a responsabilidade da elaboração da Política de Investimento recai sobre o Comitê de Investimentos, que atua com o apoio técnico de uma consultoria especializada. Segundo relatado pela entrevistada A:

A consultoria nos encaminha um esboço inicial da política de investimentos. Em seguida, o comitê de investimentos realiza a análise desse material, promovendo as considerações pertinentes, como acréscimos, supressões ou alterações necessárias. Todas as modificações são fundamentadas na Resolução CMN n.º 4.963/2021 e na legislação vigente na época de sua elaboração. Após essa etapa, o documento é finalizado e encaminhado para apreciação e aprovação pelo Conselho Deliberativo (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Pôde-se acompanhar de perto, por meio da observação participante, que a elaboração da política de investimentos é fortemente guiada pelos limites normativos da Resolução CMN n.º 4.963/2021, com ênfase na conformidade legal, em detrimento de análises mais estratégicas e prospectivas. Esse comportamento revela uma postura

conservadora, em que os limites legais são utilizados como estratégia de alocação dentro dos intervalos máximos e mínimos permitidos.

Quadro 10 - Registro de atas das reuniões do RPPS A.

<b>Data da reunião</b>	<b>Instância</b>	<b>Pautas</b>	<b>Ajustes na Política</b>	<b>Justificativas</b>
2018	Comitê de Investimento	Elaboração da Política de Investimentos para 2019	Não	Esboço apresentado conforme a legislação, sendo definida estratégia alvo pelo Comitê de Investimento e Dirigente.
2018	Conselho Deliberativo	Aprovação da Política de Investimento para 2019	Retirada da contextualização de aplicações em imóveis	Embora previsto em lei e não previsto a estratégia alvo, o Conselho Deliberativo solicitou sua retirada, visando eliminar qualquer possibilidade de aplicação nesse tipo de ativo.
2019	Comitê de Investimento	Elaboração inicial da Política de Investimentos para 2020	Não	Esboço apresentado conforme a legislação, sendo definida estratégia alvo pelo Comitê de Investimento e Dirigente.
2019	Conselho Deliberativo	Aprovação da Política de Investimento para 2020	Não	O Conselho Deliberativo aprovou a política sem nenhuma alteração na estratégia
2020	Comitê de Investimento	Elaboração inicial da Política de Investimentos para 2021	Não	Esboço apresentado conforme a legislação, sendo definida estratégia alvo pelo Comitê de Investimento e Dirigente.
2020	Conselho Deliberativo	Aprovação da Política de Investimento para 2021	Não	O Conselho Deliberativo aprovou a política sem nenhuma alteração na estratégia
/2022	Comitê de Investimento	Elaboração inicial da Política de Investimentos para 2022	data diferente devido a alterações trazidas pela Resolução 4963/2021	Esboço apresentado conforme a legislação, sendo definida estratégia alvo pelo Comitê de Investimento e Dirigente.
2022	Conselho Deliberativo	Aprovação da Política de Investimento para 2022	Não	O Conselho Deliberativo determinou que as aplicações em renda variável sejam previamente submetidas à sua apreciação, como forma de assegurar o controle sobre os percentuais alocados nesse segmento.
2022	Comitê de Investimento	Elaboração inicial da Política de Investimentos para 2023	Não	Esboço apresentado conforme a legislação, sendo definida estratégia alvo pelo Comitê de Investimento e Dirigente.

<b>Data da reunião</b>	<b>Instância</b>	<b>Pautas</b>	<b>Ajustes na Política</b>	<b>Justificativas</b>
2022	Conselho Deliberativo	Aprovação da Política de Investimento para 2023	Não	O Conselho Deliberativo aprovou a política sem nenhuma alteração na estratégia

Fonte: Dados da pesquisa, 2025

A estratégia alvo de alocação traçada, fixada no anexo da política, orienta a composição da carteira, a qual é majoritariamente formada por ativos de renda fixa, com participações reduzidas em renda variável, investimentos no exterior e fundos estruturados, consoante as diretrizes estabelecidas na Resolução CMN n.º 4.963/2021. O Quadro 11 apresenta a estratégia alvo para o exercício de 2023, elaborada com posição de investimento em 31/10/2022.

Quadro 11 - Política de Investimentos do RPPS A – exercício 2023 (dados de 31/10/2022).

<b>Tipo de Ativo</b>	<b>Estratégia Alvo (%)</b>	<b>Limite Inferior (%)</b>	<b>Limite Superior (%)</b>	<b>Posição Atual (%)</b>	<b>Posição Atual(%)</b>
FI 100% Títulos TN – 7º, I, b	55,30	0,00	100,00	55,30	R\$ 71.382.880,33
FI Renda Fixa – 7º, III, a	26,60	0,00	60,00	26,60	R\$ 34.364.077,49
FI de Ações – 8º, I	3,70	0,00	30,00	3,70	R\$ 4.756.646,34
Fundos de Ações – BDR Nível I – 9º, III	5,60	0,00	10,00	5,60	R\$ 7.277.081,52
FI Multimercado Aberto – 10º, I	8,80	0,00	10,00	8,80	R\$ 11.376.762,02

Fonte: Adaptado da Política de Investimento do RPPS A de 2023.

Em consonância com os princípios estabelecidos na Política de Investimentos, o RPPS A adota um perfil conservador de gestão, em busca da preservação do capital e a obtenção de retornos compatíveis com a segurança exigida para o cumprimento das obrigações financeiras e atuariais. Essa postura visa minimizar a exposição a oscilações de mercado, contribuindo para maior estabilidade nos resultados e para a preservação do patrimônio necessário ao atendimento dos compromissos futuros do regime.

As entrevistas realizadas com os membros do Comitê de Investimento do RPPS A reforçam essa abordagem conservadora. A seguir, dois trechos ilustram a percepção dos gestores quanto ao perfil de investimentos do fundo:

Entendo que o RPPS se enquadra em um perfil de investidor mais conservador. É fundamental sermos comedidos e racionais ao tomar decisões de investimento, pois temos uma grande responsabilidade na gestão desses recursos. No caso do RPPS, estamos lidando com os interesses de milhares de segurados. Portanto, eventuais perdas teriam consequências muito mais amplas (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Esses relatos reforçam a evidência de uma gestão voltada à manutenção da carteira, sem alterações significativas, com foco no acompanhamento do cumprimento da meta atuarial.

Conforme o entrevistado C, a Política de Investimentos é o documento central na definição dos limites e parâmetros para alocação de recursos do fundo:

A política de investimentos define os parâmetros e os limites de alocação de recursos, alinhados às expectativas de mercado. Para a constituição de uma carteira de perfil conservador, admite-se uma alocação de até 100% dos recursos em títulos públicos federais. Contudo, essa estratégia pode não ser suficiente para superar a meta atuarial estipulada e continua sujeita a riscos inerentes ao mercado (Entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

A entrevistada A também destaca que o perfil conservador impacta diretamente as decisões de realocação de ativos:

O perfil conservador adotado pelo RPPS A também influencia a tomada de decisão quanto à realocação de ativos. A tendência é manter a composição da carteira sempre que os resultados estejam alinhados à meta estabelecida, demonstrando uma postura de cautela diante de mudanças. Durante períodos de alta volatilidade ou de crise econômica, a preferência é por preservar a estratégia vigente, evitando movimentações que possam comprometer o desempenho da carteira (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

No contexto da observação participante, evidenciou-se que a Política de Investimentos assume um papel normativo central na gestão dos RPPS, funcionando como referência estruturante para as decisões de alocação. Verificou-se que esse instrumento busca refletir os objetivos atuariais do plano, o perfil de risco do ente federativo e a conformidade com a legislação vigente, conforme estabelecido na Resolução CMN n.º 4.963/2021. Segundo o entrevistado B:

Para a elaboração da política de investimento observamos rigorosamente as normas. Inclusive, consideramos a Resolução 4.963/2021 e as diretrizes do Conselho Monetário Nacional como um dos principais referenciais no processo de elaboração e execução da política de investimentos (Entrevistado B, comunicação pessoal, 11 de dezembro de 2024).

A seguir, será apresentada a análise da carteira de investimentos do RPPS A, com base em sua composição, evolução e rentabilidade ao longo do período analisado, a fim de

verificar sua adesão à política de investimentos e sua capacidade de atender aos compromissos financeiros e atuariais.

#### **4.4 Análise da Carteira de Investimentos do RPPS A**

A análise foi estruturada em tópicos principais, conforme os subtítulos desta seção: (i) a composição da carteira do RPPS A, com ênfase nos principais ativos e classes de investimento; e (iii) os resultados da carteira em comparação aos índices utilizados no mercado

##### **4.4.1 Composição da Carteira do RPPS A**

A análise da composição da carteira do RPPS A revela uma ênfase significativa no cumprimento das exigências legais, especialmente no que diz respeito aos limites estabelecidos pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, com pouca profundidade técnica nas estratégias de diversificação e análise de risco. Essa orientação é ilustrada na fala da entrevistada A, ao afirmar que “não são considerados os indicadores técnicos” (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

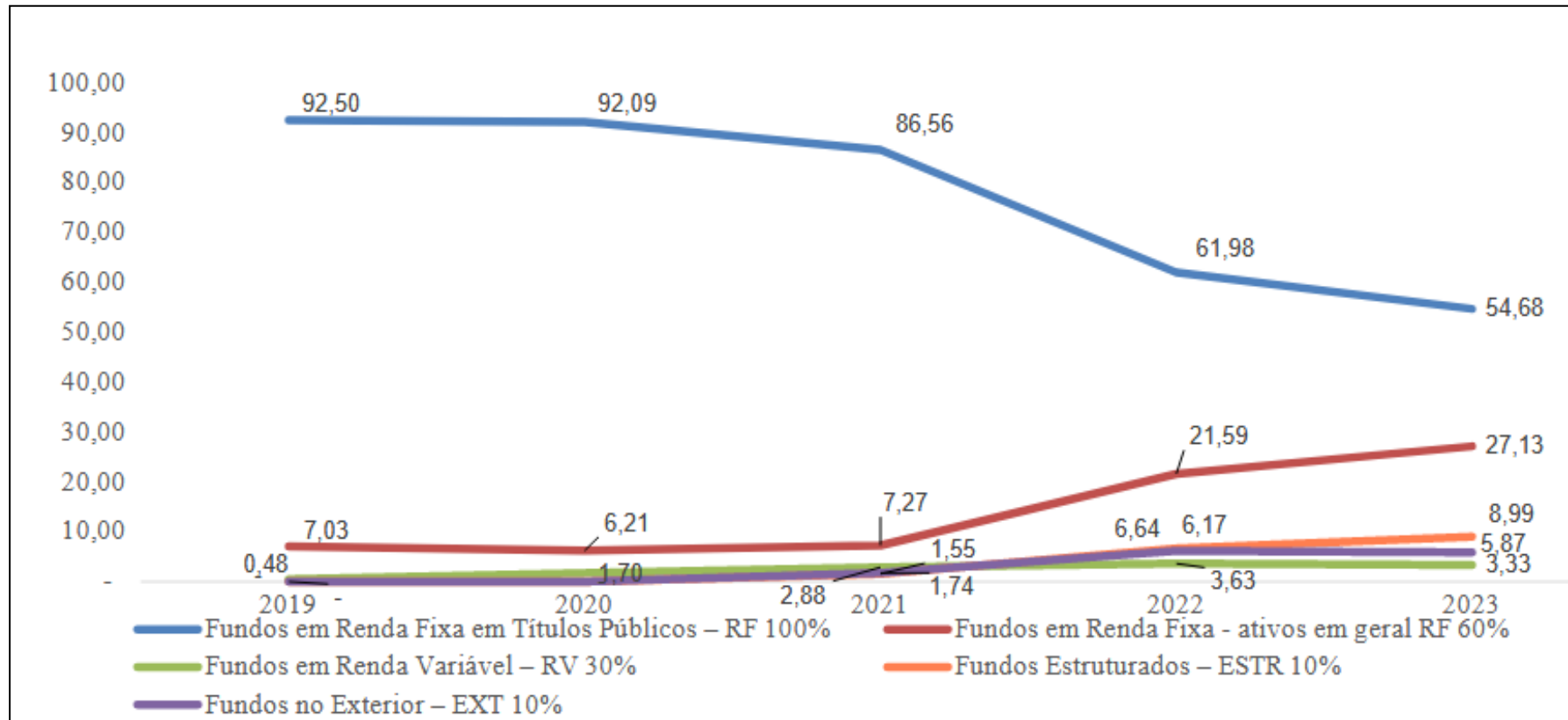
Esse relato corrobora a constatação de que, embora exista um processo formal e estruturado, a atuação dos gestores é guiada prioritariamente pela conformidade normativa e pelo desempenho histórico dos investimentos. Isso limita o uso estratégico da política de investimentos como instrumento para diversificação e otimização da rentabilidade da carteira.

Conforme destacado pela portaria n.º 1467/2022, as competências técnicas, aliadas ao uso adequado dos instrumentos regulatórios, são essenciais para interpretar a estrutura dos investimentos e verificar sua aderência às diretrizes legais, atuariais e de risco. A composição da carteira do RPPS A entre 2019 e 2023, apresentada no Anexo B, foi elaborada com base em dados desse período e comparada aos limites definidos pela Resolução CMN n.º 4.963/2021. Os dados evidenciam uma forte concentração em ativos de renda fixa, com uma diversificação gradativa ao longo dos anos.

A Figura 2 demonstra que, em 2019, a carteira iniciou sua exposição ao segmento de renda variável, com um pequeno percentual alocados em Fundos de Investimento em Renda Variável – 30%. O percentual revela o início de um processo de diversificação. A presença de Fundos de Investimento em Renda Fixa - 60% ativos em geral na carteira, sinalizam alguma flexibilidade na alocação, especialmente por conterem ativos de crédito

privado. No entanto, a predominância ainda era conservadora, cerca de 92% dos recursos alocados em Fundos de Investimento em Renda Fixa em Títulos Públicos – 100%

Figura 2 - Composição da carteira total do fundo.



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Em 2020, conforme ilustrado na Figura 2, a carteira manteve seu perfil conservador, ainda centrado em renda fixa. Houve leve alocação em Fundos de Investimento em Renda Fixa - 60%, que passaram a representar 6,21% da carteira, sugerindo uma busca moderada por rentabilidade superior, dentro dos limites prudenciais. A alocação em renda variável manteve-se modesta, com 1,70% dos recursos, reforçando a aversão ao risco.

Conforme discutido na seção 4.1, a Resolução CMN n.º 4.963/2021, vigente a partir de 2021, foram alterados os percentuais e a classificação dos segmentos de alocação dos RPPS, promovendo uma mudança na estrutura da carteira. A Figura 2 - Composição da carteira total do fundo. Indica redução na alocação em Fundos de Renda Fixa com 100% em Títulos Públicos, permitindo maior diversificação conforme os novos limites legais.

Em 2022 o RPPS mantém a estratégia de diversificação com maior percentual em Fundos de Renda Fixa com 100% em Títulos Públicos, com alocação em segmentos de renda fixa compostos com papéis privados como é caso do segmento em Fundos de Renda Fixa com até 60% de ativos em geral, e a presença de fundos de renda variável, exterior e estruturados. Essa composição sugere um maior alinhamento com as possibilidades trazidas pela Resolução 4963/2021 e uma estratégia em busca por melhoria da rentabilidade da carteira, sem descumprir os limites legais.

Para o exercício de 2023, conforme representado na Figura 2, o RPPS A manteve o padrão de diversificação iniciado nos anos anteriores. A carteira ainda era fortemente concentrada em Fundos de Investimento em Renda Fixa com Títulos Públicos – 100%, mas verificou-se um aumento na alocação em Fundos de Investimento em Renda Variável – 30% e uma redução na participação dos Fundos de Investimento Estruturados – 10%. A análise indica que, apesar da inclusão de novos segmentos, aproximadamente 81% do capital permanecia investido em ativos de renda fixa, especialmente em títulos públicos. Os demais recursos foram alocados em fundos de renda variável, no exterior e estruturados, todos respeitando os limites legais e contribuindo marginalmente para o desempenho global da carteira.

A Figura 3 apresenta o crescimento do valor total da carteira do RPPS no período de 2019 a 2023, considerando exclusivamente os saldos financeiros apurados nos extratos anuais, sem análise de receitas, despesas ou fluxos de caixa. Nesse intervalo, o montante passou de R\$ 114.416.380,31, em 2019, para R\$ 150.059.207,00, em 2023, o que representa um aumento acumulado de aproximadamente 31%. Observa-se crescimento gradual entre

2019 e 2022, com destaque para 2023, quando o saldo apresentou elevação em torno de 14% em relação ao ano anterior.

Para aprofundar a análise da composição da carteira, os entrevistados foram questionados sobre os critérios utilizados na seleção dos fundos e das instituições financeiras que recebem os recursos do RPPS. Segundo a entrevistada A:

A gente observa a credibilidade da instituição, analisa os gestores e administradores, inclusive consultamos o Banco Central para ver se há alguma restrição. Depois, analisamos nossas necessidades de alocação, os percentuais que precisamos cumprir conforme a regulamentação, e olhamos também a tendência do mercado e os percentuais na Resolução 4.963/2021. Além disso, a taxa de administração influencia bastante na escolha do fundo. De forma resumida, é esse o processo (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

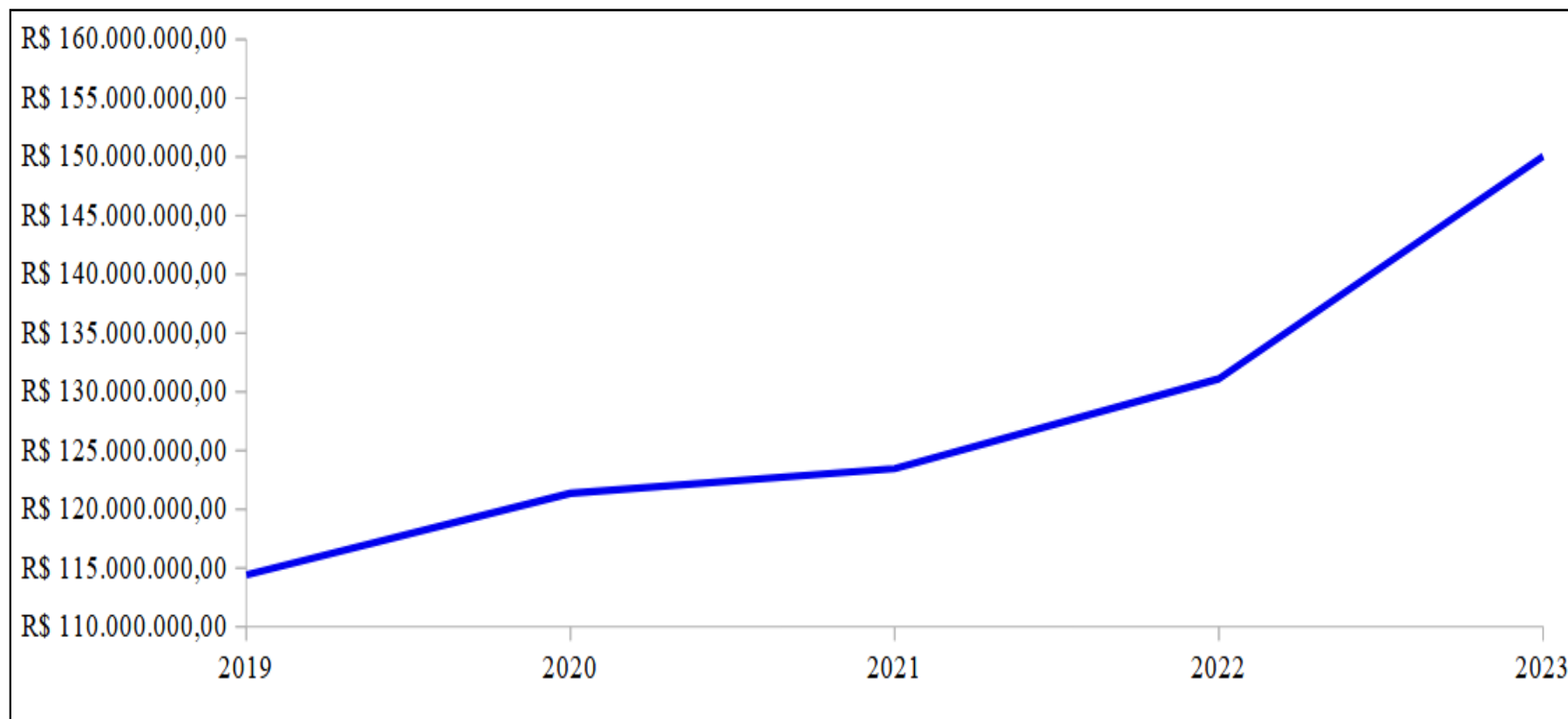
O entrevistado B complementa essa visão ao destacar o suporte técnico da consultoria contratada:

O RPPS A possui autorização para contratação de empresa de consultoria para ajudar nas análises para seleção de fundos. Ela auxilia nos trabalhos do gestor da carteira do RPPS A. As análises que ela faz são técnicas, feitas por especialistas. Porque, por exemplo, eu faço parte do comitê há quatro anos. Daqui a um ou dois anos, eu saio, entra outra pessoa. E essa pessoa pode não ter a mesma experiência que adquiri nesse tempo, assim contamos com a ajuda da consultoria (Entrevistado B, comunicação pessoal, 11 de dezembro de 2024).

Pela observação participante foi notado, que a seleção dos investimentos, é embora orientada por retornos históricos e pela busca de retorno que atenda a meta atuarial do exercício, bem como à segurança, à liquidez e à conformidade com a Política de Investimentos e a legislação vigente. Como explica a entrevistada A:

Com base em informações trazidas pelo Dirigente ao Comitê de Investimentos, as quais envolvem tendências de mercado, projeções de curto e médio prazo e cenários econômicos considerados favoráveis, sempre segundo os limites estabelecidos pela Política de Investimentos e pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, são realizadas a seleção dos fundos, buscando compor uma carteira que esteja alinhada com a meta atuarial anual (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Figura 3 - Evolução da carteira.



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Ainda segundo a entrevistada, ajustes na carteira ocorrem de maneira pontual, especialmente quando os resultados não atendem às expectativas: “eventuais ajustes e modificações na carteira são realizados com o intuito de melhorar o desempenho dos investimentos, sobretudo quando os resultados observados não estão dentro do esperado” (entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Os entrevistados também reconheceram a importância da diversificação como estratégia para mitigar riscos e melhorar os resultados. Segundo o entrevistado C: “a diversificação serve para isso, exatamente para você equilibrar o resultado” (Entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

Contudo, reforçaram que essa diversificação deve ocorrer de maneira criteriosa, respeitando os parâmetros normativos. O mesmo entrevistado apontou que: “a gestão da carteira fica próxima à meta estabelecida” (Entrevistado C, comunicação pessoal, 18 de dezembro de 2024).

Sobre os indicadores utilizados na seleção dos fundos, a entrevistada A destacou que “observar retorno histórico, informações da consultoria, tendência do mercado naquele momento” (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024),

Enquanto o entrevistado B reforçou a importância da conformidade regulatória, afirmando “temos que observar os ativos e limites da Portaria n.º 4.963/2021” (Entrevistado B, comunicação pessoal, 11 de dezembro de 2024).

Por fim, destaca-se a resistência dos gestores à reestruturação da carteira, optando majoritariamente por fundos já consolidados e consoante a norma vigente. Ainda que reconheçam os benefícios da diversificação, a prática ocorre de forma cautelosa e subordinada às diretrizes legais e à Política de Investimentos, caracterizando uma gestão predominantemente passiva.

#### ***4.4.2 Comparação Resultados da carteira total do RPPS A - e o CDI***

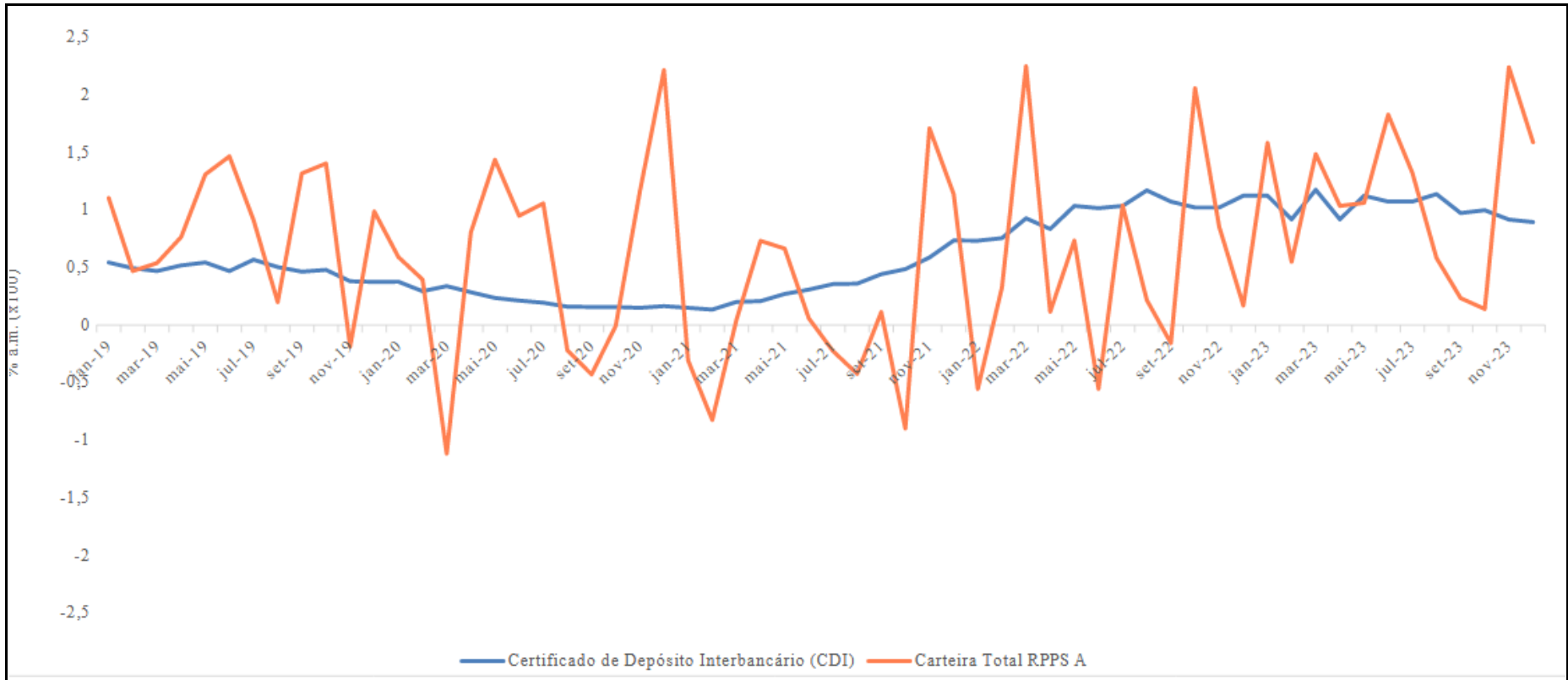
Nesta seção, realiza-se uma comparação entre alguns indicadores de desempenho da carteira de investimentos do RPPS A e o índice de referência, Certificado de Depósito Interbancário (CDI), com o propósito de avaliar a eficiência da gestão ao longo do período de janeiro de 2019 a dezembro de 2023. A análise da rentabilidade dos investimentos, considerando a média total da carteira e o desempenho do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), fornece subsídios relevantes para compreender a efetividade da alocação

de recursos, bem como os critérios que orientam as decisões de investimento adotadas pelo regime.

Desse modo, os dados indicam que a busca por rentabilidade está inserida em uma lógica de preservação da política de investimentos vigente, na qual o simples cumprimento da legislação é utilizado como parâmetro suficiente para a manutenção das alocações. A Figura 4 apresenta a evolução da rentabilidade da carteira total do RPPS A em comparação ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI), ao longo do tempo. A linha azul na Figura, representa o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o qual demonstra um comportamento estável e crescente ao longo do período, refletindo sua natureza de indicador conservador e baixo risco. A média mensal do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no intervalo analisado foi de 0,61%.

Em contraste, a linha laranja, correspondente à rentabilidade total da carteira do RPPS A, revela oscilações significativas tanto positivas quanto negativas. A carteira apresentou uma média de rentabilidade de 0,65%, se demonstrando ligeiramente superior ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Esse desempenho da carteira ao longo dos anos indica que, apesar da exposição a ativos de risco como renda variável, multimercados e exterior, a alocação adotada foi eficiente na busca por rentabilidades acima do índice de referência.

Figura 4 - Comparação da Carteira Total do RPPS A (Rf RPPS A) e o Certificado de Depósito Interbancário (CDI).



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor da carteira de renda fixa do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

<sup>b</sup> Valor Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no período de 2019 a 2023 (0,61%).

Esse resultado reforça que a alocação do RPPS A em ativos compatíveis com o perfil previdenciário do RPPS A, especialmente atendendo aos critérios estabelecidos pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, demonstrando previsibilidade, um perfil conservador e busca aos compromissos atuariais de longo prazo assumidos pelo regime.

Cabe destacar que os ativos de renda fixa investidos pelo fundo são isentos de Imposto de Renda, porém, não estão livres de taxas de administração eventualmente cobradas pelos fundos. O Quadro 12, no período de 2019 a 2023, apresenta resultados obtidos a partir dos dados coletados, evidenciando uma eficiência limitada na compensação do risco assumido.

Quadro 12 - Análise dos indicadores da carteira total do RPPS A.

<b>Indicador</b>	<b>Valor</b>
Média de retorno da carteira total do RPPS A	0,65% a.m.
Desvio padrão da carteira	0,81% a.m.
Coefficiente de Variação (CV)	1,24
Índice de Sharpe	0,05
Certificado de Depósito Interbancário (CDI) médio no período	0,61 a.m.

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

O desvio padrão dos retornos, indicador que mede o nível de risco da carteira. A gestão de risco busca equilibrar retorno e volatilidade, sendo que um retorno mais estável está associado a menor variabilidade, enquanto maiores oscilações indicam maior volatilidade (Damasceno, 2021). No RPPS A, o desvio padrão da carteira foi de 0,81%, um valor considerado elevado em relação ao retorno obtido.

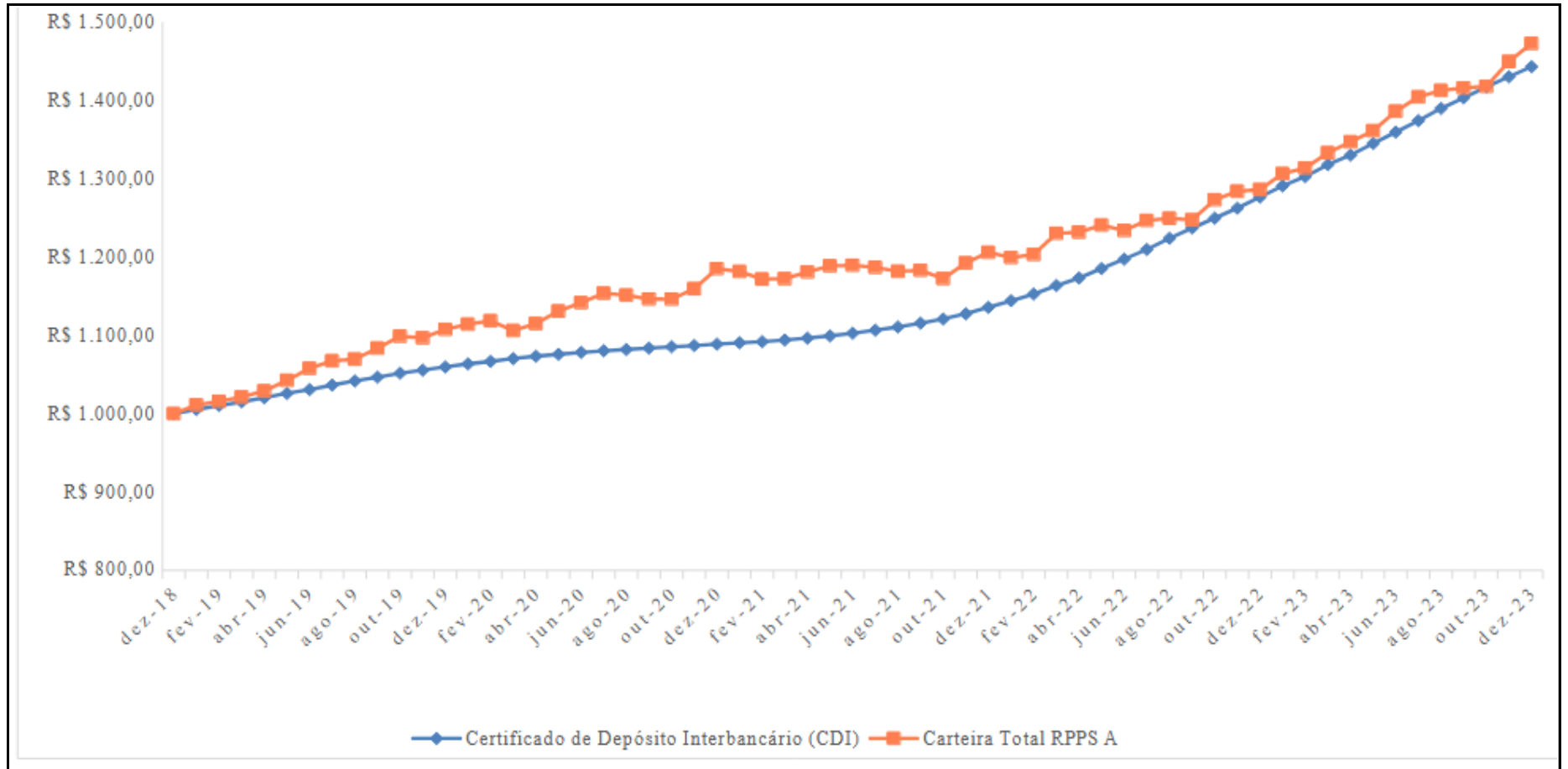
O coeficiente de variação da carteira analisada, que relaciona o risco ao retorno obtido, com resultado de 1,24%, o indicador revela que o risco assumido superou o retorno entregue, um sinal claro de ineficiência, dado que valores acima de 1 indicam risco desproporcional ao benefício esperado.

O valor de 0,05 do índice de Sharpe demonstra que o desempenho da carteira foi inferior ao desempenho do ativo considerado livre de risco Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Esse valor, próximo de zero, indica que o prêmio de risco obtido pela carteira foi muito pequeno em relação à volatilidade assumida.

Foi realizada uma simulação com base em um investimento inicial de R\$ 1.000,00, considerando os retornos mensais da carteira total do RPPS A e do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), no período de janeiro de 2019 a dezembro de 2023. Ao final do intervalo analisado, observa-se um crescimento acumulado mais expressivo da carteira ao longo do tempo. Ao final do período, o valor simulado da carteira supera o do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) em aproximadamente R\$ 30,00, evidenciando que a alocação, mesmo com maior volatilidade, conseguiu gerar valor adicional no período de cinco anos, reforçando o papel da gestão na busca por retornos superiores ao *benchmark* conservador. A evolução comparativa do desempenho acumulado da carteira em relação ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) está ilustrada Figura 5.

.

Figura 5 - Retorno Acumulados dos Ativos (2019-2023).



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Em síntese, a análise dos indicadores de desempenho e da evolução dos valores acumulados demonstra que a carteira do RPPS A superou ligeiramente o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no período de 2019 a 2023. Apesar da maior volatilidade e de momentos pontuais em que a rentabilidade ficou abaixo do índice de referência, a estratégia adotada foi capaz de gerar um retorno superior ao *benchmark* no longo prazo.

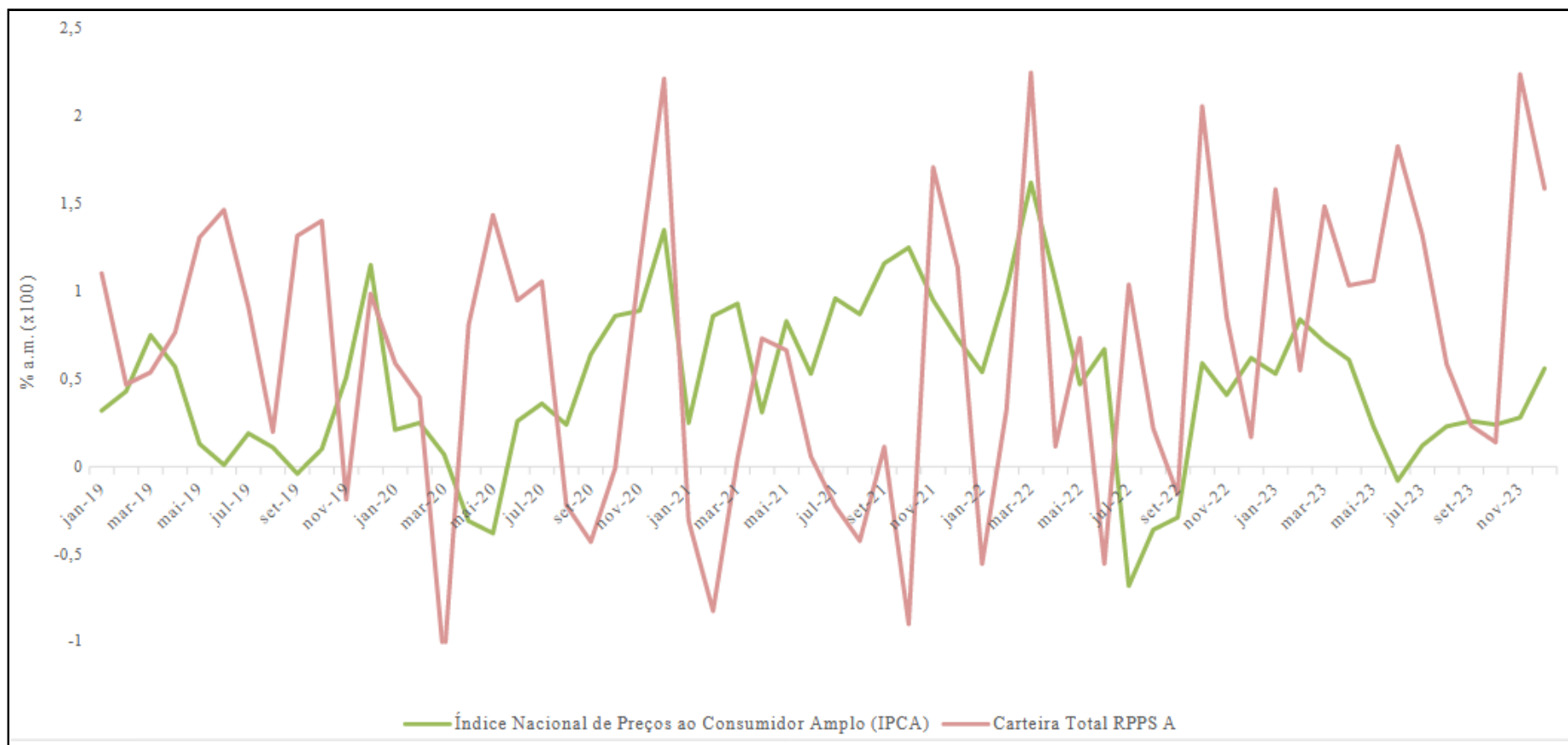
Essa vantagem, ainda que modesta, revela o potencial da gestão em agregar valor à carteira, desde que acompanhada de uma avaliação contínua dos riscos assumidos e de ajustes estratégicos diante de mudanças no cenário econômico. De maneira a alinhar a política de investimentos aos princípios de prudência, eficiência e responsabilidade, conforme estabelecido pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, assegurando a sustentabilidade e o equilíbrio atuarial do regime no horizonte de longo prazo.

#### **4.4.3 Comparação da carteira total do RPPS A e o IPCA**

A Figura 6 - Carteira RPPS x IPCA apresenta a comparação dos retornos mensais da carteira de investimentos do RPPS com a variação do IPCA, no período de abril de 2019 a dezembro de 2023. A análise evidencia que, enquanto o IPCA mantém uma trajetória relativamente estável, a carteira do RPPS demonstra maior volatilidade, exibindo ganhos e perdas em diferentes momentos.

O desempenho da carteira do RPPS A se mostrou superior no acumulado do período, com uma média mensal de 0,65%, enquanto o IPCA apresentou média de 0,47% ao mês. Isso significa que, em termos reais, a carteira conseguiu preservar dos recursos, superando a inflação oficial brasileira. Esse desempenho reforça a importância de uma gestão capaz de equilibrar riscos e retornos para assegurar a manutenção do poder de compra dos recursos e a sustentabilidade de longo prazo do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

Figura 6 - Carteira RPPS x IPCA.



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

<sup>b</sup> Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período de 2019 a 2023 (0,47%).

Além disso, foi realizada uma análise individualizada dos fundos que compõem a carteira, conforme apresentado no Quadro 13. Os ativos foram avaliados segundo os critérios estabelecidos pela Resolução CMN n. ° 4.963/2021, considerando o período de janeiro de 2019 a dezembro de 2023.

Quadro 13 - Fundos de Investimento Art. 7º, I, b – RENDA FIXA – 100%

<b>Fundos de Investimento - 100% Títulos Públicos SELIC - Art. 7º, I, b – RENDA FIXA – 100%</b>	<b>Rentabilidade Anual do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média - mensal do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) CDI</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) IPCA</b>	<b>Taxa Administração média cobrada pelo fundo (%)</b>
F1	4,6%	0,38	-0,23	-0,09	0,14
F2	1,2%	0,10	-0,51	-0,37	0,01
F3	1,2%	0,10	-0,51	-0,37	0,01
F4	1,1%	0,09	-0,52	-0,38	0,03
F5	1,5%	0,13	-0,48	-0,34	0,02
F6	1,7%	0,14	-0,47	-0,33	0,02
F7	9,0%	0,72	0,11	0,25	0,20
F8	9,3%	0,75	0,14	0,28	0,40
F9	9,0%	0,72	0,11	0,25	0,20
F10	3,5%	0,29	-0,32	-0,18	0,04
F11	7,5%	0,60	-0,01	0,13	0,20
F12	7,4%	0,59	-0,02	0,12	0,30
F13	8,2%	0,66	0,05	0,19	0,20
F14	5,1%	0,42	-0,19	-0,05	0,13
F15	3,2%	0,26	-0,35	-0,21	0,07
F16	9,3%	0,74	0,13	0,27	0,20

<b>Fundos de Investimento - 100% Títulos Públicos SELIC - Art. 7º, I, b – RENDA FIXA – 100%</b>	<b>Rentabilidade Anual do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média - mensal do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) CDI</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) IPCA</b>	<b>Taxa Administração média cobrada pelo fundo (%)</b>
F17	3,1%	0,26	-0,35	-0,21	0,06
F18	3,0%	0,25	-0,36	-0,22	0,08
F19	5,0%	0,41	-0,20	-0,06	0,24

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup>Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

Entre janeiro de 2019 e dezembro de 2023, a carteira do RPPS manteve uma expressiva alocação em fundos de investimento classificados como 100% em Títulos Públicos SELIC — renda fixa, conforme previsto no Art. 7º, I, b da regulamentação vigente. A avaliação do desempenho desses fundos foi realizada por meio da comparação entre a rentabilidade anual obtida, o CDI, o IPCA médio do período (0,65% ao mês, equivalente a aproximadamente 5,8% ao ano).

Entre os fundos analisados, sete apresentaram rentabilidade média mensal superior à média da carteira, que foi de 0,65%. São eles: F7 e F9 (0,72%), F8 (0,75%), F13 (0,66%) e F16 (0,74%). Esses fundos destacaram-se pelo desempenho positivo, evidenciando uma gestão mais eficiente no período avaliado.

A carteira apresenta fundos, que além de superarem a média da carteira, também apresentaram desempenho acima dos indicadores de referência, o que reforça seu bom posicionamento na seleção dos ativos e na estratégia de alocação adotada. Esses resultados sugerem que, mesmo em uma classe de ativos tradicionalmente conservadora como a renda fixa, é possível obter bons retornos.

A maioria dos fundos apresentou rentabilidade real negativa, com perdas reais anuais variando entre -0,09% e -0,38%, o que compromete a preservação do valor dos recursos administrados pelo RPPS, evidenciando desafios na estratégia de investimento frente aos objetivos financeiros e atuariais estabelecidos.

A análise da taxa de administração dos fundos de investimento em renda fixa, compostos exclusivamente por títulos públicos, revela uma variação significativa entre os produtos, oscilando de 0,01% a 0,40% ao ano. Em geral, pela análise das taxas de administração sugere-se que, embora o custo de gestão seja baixo, o desempenho foi

limitado, sendo necessário considerar também a estratégia e a qualidade da alocação dos recursos.

Dessa forma, conclui-se que, embora a taxa de administração seja um componente importante na decisão de investimento, sua avaliação deve ser feita conjuntamente com o desempenho histórico, consistência dos resultados e alinhamento com o perfil de risco e não apenas o menor custo nominal.

#### 4.4.4 Comparação entre Renda Fixa 60%

Quadro 14 - Fundos de Investimento em Renda Fixa - Geral- Art. 7º, III, a – RENDA FIXA – 60%.

Fundos de Investimento em Renda Fixa - Geral- Art. 7º, III, a – RENDA FIXA – 60%	Rentabilidade Anual do fundo	Rentabilidade Média do fundo-mensal	Rentabilidade Média do fundo (menos) CDI	Rentabilidade Média do fundo (menos) IPCA	Taxa Administração média do fundo
F1	5,6%	0,45	-0,16	-0,02	0,22
F2	4,3%	0,35	-0,26	-0,12	0,12
F3	7,7%	0,62	0,01	0,15	0,20
F4	5,4%	0,44	-0,17	-0,03	0,13
F5	4,6%	0,38	-0,23	-0,09	0,25

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no período de 2019 a 2023 (0,61%).

<sup>b</sup> Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período de 2019 a 2023 (0,97%).

<sup>c</sup> Valor da carteira de renda fixa do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

A análise dos fundos apresentados no Quadro 14, evidencia diferenças relevantes entre os fundos F1 a F5 no que se refere à eficiência dos retornos em comparação com os indicadores CDI e IPCA utilizados como parâmetros. O fundo F3 destacou-se como o único que igualou o CDI e superou a inflação no período, demonstrando maior capacidade de preservar e ampliar o poder de compra dos recursos investidos.

Por outro lado, os demais fundos (F1, F2, F4 e F5) apresentaram desempenhos inferiores, com rentabilidades reais negativos, ainda que em diferentes graus. Destaca-se que a menor taxa de administração, como observada no fundo F2, não se traduziu em melhor desempenho, enquanto o fundo F5 combinou uma taxa elevada com um rendimento insatisfatório.

Esses resultados indicam que a relação entre custo e retorno não é necessariamente linear, ressaltando a importância de se considerar fatores qualitativos relacionados à gestão e à estratégia adotada por cada fundo para explicar as variações de desempenho observadas.

#### **4.4.5 Resultados da carteira do RPPS A - Comparação entre Renda Variável**

A avaliação dos investimentos em renda variável realizados pelo RPPS A no período de 2019 a 2023, segundo a Resolução CMN n.º 4963/2021 é permitido aplicar até 30%, o RPPS A em sua estratégia alvo definida pela gestão do fundo previu para o segmento 3,70%.

O período analisado compreende fases de significativa volatilidade nos mercados financeiros, especialmente em 2020, durante a crise provocada pela pandemia de COVID-19. Apesar do cenário desafiador, o entrevistado B afirmou que não houve alterações substanciais na política de composição da carteira, “época com muitas oscilações, mas sem alterações específicas” (Entrevistado B, comunicação pessoal, 11 de dezembro de 2024).

O Quadro 15 apresenta alguns indicadores da carteira de segmento em renda variável, em comparação com a carteira total do RPPS A:

Quadro 15 - Análise dos demais indicadores da carteira do RPPS A.

<b>Categoria</b>	<b>Média (%)</b>	<b>Desvio padrão (%)</b>	<b>Coefficiente de Variância</b>	<b>Sharpe</b>
IBOV	0,97%	7,00%	7,25	-6,65
Carteira Total RPPS A	0,65%	0,81%	1,24	0,05

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Ao comparar o desempenho da carteira total do RPPS A ao Índice Bovespa (IBOV), que representa o comportamento do mercado de ações brasileiro. Embora o IBOV tenha apresentado uma média de retorno mensal superior (0,97%) em relação à carteira do RPPS A (0,65%), essa rentabilidade veio acompanhada de um desvio padrão extremamente elevado (7,00%), o que indica alta volatilidade e dispersão dos preços dos ativos que compõem o índice

O Coeficiente de Variação (7,25) do Índice Bovespa (IBOV) reforça a percepção de que o retorno do IBOV foi instável e pouco previsível. Esse desequilíbrio entre risco e retorno do Índice Bovespa (IBOV) é ainda mais evidente no Índice de Sharpe negativo (-

6,65), o que significa que, ajustado pelo risco e em comparação ao ativo livre de risco Certificado de Depósito Interbancário (CDI) de (0,61).

A carteira do RPPS A, por outro lado, teve um Coeficiente de Variação de apenas 1,24, o que sinaliza maior controle de risco e menor exposição à oscilação de preços, e ainda um Sharpe positivo (0,05), ainda que modesto, demonstrando uma pequena eficiência na relação risco-retorno, mesmo com rentabilidade inferior.

Apesar de o Índice Bovespa (IBOV) ter registrado média de retorno mensal mais elevada (0,97%), sua alta volatilidade comprometeu significativamente a relação risco-retorno. Essa análise comparativa entre a carteira do RPPS A e o desempenho do Índice Bovespa (IBOV) evidencia a racionalidade da estratégia conservadora adotada pelo regime. Os resultados apontam uma necessidade de uma gestão mais eficiente com relação à exposição a ativos de renda variável, no contexto da previdência pública, uma vez que o retorno mais elevado nem sempre compensa o risco assumido. Assim, a prudência na alocação torna-se essencial para preservar a estabilidade e o equilíbrio atuarial do regime.

Quadro 16 - Fundos de Investimento em Ações - Art. 8º, I - RENDA VARIÁVEL – 30%.

<b>Fundos de Investimento em Ações - Art. 8º, I - RENDA VARIÁVEL – 30%</b>	<b>Rentabilidade Anual do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo - mensal</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) CDI</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) IPCA</b>	<b>Taxa Administração o média do fundo</b>
F1	5,9%	0,48	-0,13	0,01	0,52
F2	2,4%	0,20	-0,42	-0,27	0,50
F3	4,6%	0,38	-0,24	-0,09	1,70
F4	8,6%	0,69	0,08	0,22	1,46
F5	9,0%	0,72	0,11	0,25	0,85

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

A avaliação dos fundos de renda variável (F1 a F5), autorizados conforme o Art. 8º e apresentados no Quadro 16, vem demonstrar a relação dos fundos enquadrados no referido artigo em comparação aos índices Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

A análise dos fundos alocados em renda variável, comparados com os alocados em renda fixa, a exemplo dos fundos F8 e F9, demonstrados no Quadro, apresentaram

rentabilidades médias mensais (0,75% e 0,72%, respectivamente) superiores às de diversos fundos de renda variável, ao mesmo tempo, em que superaram tanto o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) quanto o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período. Esse desempenho foi obtido mesmo com níveis de risco mais controlados e taxas de administração mais moderadas (0,40% e 0,20%).

No segmento de renda variável, embora os fundos F4 e F5 tenham se destacado com rentabilidades médias mensais de 0,69% e 0,72%, também superando os dois índices de referência, isso ocorreu sob taxas de administração elevadas (1,46% e 0,85%, respectivamente). Por outro lado, fundos como F2 e F3 da renda variável apresentaram desempenhos insatisfatórios, ficando abaixo tanto do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) quanto do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o que se agrava no caso do F3, cuja taxa de administração foi a mais alta entre todos os fundos analisados (1,70%), comprometendo ainda mais sua eficiência.

Dessa forma, a comparação entre os dois segmentos evidencia que, no período analisado, fundos de renda fixa conseguiram entregar retornos compatíveis ou superiores aos de renda variável, com menor volatilidade e custos mais baixos. Esses resultados indicam que, para o RPPS A, a seleção criteriosa de fundos e o controle das taxas de administração são determinantes para a geração de ganhos reais, sendo muitas vezes mais eficaz investir em estratégias conservadoras bem estruturadas do que em fundos de maior risco, mas com desempenho inconsistente e elevado custo de gestão.

#### ***4.4.6 Resultados da carteira do RPPS A - Comparação Fundos de segmento no exterior - BDR***

O desempenho dos fundos com exposição ao exterior, listados no Quadro 17, por meio de BDRs, apresentou resultados significativamente inferiores aos índices nacionais CDI e IPCA, indicando um possível descompasso entre a expectativa de diversificação e os retornos efetivos obtidos.

Quadro 17 - Fundos de Investimento em Ações - BDR Nível I - Art. 9º, III – EXTERIOR – 10%.

<b>Fundos de Investimento em Ações - BDR Nível I - Art. 9º,III – EXTERIOR – 10%</b>	<b>Rentabilidade Anual</b>	<b>Rentabilidade Média - mensal</b>	<b>Rentabilidade Média (menos) CDI</b>	<b>Rentabilidade e Média (menos) IPCA</b>	<b>Taxa Administração média</b>
F1	0,6%	0,05	-0,56	-0,42	0,33
F2	2,6%	0,21	-0,40	-0,26	0,48
F3	-0,2%	-0,01	-0,63	-0,48	0,26

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

A volatilidade desses ativos estrangeiros, influenciada por fatores como flutuações cambiais, cenário macroeconômico internacional e o perfil específico das empresas representadas pelas BDRs, pode ter impactado negativamente o desempenho dos fundos. Mesmo com taxas de administração relativamente moderadas, os fundos não conseguiram transformar esse aspecto em vantagem competitiva.

Apesar da proposta de diversificação apresentada pelo RPPS A, essa comparação demonstra que, ao longo do período analisado, a diversificação internacional, não gerou benefícios concretos à carteira do RPPS A, ao contrário, contribuiu negativamente para o resultado consolidado. Nenhum dos fundos avaliados conseguiu superar o CDI (0,61% ao mês) ou o IPCA (0,47% ao mês). Destaca-se que o fundo com melhor desempenho (F2) atingiu apenas 0,21% ao mês, valor ainda distante do mínimo necessário para preservar o poder de compra.

Os resultados apontam para a necessidade de revisão da exposição internacional na carteira do RPPS A, especialmente quando não há contrapartida clara em termos de diversificação efetiva, retorno ajustado ao risco ou proteção frente à inflação. Considerando o papel previdenciário dos RPPS A, cuja prioridade é a preservação de valor e previsibilidade no longo prazo, a seleção de ativos deve estar fortemente orientada por critérios técnicos e aderência ao perfil atuarial.

#### ***4.4.7 Comparação entre Renda Fixa e Fundos Estruturados***

Os fundos multimercado analisados, conforme o Quadro 18, observa-se que a maioria dos fundos analisados apresentou desempenho abaixo da média da carteira, que foi de 0,65% ao mês.

Quadro 18 - Fundos de Investimento Multimercado (FIM) - Art. 10, I - ESTRUTURADO – limite: 15%.

<b>Fundos de Investimento Multimercado (FIM) - Art. 10, I - ESTRUTURADO – 15%</b>	<b>Rentabilidade Anual do fundo</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo - mensal</b>	<b>Rentabilidade Média do fundo (menos) CDI</b>	<b>Rentabilidade Média (menos) IPCA</b>	<b>Taxa Administração média</b>
F1	5,4%	0,44	-0,17	-0,03	0,52
F2	2,2%	0,18	-0,43	-0,29	0,36
F3	7,7%	0,62	0,01	0,15	0,40
F4	3,0%	0,25	-0,36	-0,22	0,18

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Os fundos multimercado analisados, conforme o Quadro — Fundos de Investimento Multimercado (FIM) — Art. 10, I — Estruturado — 15%, observa-se que a maioria dos fundos analisados apresentou desempenho abaixo da média da carteira, que foi de 0,65% ao mês.

A análise dos fundos no segmento de multimercado revela variáveis e, em sua maioria, abaixo dos principais índices de referência (Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)). Dos quatro fundos analisados, apenas o F3 obteve resultado superior ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) (0,01%) e ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (0,15%), com uma rentabilidade média mensal de 0,62% e uma taxa de administração de (0,40%). Trata-se, portanto, do único fundo da categoria que apresentou eficiência no período observado.

Os fundos (F1, F2 e F4), no entanto, apresentaram desempenhos negativos em termos reais, com destaque para o F2, cuja rentabilidade foi a mais baixa da categoria (0,18% ao mês), além de registrar diferenças negativas em comparação ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) (-0,43%) e ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (-0,29%). O F1, ainda que com rendimento bruto anual de 5,40%, apresentou desempenho

negativo com relação ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) de (-0,17%) e praticamente nulo frente à inflação de (-0,03%).

Quando comparados aos fundos de renda fixa da carteira, os multimercados demonstraram desempenho inferior em termos de retorno real e previsibilidade. Fundos como F8 e F9 da renda fixa apresentaram retornos mensais superiores a 0,70%, superando simultaneamente o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com menores taxas de administração (0,20 a 0,40%), o que reforça a eficiência da alocação conservadora frente à estrutura mais arriscada dos multimercados.

#### ***4.4.8 Comparação da carteira total do RPPS e a meta atuarial***

A partir da pesquisa realizada, compreende-se que a meta atuarial, além de direcionar a formulação das estratégias de alocação de recursos, atua como um balizador fundamental para a permanência ou reavaliação dessas decisões ao longo do tempo, conforme o desempenho observado.

No caso do RPPS A, a meta atuarial segue as diretrizes estabelecidas na legislação vigente e está formalmente definida na Política de Investimentos como uma meta de rentabilidade baseada na taxa de juros real acrescida do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Para o período de análise da pesquisa foi utilizado como meta atuarial o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mais a taxa de juros de 6,00%.

Segundo a entrevistada A a meta atuarial exerce papel central na orientação das decisões de investimento do RPPS A. Os ativos são selecionados visando atingir, e idealmente superar, a meta estabelecida anualmente. A entrevistada ainda destaca que há um acompanhamento sistemático da carteira, com avaliações periódicas de desempenho:

O acompanhamento do desempenho da carteira é feito em reuniões mensais, analisando os retornos obtidos no mês e comparando, em termos percentuais, o quanto foi alcançado da meta mensal e anual. Esse monitoramento contínuo permite avaliar se a estratégia de investimentos está adequada para o cumprimento das obrigações do regime (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Essa perspectiva reforça que a meta atuarial funciona como referencial para o monitoramento do desempenho dos investimentos, servindo como base para a manutenção ou

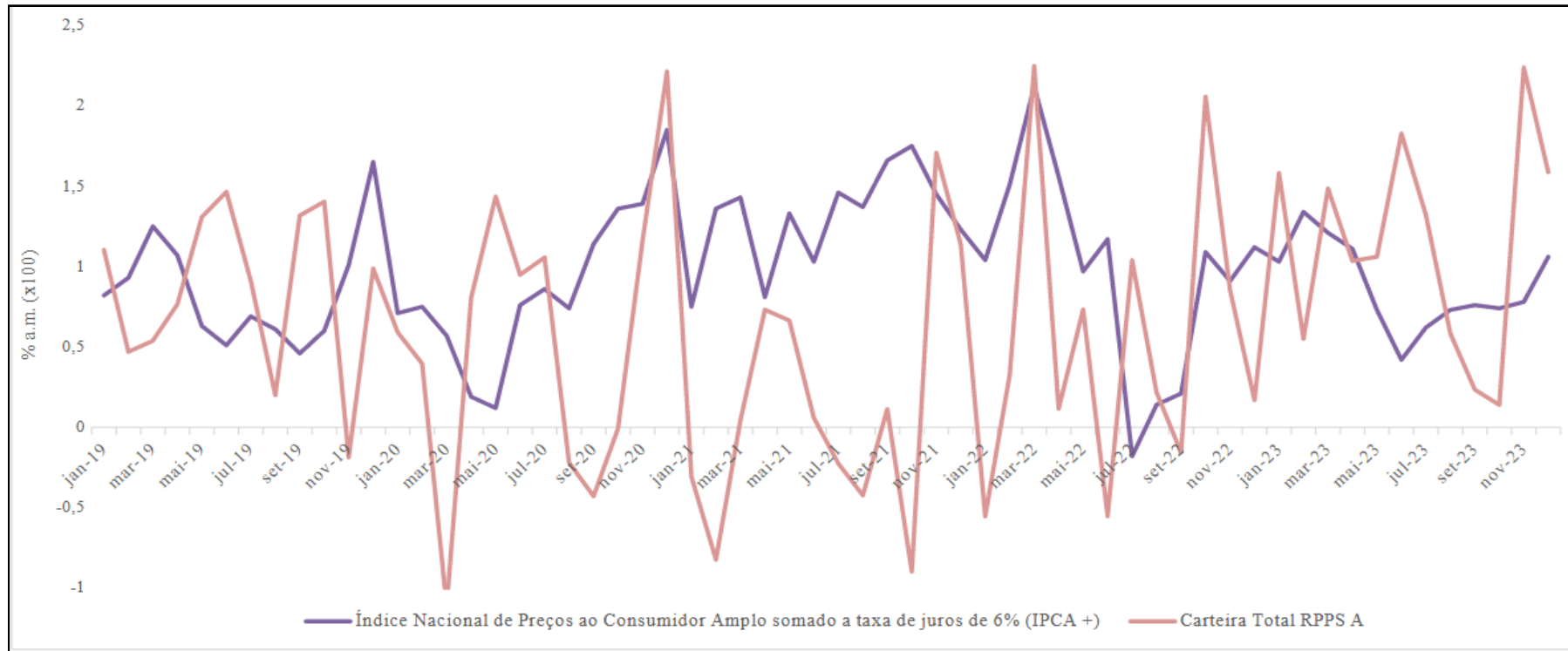
eventual realocação de recursos conforme as necessidades do plano de benefícios. Como complementa a mesma entrevistada: “com o atingimento da meta, a estratégia dos recursos é mantida” (Entrevistada A comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Analisando a Figura 7, a qual demonstra a rentabilidade da carteira total de 0,65% ao mês em comparação à meta atuarial baseada no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) + 6,00% de 0,97%, a diferença indica uma defasagem de aproximadamente 0,32 ponto percentual ao mês, o que pode gerar um impacto ao longo dos anos.

A defasagem acumulada de rentabilidade para o RPPS A pode comprometer o cumprimento das obrigações futuras com aposentadorias e pensões, bem como o equilíbrio atuarial e a sustentabilidade financeira de longo prazo.

Esses resultados revelam que a carteira pode não estar gerando retorno suficiente para cobrir a inflação mais o juro real determinado pela legislação. Em consequência, há o risco de crescimento do passivo atuarial não acompanhado pela evolução dos ativos, levando a necessidade futura de aportes adicionais pelo ente federativo para compensar o desequilíbrio, onerando assim os cofres públicos.

Figura 7 – Comparação carteira total e IPCA+6.



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

<sup>b</sup> Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) + 6,00% no período de 2019 a 2023 (0,97%).

Foi elaborado o Quadro 8 apresentando uma comparação entre os retornos anuais e as metas atuariais de três Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), em relação ao RPPS A, foco deste estudo, no período de 2019 a 2023. Observa-se que, embora as metas estabelecidas pelos regimes apresentem variações modestas entre os anos e entre os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), os desempenhos obtidos foram significativamente distintos.

O RPPS A não alcançou a meta atuarial nos anos de 2020, 2021 e 2022, em contraste, os RPPS B e D obtiveram desempenho superior na maioria dos anos, superando suas metas atuariais, o que pode sugerir uma maior eficiência na alocação dos recursos ou estratégias de diversificação mais eficazes. O RPPS C, por sua vez, apresentou os piores resultados no período analisado, ficando aquém da meta em todos os anos e sinalizando possíveis fragilidades na política de investimentos adotada. Essa comparação evidencia a heterogeneidade no desempenho dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) e reforça a importância de decisões estratégicas alinhadas às metas de longo prazo, considerando os riscos e as condições de mercado de cada exercício.

A análise detalhada dos resultados do RPPS A reforça essas observações. Em 2019, a rentabilidade superou levemente a meta estipulada (10,28% contra 10,57%), evidenciando certa consonância entre a política de investimentos e o desempenho obtido. No entanto, entre 2020 e 2022, os retornos permaneceram abaixo das metas atuariais, com destaque para o ano de 2021, em que a rentabilidade foi de apenas 1,78%, frente a uma meta de 16,08%. Esse desempenho foi impactado de forma significativa pelos efeitos da pandemia da COVID-19, que influenciaram negativamente os mercados e, consequentemente, os resultados da carteira.

Em 2023, observou-se uma recuperação expressiva, com retorno de 13,64%, superior à meta de 9,65%. Apesar disso, ao se considerar o desempenho acumulado no período de cinco anos, verifica-se que apenas dois exercícios superaram a meta atuarial.

Quadro 19 – Comparação de Rentabilidade e Meta Atuarial entre o RPPS A e Outros Regimes Próprios (2019 a 2023).

Ano	2019		2020		2021		2022		2023	
	Retorno	Meta atuarial	Retorno	Meta atuarial	Retorno	Meta atuarial	Retorno	Meta atuarial	Retorno	Meta atuarial
RPPS A	10,28	10,57	6,83	10,67	1,78	16,08	6,49	10,87	13,64	9,65
RPPS B	14,92	10,59	5,61	10,63	0,97	16,03	5,44	10,91	13,69	9,5
RPPS C	10,24	10,78	4,74	9,86	0,20	16,02	8,04	10,95	13,15	9,67
RPPS D	14,97	10,59	6,36	10,63	5,32	15,99	2,26	16,08	13,92	9,76

Fonte: Elaborado a partir dos Relatórios de Investimentos dos RPPS A, B, C e D, 2025.

Esse resultado inviabiliza, conforme os critérios da Portaria MTP n. ° 1.467/2022, a aplicação do acréscimo facultativo de até 0,60 ponto percentual na meta do exercício subsequente (Brasil, 2022).

Esses achados destacam a importância do acompanhamento contínuo da política de investimentos, da análise segmentada da carteira e da necessidade de adequações permanentes nas estratégias de alocação. Tais ações são fundamentais para o cumprimento das exigências atuariais e a preservação da sustentabilidade financeira do regime ao longo do tempo. Essa compreensão também se reflete nas percepções no processo decisório dos entrevistados do RPPS A, como revela o trecho da entrevistada A:

Eu acredito que atenda hoje, mas sempre há espaço para melhorias. Acho que, com uma capacitação constante, a gente teria uma percepção melhor do mercado, o que permitiria sugerir outras alocações, baseadas no conhecimento mesmo do comitê, junto ao Dirigente. Não desmerecendo as consultorias, mas teríamos condições de confrontar o relatório que nos são apresentados. Como o mercado financeiro não faz parte da nossa rotina, muitas vezes consideramos como certas as informações que vêm da consultoria ou das instituições. A capacitação continuada nos daria mais firmeza e segurança para aceitar ou questionar os posicionamentos que nos são apresentados (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

Considerando a fala da entrevistada que aponta a necessidade de maior capacitação técnica para questionar as orientações da consultoria, foi elaborada a Figura 9, com base nas atas de reuniões anuais, a fim de representar os valores divulgados como rentabilidade anual do RPPS A. A Figura inclui, de forma comparativa, os dados informados pela consultoria, os valores analisados na carteira do RPPS A em relação à meta atuarial estabelecida para cada exercício entre 2019 e 2023. Cabe destacar que este trabalho não realizou a verificação dos cálculos apresentados pela consultoria, seu objetivo foi apenas sistematizar as informações disponíveis para análise qualitativa, à luz da composição da carteira.

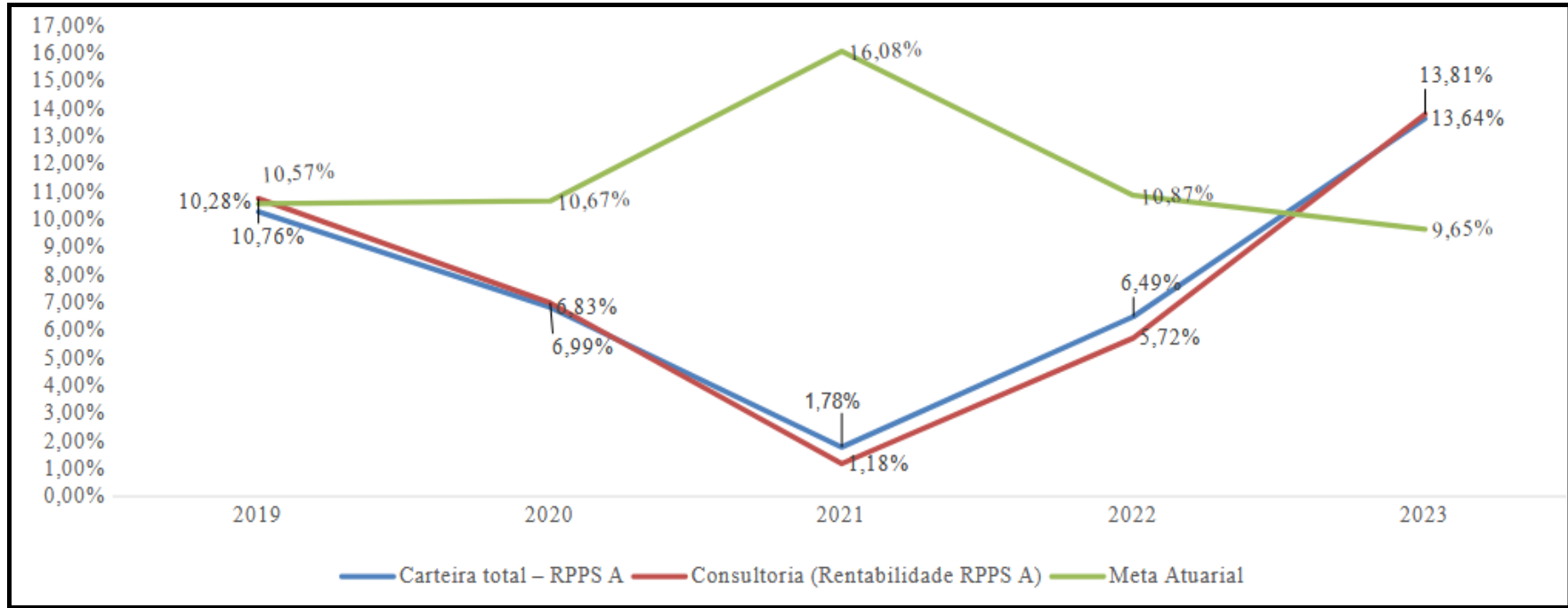
Observa-se uma mudança significativa na alocação dos recursos ao longo dos anos, com destaque para a redução expressiva da participação dos fundos de renda fixa compostos exclusivamente por títulos públicos federais, segmento que pode receber até 100% dos recursos dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Em 2019, essa modalidade representava 92,50% da carteira do RPPS A, proporção reduzida progressivamente até atingir 54,68% em 2023.

Em contrapartida, verificou-se um aumento da alocação em fundos de renda fixa com ativos diversos, os quais podem receber até 60% dos recursos dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), os quais passaram de 0,48% para 27,13% no mesmo intervalo.

Também se destaca o crescimento da participação dos fundos de investimentos estruturados, que anteriormente eram classificados como renda variável, mas que, a partir da Resolução CMN n.º 4.963/2021, passaram a compor uma subseção própria. No caso do RPPS A, os fundos que possuem recursos, se enquadram no inciso I do art. 10 da resolução, estando, portanto, sujeitos ao limite de 10% de alocação, atingindo 8,99% em 2023, frente a apenas 0,49% em 2019.

Ainda que em menor proporção, também se observou expansão dos investimentos em renda variável e em ativos no exterior. Destaca-se que, conforme a Resolução CMN n.º 4.963/2021, os recursos aplicados em fundos estruturados e em renda variável somados não podem ultrapassar 30% da carteira dos Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). No período analisado, o RPPS A manteve-se dentro dos limites legais, com crescimento gradual e controlado nesses dois segmentos, além do respeito ao limite de 10% para aplicações no exterior.

Figura 8 - Comparativo entre Rentabilidade da Carteira, Dados da Consultoria e Meta Atuarial do RPPS A (2019–2023).



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Essas alterações na composição da carteira refletem, em parte, os novos enquadramentos introduzidos pela Resolução CMN n.º 4.963/2021, que redefiniu os limites e categorias dos segmentos de aplicação do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). A resolução permitiu maior flexibilidade para a alocação dos recursos, possibilitando uma diversificação mais ampla dos investimentos. Nesse sentido, a reestruturação observada pode ser interpretada como uma tentativa de buscar maior retorno em um cenário econômico desafiador e frente às exigências de rentabilidade imposta pela meta atuarial.

Contudo, ao se analisar o desempenho da carteira total no período, de 0,65% ao mês, em comparação com os principais indicadores de referência, como o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)(0,47%), o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) somado a taxa de juros de 6% (0,97%), o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) (0,61%) e o Índice Bovespa (IBOV) (0,97%), constata-se que a composição da carteira não proporcionou um retorno compatível com o risco adicional assumido. Apesar da maior diversificação e da ampliação da exposição a segmentos historicamente mais voláteis, como renda variável, exterior e estruturados, os fundos de renda fixa, principalmente aqueles compostos exclusivamente por títulos públicos federais, apresentaram, de forma geral, desempenho superior conforme apresentado no Quadro 13.

Esses resultados sugerem que, no caso específico do RPPS A, as alterações na estratégia de alocação não resultaram em benefícios proporcionais ao aumento da exposição ao risco, colocando em questão a efetividade das decisões adotadas nesse período. Essa percepção de tentativa de adaptação da carteira em resposta aos impactos econômicos adversos também é evidenciada no relato de uma das entrevistadas, ao mencionar os movimentos de diversificação realizados em 2021:

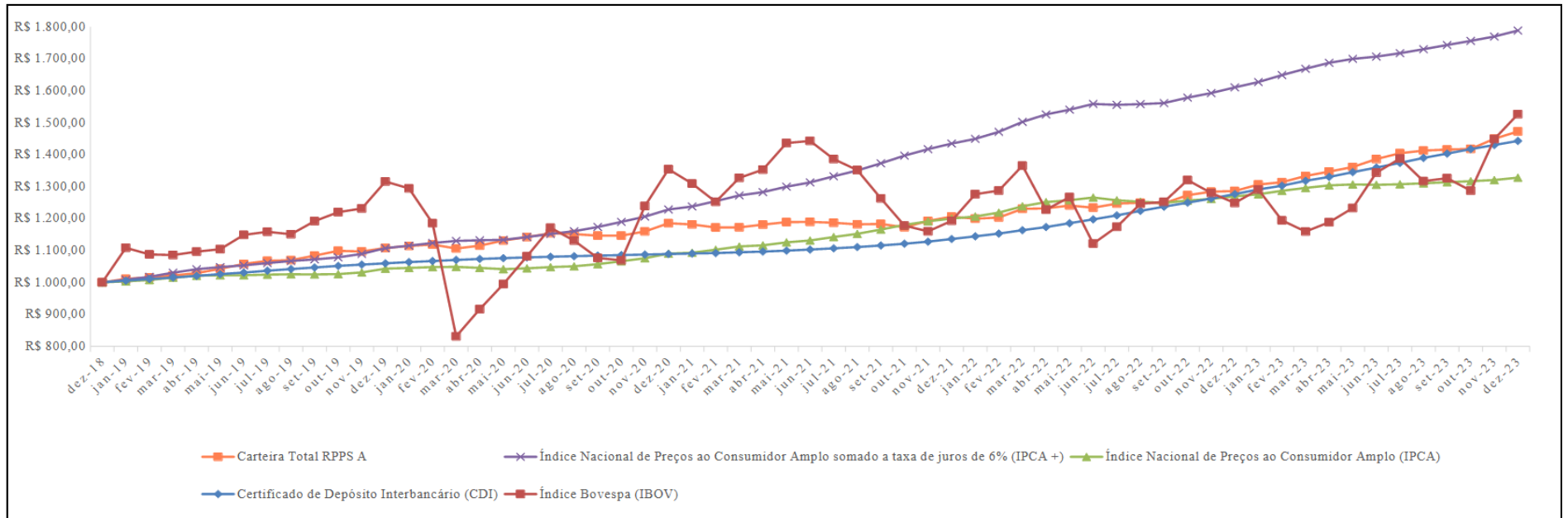
Eu me lembro que, por exemplo, em 2021, estávamos tentando se recuperar do impacto econômico da pandemia. Foi até quando começamos a investir em bolsa no exterior. Houve, sim, esse movimento de tentar essa recuperação, mesmo que, de imediato, os resultados não tenham sido tão satisfatórios. Mas, no meu julgamento, o RPPS A, mesmo não tendo alcançado a meta, por motivos já conhecidos, ainda obteve um resultado satisfatório. Então houve, sim, esse movimento de investir em alternativas diferentes, até fora do que estávamos acostumados, com o intuito de minimizar esses impactos (Entrevistada A, comunicação pessoal, 9 de dezembro de 2024).

A Figura 10 - Evolução do Valor Acumulado da Carteira do RPPS A em Comparação com Indicadores de Referência (2018–2023) apresenta uma simulação utilizando um valor acumulado de R\$ 1.000,00 aplicados entre janeiro de 2019 e dezembro de 2023, comparando o desempenho da carteira total do RPPS A com os principais

indicadores de referência: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) somado a uma taxa de juros de 6%, Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e Índice Bovespa (IBOV). A simulação evidencia que, ao longo do período, a carteira do RPPS A não conseguiu superar o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) somado a uma taxa de juros de 6%, parâmetro historicamente utilizado para representar a meta atuarial dos regimes próprios de previdência.

Embora a carteira apresente trajetória de crescimento, seu desempenho acumulado foi inferior ao da meta atuarial (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) somado a uma taxa de juros de 6%) em praticamente todo o período analisado. Essa defasagem se torna particularmente relevante quando considerada a legislação vigente, que prevê a possibilidade de redução do parâmetro da taxa de juros real conforme passivo atuarial segundo as portarias recentes, como a Portaria MTP n.º 1.467/2022, o que exige ainda mais atenção à consistência dos resultados no longo prazo.

Figura 9 - Evolução do Valor Acumulado da Carteira do RPPS A em Comparação com Indicadores de Referência (2018–2023).



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Nota.

<sup>a</sup> Valor do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no período de 2019 a 2023 (0,61%).

<sup>b</sup> Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período de 2019 a 2023 (0,47%).

<sup>c</sup> Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).

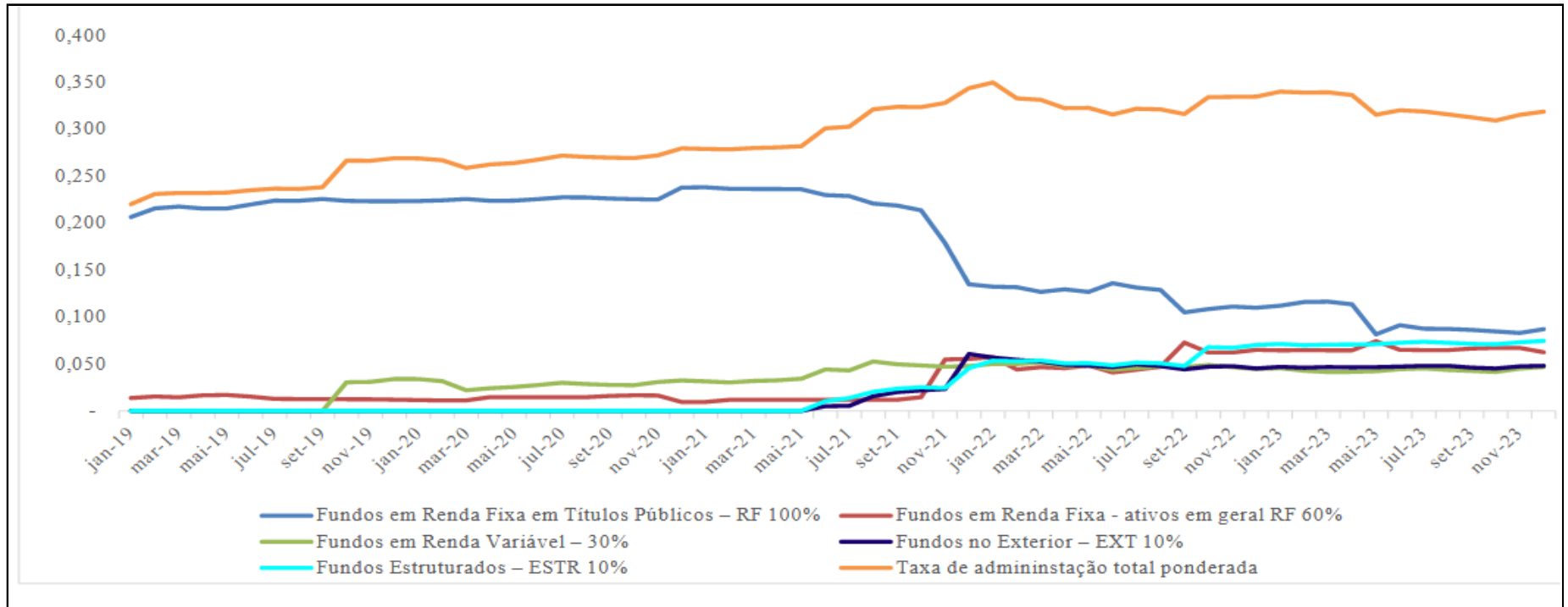
<sup>d</sup> Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) + 6,00% no período de 2019 a 2023 (0,97%).

Ao apresentar essa simulação, a Figura 10 contribui para reforçar a análise da insuficiência dos resultados da carteira frente ao equilíbrio atuarial e financeiro do RPPS A, mesmo diante da diversificação da alocação e da tentativa de recuperar perdas anteriores. A avaliação de longo prazo, nesse sentido, é fundamental para sustentar estratégias mais aderentes à sustentabilidade do regime.

A Figura 11 ilustra a evolução da taxa de administração média ponderada da carteira do RPPS A, no período de janeiro de 2019 a dezembro de 2023, em comparação com as taxas praticadas nos diferentes segmentos de investimento. Observa-se que a taxa média da carteira crescimento a partir de 2021, movimento que coincide com o processo de diversificação da carteira para além dos fundos de renda fixa compostos por títulos públicos federais. Esses fundos, tradicionalmente associados a taxas de administração mais baixas, tiveram sua participação na carteira progressivamente reduzida, dando lugar a segmentos com custos mais elevados, como fundos de renda variável, estruturados e no exterior.

Embora a diversificação possa ser justificada pela busca por maiores retornos, os resultados observados nos segmentos com maiores taxas de administração não demonstraram, no período analisado, desempenho superior ao dos fundos de renda fixa tradicionais. Isso levanta questionamentos sobre a relação custo-benefício das alocações realizadas, sobretudo considerando que parte significativa da rentabilidade pode ter sido comprometida pelas taxas elevadas desses fundos. A Figura, portanto, contribui para contextualizar os impactos das decisões de alocação não apenas sobre o risco e o retorno, mas também sobre os custos operacionais da carteira.

Figura 10 - Evolução da Taxa de Administração Ponderada da Carteira do RPPS A por Segmento de Investimento (2019–2023).



Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

Diante disso, observa-se que as decisões de alocação realizadas pelo RPPS A, especialmente a partir de 2021, implicaram não apenas maior exposição ao risco, como também um aumento expressivo nos custos de administração da carteira. A alocação em segmentos com taxas mais elevadas não foi acompanhada, no período analisado, por um desempenho proporcionalmente superior, o que compromete a eficiência da estratégia adotada. Nesse contexto, o papel do comitê de investimentos se mostra ainda mais relevante, exigindo capacitação contínua, análise crítica dos relatórios técnicos e atenção constante aos custos envolvidos. Tais medidas são essenciais para assegurar o equilíbrio entre risco, retorno e custo, contribuindo para a sustentabilidade do regime e o cumprimento de suas metas atuariais no longo prazo.

## **5 MAPEAMENTO DE VIESES NOS PROCESSOS DECISÓRIOS DO FUNDO**

Esta seção apresenta uma análise do comportamento dos tomadores de decisão do RPPS A, com ênfase na identificação de vieses comportamentais e heurísticas que influenciam a alocação de recursos. O Quadro 20 sintetiza os principais vieses identificados, os eventos mapeados em que se manifestaram, bem como as evidências ilustrativas extraídas de entrevistas, documentos e resultados da carteira de investimentos no período de 2019 a 2023. A partir das entrevistas, da análise documental e da evolução da carteira, observa-se que os vieses comportamentais desempenham papel relevante nas decisões de investimento do RPPS A.

Quadro 20 – Síntese dos Vieses

Viés	Eventos mapeados	Evidências ilustrativas (Trechos de entrevistas)	Evidências ilustrativas (resultados da análise de carteira 2019 -2023)	Evidências ilustrativas (Documentos)
Ancoragem	Fixação em retornos históricos e na meta atuarial como referência central.	“Rentabilidade mínima aceitável é exatamente 10% para um ativo com retorno médio de 10% ao ano” (Entrevistada A, 09/12/2024).	Em 2020–2021 a carteira não atingiu a meta atuarial (1,78% vs. 16,08%), mas a meta foi mantida como critério principal.  A análise da carteira (Figura 7), apresenta períodos de acompanhamento da meta, reforçando fixação em valores históricos.	Política de investimentos pautada em valores históricos de retorno.  Em 2019–2020, a rentabilidade da carteira ficou em torno de 10%, mas abaixo da meta.  O uso do histórico de comparação apresentado pelos relatórios da consultoria sem análise de demais indicadores.  Meta atuarial (IPCA+6%) superou a carteira em 2020–2021; ainda assim mantida como critério principal.  A manutenção de elaboração da política pautada na legislação e padrão de alocações de períodos anteriores
Status quo	Conservadorismo e manutenção da estratégia mesmo diante de baixo desempenho	“Maior parte dos recursos está em renda fixa... não há necessidade de modificação imediata” (Entrevistado B, 11/12/2024).  “Manteria a estratégia atual, já que a meta está sendo atingida” (Entrevistada A, 09/12/2024).	Carteira manteve 92% em renda fixa em 2019 e ainda 55% em 2023.	Em 2022 e 2023, carteira superou a meta atuarial (Quadro 8), justificando manutenção da estratégia.  Permanecia em fundos que não alcançam os indicadores e a meta estabelecida
Framing (enquadramento)	Decisões influenciadas pela forma de apresentação dos resultados.	“Alteraria a meta para melhorar retornos” (Entrevistada A, 09/12/2024).	Em 2021, ao ser destacado o não atingimento da meta, sugeriram mudanças; mas em	Em 2021, carteira obteve 1,78% de rentabilidade quanto ao atingimento da meta de 16,08%.

			2022–2023, quando a meta foi superada, optaram por continuidade.	
Excesso de confiança	Superestimação da adequação das estratégias e retornos.	“Considero o retorno adequado, uma vez que está superando a meta... sempre há espaço para melhorar” (Entrevistado C, 18/12/2024).	Crescimento da alocação em ativos estruturados e no exterior a partir de 2021.	A análise individualizada dos fundos demonstra a manutenção em recuso com expectativas de melhores ganhos
Aversão à perda	Resistência em realocar recursos de fundos de baixo desempenho.	“Em períodos de alta volatilidade, optamos por um perfil mais conservador... é fundamental analisar antes de retirar recursos de fundos de renda variável” (Entrevistado C, 18/12/2024).	Permanência de ativos com baixo retorno por longos períodos, evitando realizar perdas.	A não retira de recursos mesmo em recorrentes perda e taxa de administração mais elevadas

Fonte: Dados da pesquisa, 2025.

O viés da ancoragem (Tversky; Kahneman, 1974; Choi et al., 2017; Benartzi; Thaler, 2007) mostrou-se predominante, sobretudo pela fixação em retornos históricos e na meta atuarial como parâmetros centrais de decisão. A fala da entrevistada A: “a rentabilidade mínima aceitável são exatamente 10% ao ano para um ativo cujo retorno histórico é também de 10%” — ilustra essa dependência, mesmo em contextos de baixa performance. Os dados da carteira reforçam o padrão: em 2020–2021 a rentabilidade ficou bem abaixo da meta atuarial (1,78% contra 16,08%), sem que houvesse alterações proporcionais na alocação.

O status quo bias (Samuelson; Zeckhauser, 1988) também foi recorrente. Apesar de mudanças na legislação e da baixa performance de segmentos como renda variável, a estratégia permaneceu concentrada em renda fixa (92% em 2019 e 55% em 2023). Fala como “manteria a estratégia atual, já que a meta está sendo atingida” reforça a preferência institucional pela continuidade, mesmo diante de sinais de ineficiência.

Já o *framing* (Tversky; Kahneman, 1979) foi identificado na forma como resultados eram interpretados. Quando os retornos eram apresentados como atingimento da meta, prevalecia a narrativa de continuidade; quando os dados eram apresentados como oportunidade de melhoria, surgiam sugestões de mudança.

O excesso de confiança (Taylor; Brown, 1988; Gort, 2009) foi observado em declarações que superestimam a adequação da estratégia e justificam a adoção de ativos de maior risco, como investimentos no exterior e fundos estruturados. Esse viés ajuda a explicar a expansão da diversificação a partir de 2021, ainda que os resultados não tenham superado consistentemente os benchmarks.

Por fim, identificou-se a aversão à perda (Kahneman; Tversky, 1979; Olivo, 2023), evidenciada pela manutenção de ativos com baixo desempenho, mesmo em cenários de volatilidade. A resistência em realocar recursos parece estar associada ao receio de realizar perdas, o que pode limitar a eficiência da carteira.

Dessa forma, o mapeamento evidencia que o processo decisório do RPPS A não esteve isento da influência de vieses cognitivos. A fixação em parâmetros históricos, a inércia institucional e a resistência a mudanças estruturais explicam parte da inconsistência entre diversificação, custos incorridos e desempenho inferior frente aos indicadores de referência. Além de contribuir para a compreensão acadêmica, esse Quadro pode servir como instrumento prático de reflexão para gestores de RPPS, ao permitir que reconheçam como tais vieses influenciam suas escolhas e busquem estratégias mais adaptativas e fundamentadas.

Em síntese, o mapeamento dos vieses comportamentais no RPPS A evidencia que, embora as decisões estejam formalmente amparadas por normativos e orientações técnicas,

fatores cognitivos como ancoragem, status quo, enquadramento, excesso de confiança e aversão à perda influenciam diretamente a gestão da carteira. Esses achados reforçam a importância de compreender os limites da racionalidade na tomada de decisão e apontam para a necessidade de práticas mais conscientes e adaptativas. A partir dessa constatação, o próximo capítulo apresenta as *Considerações Finais*, discutindo as implicações teóricas e práticas dos resultados, bem como as contribuições e limitações do estudo.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados desta pesquisa reforçam sua relevância acadêmica e prática diante da escassez de estudos voltados especificamente à gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). Conforme apontado por Tonelli, Andrade e Faria (2025), há uma lacuna significativa na literatura, sobretudo no que diz respeito ao comportamento dos dirigentes e membros dos comitês de investimento, considerando as normas e restrições específicas a que estão sujeitos. Entre os poucos trabalhos identificados na área, destacam-se Olivo et al. (2023) e Gort (2009), o que evidencia a contribuição deste estudo para o avanço do campo de finanças comportamentais aplicadas à previdência.

A investigação buscou responder a duas questões centrais: (i) qual é a composição e o desempenho da carteira de um fundo de RPPS? e (ii) quais vieses cognitivos influenciam os processos decisórios que orientam essa composição? Para tanto, adotou-se uma estratégia metodológica de triangulação, envolvendo: (a) análise documental da legislação e das atas do RPPS A; (b) estudo empírico da composição e do desempenho da carteira entre 2019 e 2023; e (c) entrevistas semiestruturadas com gestor e membros do comitê de investimentos. Essa combinação metodológica possibilitou não apenas mapear a trajetória da carteira, mas também compreender as percepções que orientaram as escolhas e confrontá-las com os resultados efetivos.

No campo empírico, verificou-se que a carteira apresentou rentabilidade média de 0,65% ao mês no período, superando o CDI (0,61%) e o IPCA (0,47%), mas ficando abaixo da meta atuarial (0,97% ao mês) e do índice IBOVESPA (0,97%). Esse desempenho inferior sinaliza riscos à sustentabilidade atuarial e reforça a necessidade de avaliações mais abrangentes, que considerem não apenas o cumprimento da meta atuarial, mas também a relação risco-retorno em comparação com benchmarks de mercado.

A análise revelou ainda a permanência de ativos com desempenho insatisfatório recorrente e a incidência de taxas de administração elevadas em fundos de baixo rendimento, o que sugere deficiências na avaliação técnica dos investimentos. Tais achados indicam a

necessidade de revisão da política de governança, da formação dos membros do comitê e da interação com consultorias externas, com vistas a reduzir custos e alinhar as decisões aos objetivos de longo prazo.

Quanto aos vieses cognitivos, foram identificados ancoragem, status quo, enquadramento (framing), excesso de confiança e aversão à perda, cada um com impactos específicos sobre a gestão da carteira. A ancoragem levou gestores a fixarem expectativas de retorno em referenciais passados ou na meta atuarial, limitando a adaptação a novos contextos de mercado. O viés do status quo contribuiu para a manutenção de estratégias ineficientes, com forte concentração em renda fixa. O enquadramento mostrou como a forma de apresentação das informações influenciava a continuidade ou mudança das estratégias. Já o excesso de confiança esteve associado à superestimação da capacidade de previsão e ao aumento da exposição em ativos de maior risco. Por fim, a aversão à perda resultou em resistência a realocar ativos deficitários, retardando ajustes necessários.

Esses padrões cognitivos ajudam a explicar a manutenção de ativos de baixo desempenho, as poucas mudanças estratégicas diante de crises econômicas e a discrepância entre o discurso de racionalidade técnica e os resultados efetivos da carteira. A explicitação desses vieses reforça a necessidade de mecanismos de mitigação, como capacitações contínuas, uso de checklists decisórios, auditorias independentes e maior rotatividade no comitê de investimentos.

No plano acadêmico, este trabalho contribui ao ampliar a compreensão da influência de vieses cognitivos em ambientes institucionais regulados, tradicionalmente pouco explorados pela literatura. Já no plano prático, fornece subsídios para políticas de governança mais robustas e estratégias de gestão mais adaptativas, orientadas à sustentabilidade de longo prazo.

Ainda assim, o estudo apresenta limitações. O fato de se tratar de um estudo de caso único restringe a generalização dos achados, ainda que tenha permitido aprofundamento analítico. Além disso, as entrevistas podem ter sido influenciadas por vieses de desejabilidade social, e a indisponibilidade de dados mais detalhados de rentabilidade de alguns fundos limitou a análise risco-retorno em maior profundidade.

Diante disso, sugerem-se caminhos para pesquisas futuras: (i) realização de estudos comparativos entre diferentes RPPS, de modo a identificar padrões mais amplos de decisão; (ii) aplicação de experimentos controlados que observem vieses em situações simuladas de escolha; (iii) análise longitudinal do impacto de reformas regulatórias sobre os

processos decisórios; e (iv) investigação da interação entre consultorias externas e gestores internos, com foco no modo como essas relações podem reforçar ou mitigar vieses.

Em síntese, a pesquisa contribui não apenas para o avanço teórico sobre os RPPS à luz das finanças comportamentais, mas também para o aprimoramento da gestão previdenciária. Ao evidenciar a presença de vieses cognitivos no processo decisório, a importância da análise criteriosa frente a benchmarks e o impacto das estratégias de alocação na sustentabilidade atuarial, este estudo reforça a necessidade de decisões fundamentadas em dados, transparência e capacitação contínua.

Assim, ao iluminar a presença de fatores subjetivos em ambientes regulados, esta dissertação demonstra que reconhecer e compreender os vieses não significa fragilizar a gestão, mas sim fortalecer sua capacidade de adaptação, de aprendizado contínuo e de compromisso com o interesse coletivo. Ao apontar caminhos para práticas mais críticas, transparentes e fundamentadas em evidências, reafirma-se que a atenção aos vieses não é apenas uma exigência teórica, mas uma necessidade prática e social para assegurar o equilíbrio atuarial e a confiança no sistema previdenciário público.

## REFERÊNCIAS

- ABIB, Gustavo; HOPPEN, Norberto; HAYASHI JUNIOR, Paulo. Observação participante em estudos de administração da informação no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, [s. l.], v. 53, n. 6, p. 604–616, 2013. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902013000600008&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902013000600008&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 25 maio 2024.
- AGNEW, Julie R. Do Behavioral Biases Vary across Individuals? Evidence from Individual Level 401(k) Data. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [s. l.], v. 41, n. 4, p. 939–962, 2006. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0022109000002702/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0022109000002702/type/journal_article). Acesso em: 28 mar. 2024.
- ARAÚJO JÚNIOR, José Bonifácio de. et al. Misvaluation and behavioral bias in the Brazilian stock market. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 30, n. 79, p. 107–122, 2019. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772019000100107&lng=en&tlng=en](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772019000100107&lng=en&tlng=en). Acesso em: 21 jul. 2024.
- AUGER, Pat. et al. Inertia and Discounting in the Selection of Socially Responsible Investments: An Experimental Investigation. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], p. 36, 2012. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1995879>. Acesso em: 14 fev. 2024.
- AZAMBUJA, Sandro de; Campani, Carlos Heitor. MAC: Uma proposta para metas atuariais consistentes em fundos de pensão. **Revista de Administração Contemporânea**, 26(3), e200390. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022200390>. Acesso em: 14 fev. 2024.
- BATEMAN, Hazel et al. As easy as pie: How retirement savers use prescribed investment disclosures. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 121, p. 60–76, 2016. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268115002875>. Acesso em: 18 fev. 2024.
- BATEMAN, Hazel.; STEVENS, Ralph; LAI, Andy. Risk information and retirement investment choice mistakes under prospect theory. **Journal of Behavioral Finance**, v. 16, n. 4, p. 279–296, 2 out. 2015.. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15427560.2015.1095749>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BEBBINGTON, Christopher; DURAND, Robert B.; KHUU, Joyce. Investor decision making within retirement savings schemes. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 83, p. 102203, fev. 2024. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X23002743>. Acesso em: 21 fev. 2024.
- BEHAGHEL, Luc; BLAU, David. M. Framing social security reform: behavioral responses to changes in the full retirement age. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4, n. 4, p. 41–67, 1 nov. 2012. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.4.4.41>. Acesso em: 17 fev. 2024.
- BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard H. Heuristics and biases in retirement savings behavior. **Journal of Economic Perspectives**, [s. l.], v. 21, n. 3, p. 81–104, 2007. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.21.3.81>. Acesso em: 10 abr. 2024.

BENITEZ-SILVA, Hugo; DEMIRALP, Berna; LIU, Zhen. Social Security Literacy and Retirement Well-Being. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], p. 35, 2009. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1510309>. Acesso em: 17 fev. 2024.

BESHEARS, J. et al. Simplification and saving. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 95, p. 130–145, 2013. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268112000583>. Acesso em: 6 dez. 2023.

BINSWANGER, Johannes; CARMAN, Katherine Grace. How real people make long-term decisions: the case of retirement preparation. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 81, n. 1, p. 39–60, 2012. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268111002290>. Acesso em: 14 fev. 2024.

BOGONI, Nadia Mar; FERNANDES, Francisco Carlos. Gestão de risco nas atividades de investimento dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos municípios do Estado do Rio Grande do Sul. **REAd: Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 17, n. 1, p. 117–148, abr. 2011. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-23112011000100005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-23112011000100005&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 8 jul. 2023.

BRASIL. **Lei n.º 9.717, de 27 de novembro de 1998**. Dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 nov. 1998. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9717.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9717.htm). Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria MPAS n.º 4.992, de 5 de fevereiro de 1999**. Define critérios administrativos e operacionais dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 5 fev. 1999. Disponível em: Acesso em: 02 fev 2024. <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/1999/portaria-mpas-no-4.992-de-05-02-1999.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria n.º 403, de 10 de dezembro de 2008**. Estabelece normas técnicas para os regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 11 dez. 2008. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2008/portaria-mps-no-403-de-10dez2008-atualizada-ate-29dez2014-revogada.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 3.922, de 25 de novembro de 2010**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 29 nov. 2010. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/outros/imagens/2018/12/RESOLUCAO-BC-CMN-no-3.922-de-25nov2010-atualizada-ate-30nov2018.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria n.º 519, de 24 de agosto de 2011**. Regulamenta as aplicações dos recursos financeiros dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 25 ago. 2011. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/>

outros/imagens/arquivos/office/3a\_110830-153253-958.pdf. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.392, de 19 de dezembro de 2014.** Altera a Resolução n.º 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 23 dez. 2014. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res\\_4392\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4392_v1_O.pdf). Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.604, de 19 de outubro de 2017.** Altera a Resolução n.º 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 19 out. 2017. Disponível em: [https://www.abipem.org.br/wp-content/uploads/2019/01/Res\\_4604\\_v1\\_O.pdf](https://www.abipem.org.br/wp-content/uploads/2019/01/Res_4604_v1_O.pdf). Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria n.º 464, de 19 de novembro de 2018.** Atualiza procedimentos operacionais dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 19 nov. 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2018/portaria-mps-no-464-de-19-11-2018.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.695, de 27 de novembro de 2018.** Altera a Resolução n.º 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios e a Resolução n.º 4.661, de 25 de maio de 2018, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 27 nov. 2018. Disponível em: [https://www.gov.br/previdencia/pt-br/outros/imagens/2018/12/Resolucao-No-4695a\\_2018.pdf/@@download/file](https://www.gov.br/previdencia/pt-br/outros/imagens/2018/12/Resolucao-No-4695a_2018.pdf/@@download/file). Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Secretaria de Previdência. **Instrução Normativa SPREV n.º 2, de 21 de dezembro de 2018.** Regulamenta procedimentos de gestão dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 21 dez. 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/instrucoes-normativas/arquivos/2018/instrucao-normativa-sprev-no-2-de-21-de-dezembro-de-2018.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Economia. **Portaria n.º 300, de 12 de abril de 2019.** Define normas complementares de gestão dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 12 abr. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2019/portaria-no-300-de-12-04-2019.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Economia. **Portaria n.º 17, de 21 de maio de 2019.** Regulamenta procedimentos administrativos e financeiros dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 21 mai. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2019/portaria-no-17-de-21-05-2019.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Economia. **Portaria n.º 12.233, de 14 de maio de 2020**. Dispõe sobre controles internos e relatórios dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 mai. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2020/portaria-no-12.233-de-14-05-2020.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Ministério da Economia. **Portaria n.º 6.132, de 22 de maio de 2021**. Atualiza diretrizes de investimento e governança dos regimes próprios de previdência social. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 22 mai. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/legislacao-dos-rpps/portarias/arquivos/2021/portaria-no-6.132-de-22-05-2021.pdf>. Acesso em: 02 fev 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil. **Resolução n.º 4.963, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 26 nov. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=ResoluC3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4963>. Acesso em: 02 fev. 2024.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. **Portaria n.º 1.467, de 2 de junho de 2022**. Estabelece regras e diretrizes para aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 3 jun. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/destaques/portaria-mtp-no-1-467-de-02-junho-de-2022>. Acesso em: 02 fev 2024.

BROWN, Jeffrey R.; KAPTEYN, Arie; MITCHELL, Olivia S. Framing and Claiming: How Information-Framing Affects Expected Social Security Claiming Behavior. **Journal of Risk and Insurance**, [s. l.], v. 83, n. 1, p. 139–162, 2016. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1539-6975.2013.12004.x>. Acesso em: 15 fev. 2024.

CHOI, James J. et al. Small cues change savings choices. **Journal of Economic Behavior & Organization**, [s. l.], v. 142, p. 378–395, 2017. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0167268117302342>. Acesso em: 26 mar. 2024.

CRESWELL, John W. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007. 248 p. Tradução de Luciana de Oliveira da Rocha.

DAMASCENO, A T.; FRANÇA, João Vinícius. Assessment of the new investment limits for assets of Social Security Regimes for Public Servants established by Resolution CMN 3,922/2010. **Review of Business Management**, [s. l.], v. 23, n. 4, p. 728–743, 2021. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/4128>. Acesso em: 9 jul. 2023.

DOMINITZ, Jeff; HUNG, Angela; VAN SOEST, Arthur H. O. Future beneficiary expectations of the returns to delayed Social Security benefit claiming and choice behavior. **SSRN Electronic Journal**, p. 31, 2007. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1082827>. Acesso em: 17 fev. 2024.

DOMONKOS, Stefan. Promoting a higher retirement age: a prospect-theoretical approach. **International Journal of Social Welfare**, v. 24, n. 2, p. 133–144, abr. 2015.. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ijsw.12101>. Acesso em: 26 mar. 2024.

DUCH, Raymond et al. Choice architecture improves pension selection. **Applied Economics**, [s. l.], v. 53, n. 20, p. 2256–2274, 2021. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2020.1817845>. Acesso em: 25 mar. 2024.

FERNANDES, Cimara de Oliveira.; SOUZA SAMPAIO, Francisco Jean Carlos de. Regime Próprio de Previdência Social: um estudo da sustentabilidade financeira de um Município Potiguar. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 1, p. 5, 24 jan. 2019. Disponível em: <http://www.periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/41807>. Acesso em: 8 jun. 2024.

FERREIRA, Afonso Henriques Borges et al.. A alocação de recursos dos regimes próprios de previdência social tem sido eficiente?. **Revista Economia e Gestão**. v. 10, n. 24, set/dez. 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.5752/P.1984-6606.2010v10n24p48>. Acesso em: 20 fev. 2024.

FOSTER, Liam. Young People and Attitudes towards Pension Planning. **Social Policy and Society**, v. 16, n. 1, p. 65–80, jan. 2017. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S1474746415000627/type/journal_article). Acesso em: 20 fev. 2024.

GERRANS, Paul; YAP, Ghialy C. L. Sophistication in retirement savings investment choices. **SSRN Electronic Journal**, p. 36, 2012. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1636111>. Acesso em: 18 fev. 2024.

GOMES, Gislene Pereira Silva et al. A governança pública e sua aplicação nos regimes próprios de previdência social. **Brazilian Journal of Development**, [s. l.], v. 7, n. 4, p. 40136–40149, 2021. Disponível em: <https://brazilianjournals.com/index.php/BRJD/article/view/28476>. Acesso em: 14 nov. 2023.

GORT, Christoph. Overconfidence and active management: an empirical study across Swiss Pension Plans. **Journal of Behavioral Finance**, v. 10, n. 2, p. 69–80, 3 jun. 2009. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15427560902905369>. Acesso em: 29 mar. 2024.

HAGEN, Johannes; HALLBERG, Daniel; LINDQUIST, Gabriella Sjogren. A Nudge to Quit? The Effect of a Change in Pension Information on Annuitisation, Labour Supply and Retirement Choices Among Older Workers. **The Economic Journal**, [s. l.], v. 132, n. 643, p. 1060–1094, 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/ej/article/132/643/1060/6326617>. Acesso em: 26 mar. 2024.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. **Econometric Society**, [s. l.], v. 47, n. 2, p. 263–291, 1979.

LAVIN, Jaime F.; VALLE, Mauricio A.; MAGNER, Nicolás S. Heuristics in mutual fund consumers' willingness-to-invest: an experimental approach. **Journal of Consumer Affairs**, v. 53, n. 4, p. 1970–2002, dez. 2019. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/joca.12279>. Acesso em: 26 mar. 2024.

LIEBMAN, Jeffrey B.; LUTTMER, Jeffrey B. Would people behave differently if they better understood Social Security? Evidence from a field experiment. **American Economic Journal**, v. 7, n. 1, p. 275–299, 1 fev. 2015. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/pol.20120081>. Acesso em: 28 mar. 2024.

LIMA, Diana Vaz de et al. O impacto do fator previdenciário nos grandes números da previdência social. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 23, n. 59, p. 128–141, 2012. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000200005&lng=pt&tlng=pt). Acesso em: 15 nov. 2023.

LIMA, Diana Vaz de; AQUINO, André Carlos Busanelli de. Financial resilience of municipal civil servants' pension funds. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 30, n. 81, p. 425–445, 2019. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sciarttext&pid=S1519-70772019000300425&tlng=en>. Acesso em: 8 jul. 2023.

LIMA, Magna Regina dos Santos; RODRIGUES, Raimundo Nonato; ANJOS, Luiz Carlos Marques dos. Gestão do Regime Próprio da Previdência Social: uma investigação sobre o acesso e a compreensão dos servidores frente às informações gerenciais dos municípios do Estado de Pernambuco. **Revista de Informação Contábil**, [s. l.], v. v. 5, p. 1-18 Páginas, 2011. Disponível em: <https://periodicos.ufpe.br/revistas/ricontabeis/article/view/7919>. Acesso em: 3 abr. 2024.

MADRIAN, Brigitte C.; SHEA, Dennis F. The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 116, n. 4, p. 1149–1187, 2001. Disponível em: <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.1162/003355301753265543>. Acesso em: 10 abr. 2024.

MARTINUSSI, João Paulo Sarmento; PIVA, Rafael Fernandes.; NUNES, Rodolfo. O risco-retorno das carteiras dos RPPS e a influência dos aumentos de limites do Pró-Gestão. **Redeca, Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos**, [s. l.], v. 9, p. e57716, 2022. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/redeca/article/view/57716>. Acesso em: 5 out. 2024.

OLIVO, Rodolfo Leandro de Faria et al. Desafios de gestão e vieses comportamentais nos Fundos de Previdência no Brasil. **Peer Review**, v. 5, n. 10, p. 253–272, 2 jun. 2023. Disponível em: <https://peerw.org/index.php/journals/article/view/530>. Acesso em: 14 mar. 2024.

PALAZZO, Vítor Fabiano. **Análise de carteiras de valor no mercado brasileiro**. 2016. Mestrado em Administração - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23032016-163605/>. Acesso em: 21 jul. 2024.

PEREIRA, Antônio Gualberto; AFONSO, Luís Eduardo. Automatic enrollment and employer match: an experiment with the choice of pension plans. **Revista de Gestão**, [s. l.], v. 27, n. 3, p. 281–299, 2020. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/REGE-07-2019-0077/full/html>. Acesso em: 6 dez. 2023.

RENGEL, Rodrigo; GASPARETTO, Valdirene; SCHNORRENBERGER, Darci. Sunk costs e insistência irracional: o comportamento na tomada de decisões nos contextos pessoal,

organizacional e público. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL - Universidade Federal do Rio Grande do Norte - ISSN 2176-9036**, [s. l.], v. 11, n. 2, p. 19–39, 2019. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/16310>. Acesso em: 9 jul. 2023.

ROBERTSON-ROSE, Lynne. Understanding Default Behaviour in Workplace Pensions: Automatic Enrolment in the UK. **Journal of Social Policy**, [s. l.], v. 50, n. 1, p. 21–39, 2021. Disponível em: [https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal\\_article](https://www.cambridge.org/core/product/identifier/S0047279419000813/type/journal_article). Acesso em: 9 jul. 2024.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, María del Pilar Baptista. Metodologia de pesquisa. 5. ed. **Porto Alegre: Penso**, 2013.

SAMUELSON, William; ZECKHAUSER, Richard. Status quo bias in decision making. **Journal of Risk and Uncertainty**, [s. l.], v. 1, n. 1, p. 7–59, 1988. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1007/BF00055564>. Acesso em: 4 fev. 2024.

SANTOS, André Alves Portela; TESSARI, Cristina. Técnicas Quantitativas de Otimização de Carteiras Aplicadas ao Mercado de Ações Brasileiro. **Brazilian Review of Finance**, [s. l.], v. 10, n. 3, p. 369–393, 2012. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/view/3865>. Acesso em: 21 jul. 2024.

SILVA, Taline Cristina; CAMPOS, Juliana Loureiro de Almeida; ALBUQUERQUE, Ulisses Paulino de. Métodos de pesquisa qualitativa para etnobiologia. [s. l.], p. 95–112, 2021. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/351334960>. Acesso em: 21 jul. 2024.

TAYLOR, Shelley E.; BROWN, Jonathon D. Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. **Psychological Bulletin**, [s. l.], v. 103, n. 2, p. 193–210, 1988. Disponível em: <http://doi.apa.org/getdoi.cfm?doi=10.1037/0033-2909.103.2.193>. Acesso em: 30 jun. 2024.

TALER, Richard H.; BENARTZI, Shlomo. Save More Tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. S1, p. S164–S187, fev. 2004. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/38008085>. Acesso em: 9 abr. 2024.

TONELLI, Adriano Olímpio; de ANDRADE, Lélis Pedro; FARIA, Kelma Maria Leal (2025). Vieses comportamentais na decisão de investimento do RPPS: uma revisão da literatura. **Revista Brasileira de Previdência**, 16(1), 119-146. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.21902/rbp.v16i1.7739>. Acesso em: 31 mar. 2025.

TRINTINALIA, Clemente; SERRA, Ricardo Goulart. Otimização de uma carteira de fundos de investimento disponíveis à aplicação de recursos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), conforme a legislação aplicável. **Revista Ambiente CONTÁBIL**, [s. l.], v. 9, n. 2, p. 277–295, 2017. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/10808>. Acesso em: 21 jul. 2024.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. **Science**, [s. l.], v. 185, n. 4157, p. 1124–1131, 1974. Disponível em: <https://www.science.org/doi/10.1126/science.185.4157.1124>. Acesso em: 30 jun. 2024.

VERMEER, Niels. Age Anchors and the Individual Retirement Age: An Experimental Study. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], p. 45, 2014. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=2572862>. Acesso em: 28 mar. 2024. p. 45, 2014. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=2572862>. Acesso em: 28 mar. 2024.

VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 2005. 287 p.

VIEIRA, Kelmara Mendes; MATHEIS, Taiane Keila; ROSENBLUM, Tamara Otilia Amaral. Preparação financeira para aposentadoria: análise multidimensional da percepção dos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 91, p. e1705, 2023. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772023000100507&tlng=pt). Acesso em: 23 mar. 2024.

# RPPS A

Relatório técnico aplicado ao RPPS A: ferramentas de apoio à decisão e mitigação de vieses (2019–2023).

Elaborado por:

Kelma Maria Leal Faria

Mestranda do Curso Mestrado Profissional em Administração - IFMG - Campus Formiga

- **Objetivo**

Este relatório técnico tem como finalidade apoiar os tomadores de decisão do RPPS A no aprimoramento do processo de escolha e acompanhamento dos fundos de investimento. O foco é fornecer **ferramentas práticas de governança** que reduzam a influência de vieses cognitivos, promovam decisões mais racionais e fortaleçam a sustentabilidade do regime.

- **Público-Alvo**

Gestor e membros do Comitê de Investimento do RPPS A, responsáveis pela alocação e monitoramento dos recursos do fundo.

- **Principais Achados**

O RPPS A apresenta **perfil conservador**, com predominância de renda fixa (mais de 80% da carteira).

As decisões demonstram recorrência de **vieses comportamentais**, em especial:

**Ancoragem:** influência excessiva de resultados passados.

**Status quo:** resistência a alterações da carteira.

**Framing:** impacto da forma de apresentação das informações.

A análise das atas e observação das reuniões indicam discussões pouco técnicas e carência de instrumentos padronizados de avaliação.

- **Recomendações-Chave**

Adotar rotação de responsabilidades no comitê, para reduzir viés de grupo e de autoridade.

Utilizar quadros comparativos de cenários (curto, médio e longo prazo) nas reuniões.

Registrar alternativas e justificativas nas atas, fortalecendo a rastreabilidade das decisões.

- **Impacto Esperado**

Fortalecimento da governança e transparência do RPPS.

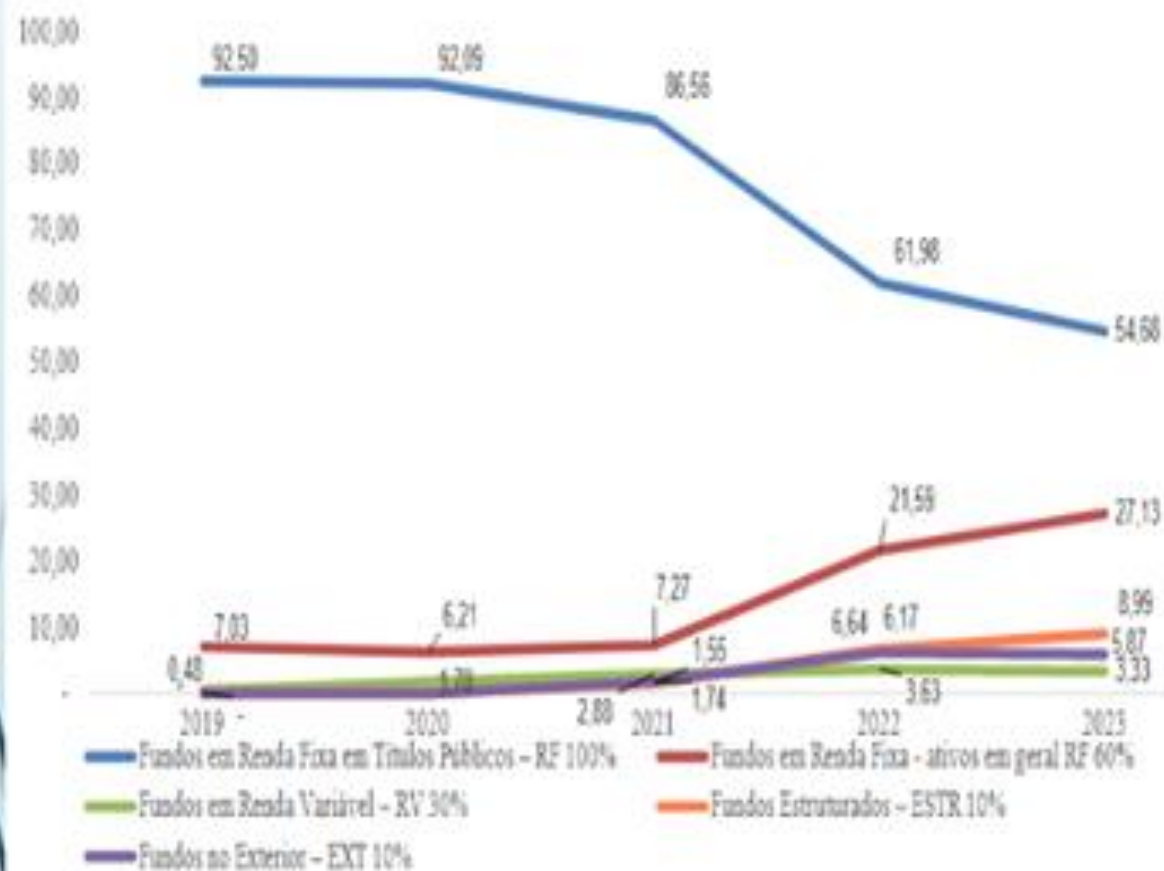
Redução da subjetividade e maior racionalidade na gestão dos investimentos.

Melhoria da aderência às metas atuariais e maior segurança no cumprimento das obrigações futuras.

# Composição da carteira - RPPS A – 2023

Saldo Aplicações 2019 =  
R\$ 114.416.380,31

Saldo Aplicações 2023 =  
R\$150.059.207,01



A carteira cresceu 31% , chegando a R\$ 150 milhões. A maior parte ainda está em renda fixa, o que mostra que o fundo mantém um perfil conservador. No entanto, já existe um movimento de diversificação em fundos estruturados, exterior e renda variável, como permite a Resolução 4.963/2021.

# Meta atuarial - RPPS A – 2019 a 2023

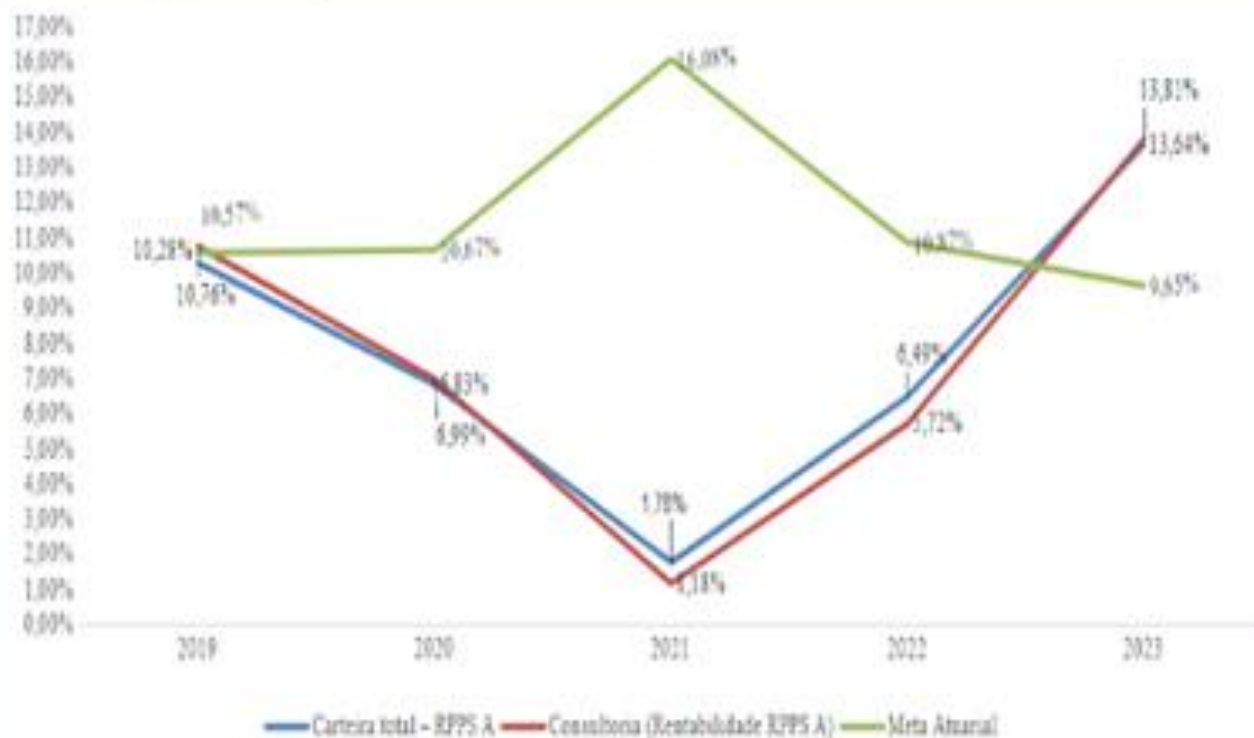
5

	RPPS A		
	Valor Carteira	Rentabilidade dos Investimentos	Meta atuarial
2019	R\$ 114.416.580,21	10,76	10,28
2020	R\$ 121.364.174,13	6,99	10,67
2021	R\$ 123.407.018,21	1,18	16,08
2022	R\$ 111.103.628,22	1,72	10,67
2023	R\$ 130.019.207,01	13,81	9,65

A meta atuarial é o mínimo que o fundo precisa render para garantir o pagamento futuro dos benefícios.

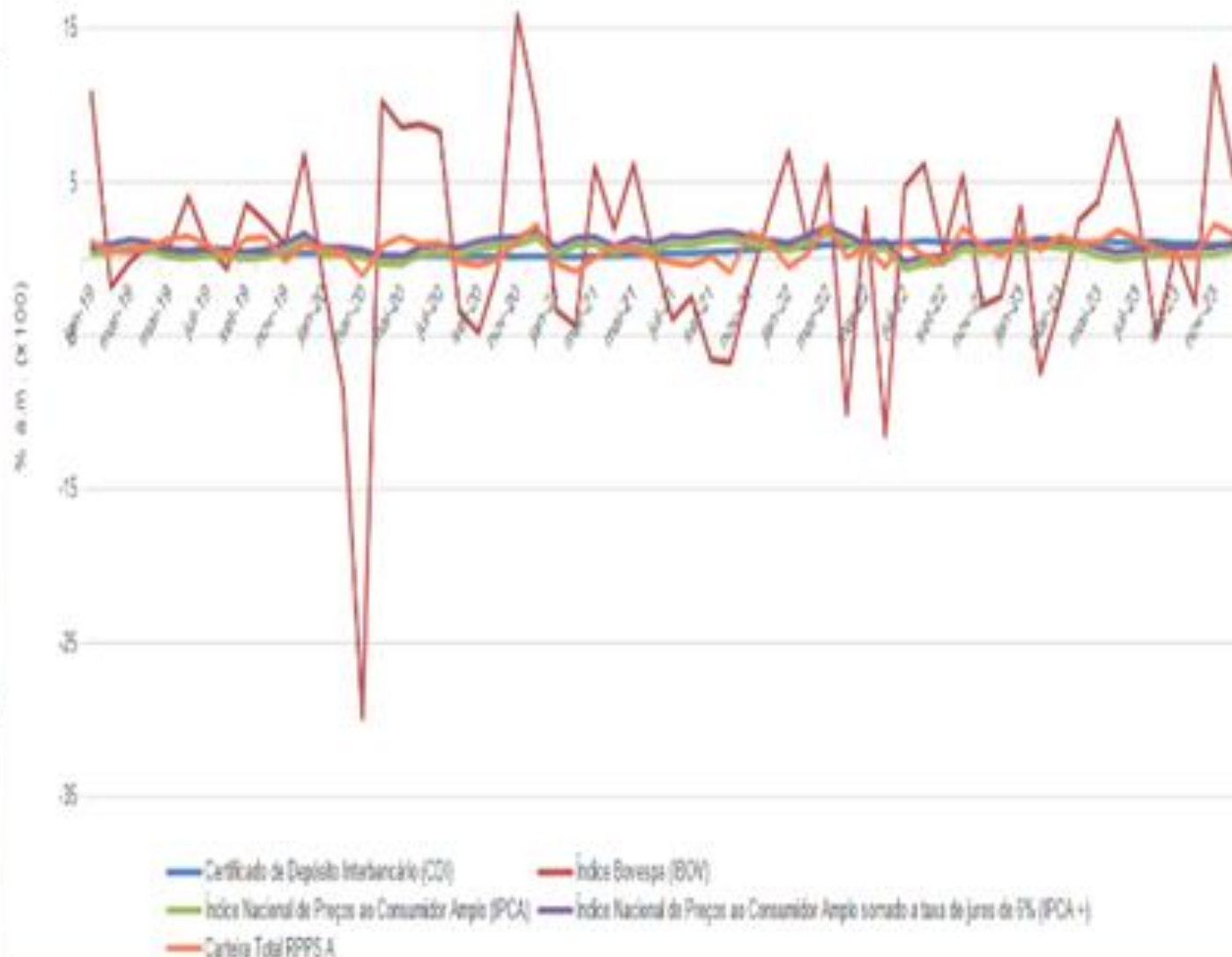
Observamos uma queda da taxa de juros parâmetro ao longo do período, o que pressiona a rentabilidade necessária.

Em alguns anos a meta foi atingida, em outros não.



# Análise de Indicadores – RPPS A – 2019 a 2023

6



Os indicadores confirmam que o RPPS segue corretamente a política conservadora de investimentos. Porém, vemos que muitas análises nas reuniões são superficiais. Isso pode limitar a detecção de riscos e oportunidades. Uma sugestão é padronizar a avaliação desses indicadores com checklists mais detalhados.

## Nota.

- \* Valor da total da carteira do RPPS A no período de 2019 a 2023 (0,65%).
- \* Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período de 2019 a 2023 (0,47%).
- \* Valor do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) + 6,00% no período de 2019 a 2023 (0,97%).
- \* Valor do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) no período de 2019 a 2023 (0,61%).

# Análise da Política de Investimento - RPPS A – 2019 a 2023

7

## REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL – RPPS A

### COMITÊ DE INVESTIMENTOS / GESTÃO DE RECURSOS

Periodicidade: ( ) Mensal ( ) Trimestral ( ) Semestral

Data de Referência da Análise:

\_\_/\_\_/\_\_

Política de Investimento	2023	
Item	Sim/Não	Observações
Percentuais por classe de ativos estão sendo respeitados?		
Carteira está de acordo com os objetivos da política?		
Há exposição fora dos limites permitidos?		
Meta atuarial está clara e atualizada?		

A política de investimento é cumprida formalmente, dentro dos limites da legislação. Mas nas reuniões percebemos que a discussão sobre aderência é genérica. Se incluirmos perguntas objetivas — como se os percentuais por classe estão corretos e se a meta atuarial está clara — a análise se torna mais prática e comparável ao longo do tempo.

# Comparação de rentabilidade - RPPS

8

## A – 2019 a 2023

Período	Rentabilidade da Carteira (%)	Meta Atuarial (%)	Diferença (%)	Status (Acima/Abaixo)
Último mês				
Ano até a data				
12 meses				
36 meses				

A rentabilidade média da carteira acompanha o perfil conservador: estável, mas não muito alta. Isso garante segurança, mas em alguns anos não foi suficiente para superar a meta atuarial.

Aqui fica claro que diversificar com prudência pode ajudar o fundo a buscar retornos melhores sem perder o foco na segurança.

# Análise de recursos - RPPS A – 2019 a 2023

Indicador	Valor Atual	Alerta (Verde, Amarelo, Vermelho)	Comentários
Receitas do mês			
Despesas do Mês			
Verificação percentual do PL por instituição			
Verificação percentual do recursos do fundo			

Os recursos do fundo cresceram ao longo dos anos, acompanhando o aumento das contribuições e dos rendimentos.

O desafio daqui para frente é garantir que esse crescimento seja sustentável e esteja sempre alinhado às metas atuariais.

Crescer sozinho não basta: é preciso crescer com equilíbrio.

# Análise de taxas - RPPS A – 2019 a 2023

10

Tipo de Custo	Precentual (%)	ntabilidade do fur	Observações
Taxa de administração			
Taxa de performance			
Taxa de custódia			
Outros			

Há a necessidade de análise das taxas de administração como forma de analisar os custos dos investimentos

## APÊNDICE A - ROTEIRO DE ENTREVISTAS



### **O comportamento na tomada de decisão dos RPPS: um mapeamento dos vieses e heurísticas**

#### **TERMO DE CONSENTIMENTO LIVRE E ESCLARECIDO (TCLE)**

Você está sendo convidado (a) como voluntário(a) a participar da pesquisa: o comportamento na tomada de decisão dos RPPS: um mapeamento dos vieses e heurísticas. Essa pesquisa se justifica por pela necessidade de identificar os padrões de pensamento, julgamento e escolha influenciados por elementos psicológicos, como heurísticas e vieses cognitivos, na tomada de decisões no Regime Próprio de Previdência Social (RPPS). Através da compreensão desses padrões, busca-se contribuir para a mitigação das distorções cognitivas, promovendo escolhas mais precisas e, conseqüentemente, aprimorando as decisões nos RPPSs. Isso resultará em uma gestão mais eficaz e fundamentada, beneficiando os participantes e o sistema previdenciário como um todo.

O objetivo geral desse projeto é identificar os padrões de pensamento, julgamento e escolha influenciados por elementos psicológicos, como heurísticas e vieses cognitivos, na tomada de decisões no Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

Sua participação na pesquisa consistirá em: responder a um roteiro semiestruturado, com tempo médio de resposta de 60 minutos, visando compreender os vieses e heurísticas que influenciam os processos de tomada de decisão nos investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). É assegurado a confidencialidade de

todas as informações obtidas. Os dados coletados serão armazenados de forma segura e inviolável, e em nenhum momento as respostas do (s) participante (s), seu nome ou o nome do RPPS serão divulgados.

**FORMA DE ACOMPANHAMENTO, ASSISTÊNCIA, BENEFÍCIOS e RISCOS:** Ao participar da entrevista, alguns riscos podem ocorrer, como se sentir desconfortável com algumas questões. Se isso acontecer, você poderá interromper a entrevista, optar por não responder à(s) questão(ões) ou desistir da participação, sem qualquer penalidade. Na ocorrência de algum desses sinais, você poderá registrá-lo em momento reservado durante a entrevista ou entrar em contato com os pesquisadores. As possíveis adequações serão providenciadas no desenvolvimento da pesquisa. Haverá garantia de sigilo, privacidade e da possibilidade de retirar o consentimento em qualquer fase da pesquisa. Além disso, serão ressarcidas as despesas relacionadas à participação na pesquisa e garantido o direito de buscar indenização em caso de eventual dano dela decorrente. Mesmo após finalizar a entrevista, independentemente do tempo decorrido desde a sua realização, será garantido o direito de requerer a exclusão dos seus dados da pesquisa, bastando para isso entrar em contato com os pesquisadores.

**ARMAZENAMENTO DE DADOS:** As entrevistas serão transcritas e

armazenadas, em arquivos digitais, mas somente terão acesso às mesmas os pesquisadores.

**GARANTIA DE ESCLARECIMENTO, LIBERDADE DE RECUSA E GARANTIA DE SIGILO:** Você será esclarecido (a) sobre a pesquisa em qualquer aspecto que desejar. Você é livre para recusar-se a participar, retirar seu consentimento ou interromper a participação a qualquer momento. A sua participação é voluntária e a recusa ou desistência em participar não acarretará qualquer penalidade ou perda de benefícios. O(s) pesquisador(es) irá(ão) tratar a sua identidade com padrões profissionais de sigilo. Seu nome ou o material que indique a sua participação não será liberado sem a sua permissão. Você não será identificado(a) em nenhuma publicação que possa resultar deste estudo. Uma via deste consentimento será arquivada com os pesquisadores e outra será fornecida a você.

**CUSTOS DA PARTICIPAÇÃO, RESSARCIMENTO E INDENIZAÇÃO POR EVENTUAIS DANOS:** A participação no estudo não acarretará custos para você e não será disponível nenhuma compensação financeira adicional. Se houver algum dano, decorrente da pesquisa, você terá direito

a buscar indenização, por meio das vias judiciais.

Eu,

\_\_\_\_\_ fui informada (o) dos objetivos da pesquisa acima de maneira clara e detalhada e esclareci minhas dúvidas. Sei que em qualquer momento poderei receber ou solicitar novas informações. Os pesquisadores (Kelma Maria Leal Faria) certifica-me de que todos os dados desta pesquisa serão confidenciais. Também sei que caso existam gastos adicionais, estes serão absorvidos pelo orçamento da pesquisa. Em caso de dúvidas, exclusivamente relativas ao projeto, poderei chamar os pesquisadores citados acima nos contatos: (kelmafariafaria@gmail.com); telefone (37.9.9998.2436). Ou o CEP/IFMG no endereço: Av. Professor Mário Werneck, 2590, 8º andar, sala 805, Belo Horizonte, MG. Telefone: (31) 2513-5249, E-mail: cepe@ifmg.edu.br.

Declaro que concordo em participar desse estudo. Recebi uma via deste termo de consentimento livre e esclarecido e me foi dada a oportunidade de ler e esclarecer as minhas dúvidas.

	<b>Bloco – 1</b> <i>Perfil entrevistados Robertson-Rose (2021); Duch et al. (2021); Olivo et al. (2023)</i>
1	Gênero
2	Poderia dizer sua idade?
3	Há quanto tempo você participa da gestão de investimento do RPPS?
4	Qual é a sua área de formação acadêmica?
5	Qual das certificações exigidas pelo Ministério da Previdência você possui atualmente?
	<b>Bloco – 2</b> <i>Conhecimento sobre gestão financeira Risco Duch et al. (2021); Bateman; Stevens; e Lai (2015); Olivo et al. (2023)</i>
6	Como você avalia se um ativo está oferecendo um prêmio pelo risco adequado?  Pela sua percepção, os ativos que compõem a carteira do RPPS estão oferecendo um prêmio pelo risco adequado?
7	Quais são os benefícios que você acredita que a diversificação traz para a gestão da carteira de um RPPS, considerando os objetivos de rentabilidade e controle de riscos?
8	A teoria do portfólio de Markowitz estabelece que as decisões de investimento devem ser baseadas na relação risco retorno. Em sua opinião como deve ser a seleção de ativos considerando a volatilidade e a otimização da carteira no contexto de um RPPS?
9	Quais são as principais vantagens e desvantagens da gestão passiva em comparação com a gestão ativa na composição da carteira de um RPPS, considerando os objetivos de rentabilidade e controle de riscos?
10	Quais indicadores você utiliza na seleção dos fundos retorno histórico, projeções e indicadores de mercado, como beta, sharpe, etc.?
11	Quais características são relevantes na escolha dos fundos para composição do portfólio do RPPS?
12	Em sua opinião, quanto o conhecimento sobre economia, matemática financeira e Sistema Financeiro Nacional contribui na gestão dos fundos do RPPS? Como você busca esses conhecimentos?
	<b>Bloco – 3</b> <i>Práticas de gestão da carteira Vermeer (2014); Bebbington, Durand e Khuu (2024)</i>
13	Como é feita a definição da política de investimentos do RPPS?
14	Como o RPPS determina as classes de ativos (renda fixa, renda variável, exterior ou multimercado) que receberão os recursos?

15	<p>Como é realizado o acompanhamento do desempenho da carteira em relação às metas estabelecidas pela política de investimentos?</p> <p>Existe uma periodicidade de revisão ou ajustes na carteira com base no desempenho dos ativos ou índices apresentados?</p>
16	Poderia citar quais os pontos fortes que você considera nessa abordagem de acompanhamento do RPPS?
17	Poderia citar quais os pontos fracos que você considera nessa abordagem de acompanhamento do RPPS?
18	Pelas abordagens adotadas pelo RPPS, poderia relatar algo de negativo ou problema ocorrido pelas práticas apresentadas?
19	Na sua percepção, o que pode ser melhorado?
20	Qual é o papel da consultoria contratada na definição da política de investimentos e suporte na implementação das estratégias na gestão da carteira de investimentos do RPPS?
21	<p>Em 2020, o Brasil enfrentou os impactos econômicos e sociais da pandemia de Covid-19.</p> <p>Diante das oscilações e incertezas geradas nesse período, como foi a gestão da carteira de investimentos do RPPS?</p> <p>Houve mudanças significativas na estratégia ou ajustes para mitigar os efeitos da pandemia?</p>
22	<p>Em 2022 entrou em vigor a Resolução CMN 4963/2021 com uma nova estrutura de alocação dos fundos para RPPS.</p> <p>Como foram implementadas essas mudanças?</p> <p>Por que essas mudanças foram implementadas?</p> <p>Essas alterações impactaram a alocação de ativos e as estratégias de investimento?</p>
23	No período entre 2019 e 2023, houve algum fato relevante, desafio ou evento marcante relacionado à gestão da carteira de investimentos do RPPS que o(a) senhor(a) precisou tomar decisões mais desafiadoras?
24	<p>No processo de decisão para alocação ou realocação dos recursos do RPPS, existe algum planejamento estratégico que direciona as escolhas?</p> <p>As decisões são apoiadas por análises específicas?</p> <p>Quais critérios principais são considerados na avaliação de boas oportunidades de investimento?</p>
<p><b>Bloco – 4</b></p> <p><b>Comportamento Olivo et al. (2023); Domonkos (2015)</b></p>	
25	<p><i>Ancoragem, adaptado de Bateman et al. (2016; Vermeer (2014); Lavin, Valle, e Magner (2019)</i></p> <p>Cenário hipotético:</p> <p>"Nos últimos cinco anos, o retorno médio do ativo A foi de 10% ao ano".</p> <p>Sabendo disso, qual seria a rentabilidade mínima que você consideraria aceitável para investir neste ativo no próximo ano?</p> <p>A) Menor que 10%</p> <p>B) Exatamente 10%</p> <p>C) Maior que 10%</p>

<b>Bloco – 4</b>	
<b>Comportamento Olivo et al. (2023); Domonkos (2015)</b>	
<b>26</b>	<p><i>Ancoragem, adaptado de Bateman et al. (2016; Vermeer (2014); Lavin, Valle, e Magner (2019)</i></p> <p>Quando ocorre uma atualização no cenário econômico (por exemplo, alta na taxa Selic), o quanto isso impacta diretamente na revisão das metas de retorno? Há uma tendência de manter as expectativas originais?</p>
<b>27</b>	<p><i>Ancoragem, adaptado de Bateman et al. (2016; Vermeer (2014); Lavin, Valle, e Magner (2019)</i></p> <p>Suponhamos que a meta atuarial do seu RPPS é inflação (IPCA) + 5,5% ao ano. Um investimento em renda fixa oferece 5% ao ano + inflação com baixo risco. Qual seria sua decisão? A) Não investiria, pois o retorno está abaixo da meta atuarial. B) Investiria parcialmente, avaliando outros fatores. C) Investiria integralmente, considerando a segurança e estabilidade do ativo.</p>
<b>28</b>	<p><i>Framing, adaptado de Dominitz, Hung, e Van Soest (2007); Liebman e Luttmer (2015);</i></p> <p>Cenário A - Probabilidade de Sucesso: Um fundo tem 80% de chance de superar a meta atuarial no próximo ano. Cenário B - Probabilidade de Insucesso: Um fundo tem 20% de chance de não atingir a meta atuarial no próximo ano. Dado esse contexto, qual seria sua decisão? A) Investiria no fundo. B) Não investiria no fundo. C) Buscaria mais informações antes de decidir.</p>
<b>29</b>	<p><i>TrainingFraming, adaptado de Dominitz, Hung, e Van Soest (2007); Liebman e Luttmer (2015);</i></p> <p>Cenário A - Foco em Ganhos: Um ativo de renda fixa oferece um retorno garantido de 6% ao ano. Cenário B - Foco em Perdas: Um ativo de renda fixa garante que você não perderá mais de 94% do capital investido. Diante dessa situação, qual seria sua decisão? A) Investiria no ativo. B) Não investiria no ativo. C) Avaliaria outros ativos antes de decidir.</p>
<b>30</b>	<p><i>Framing, adaptado de Dominitz, Hung, e Van Soest (2007); Liebman e Luttmer (2015);</i></p> <p>Cenário A - Foco na Suficiência da Meta: A consultoria informou que o portfólio do RPPS está atingindo a meta atuarial, com uma rentabilidade suficiente para garantir o equilíbrio financeiro e atuarial. Cenário B - Foco na Oportunidade de Melhoria: A consultoria informou que, embora o portfólio do RPPS esteja atingindo a meta atuarial, a rentabilidade está próxima do mínimo necessário, deixando de aproveitar oportunidades de maior retorno que poderiam aumentar a folga financeira. Com base nesses dados, qual seria sua decisão? A) Manteria a estratégia atual, já que a meta está sendo atingida. B) Alteraria a estratégia, buscando melhorar os retornos com base nas recomendações da consultoria.</p>

<b>Bloco – 4</b> <b>Comportamento Olivo et al. (2023); Domonkos (2015)</b>	
	C) Solicitariam mais informações antes de decidir.
31	<i>Status quo, adaptado de Auger et al. (2012); Robertson-Rose (2021)</i> Há quanto tempo a composição da carteira do RPPS se mantém sem alterações significativas? Por quê? Você consegue relatar episódios de alteração significativa? Por que elas foram feitas?
32	<i>Status quo, adaptado de Auger et al. (2012); Robertson-Rose (2021)</i> Você acredita que a estratégia atual reflete os melhores interesses do RPPS ou há espaço para melhorias que ainda não foram exploradas? Por quê?
33	<i>Status quo, adaptado de Auger et al. (2012); Robertson-Rose (2021)</i> Como as experiências passadas influenciam a decisão de manter ou alterar os investimentos da carteira? E quais são os principais fatores que dificultam mudanças na alocação atual dos ativos?
34	<i>Status quo, adaptado de Auger et al. (2012); Robertson-Rose (2021)</i> Durante períodos de alta volatilidade ou crise econômica, qual costuma ser a sua reação inicial: manter a estratégia atual ou buscar alternativas? Poderia relatar alguma situação em que adotou essa postura?
35	<i>Efeito manada, adaptado de Olivo (2023)</i> Em sua experiência na gestão de investimentos de RPPS, já percebeu situações em que seguiu uma decisão por influência de outros gestores ou do mercado, especialmente em momentos de movimentos bruscos como crises ou objetivo de atingir a meta?
36	<i>Efeito manada, adaptado de Olivo (2023)</i> Você já sentiu pressão para alinhar suas decisões a decisões de outros RPPS?
37	<i>Efeito manada, adaptado de Olivo (2023)</i> Houve em algum momento escolhas realizadas sem priorizar análises técnicas por influências externas?
38	Sobre a meta atuarial poderia dizer o que ela significa.

**APÊNDICE B – DADOS DA CARTEIRA**

Ativo	Enquadramento (Resolução 4.963/2021)	2023		2022		2021		2020		2019	
		Recursos	Percentual	Recursos	Percentual	Recursos	Percentual	Recursos	Percentual	Recursos	Percentual
Fundos de Investimento em Renda Fixa em Títulos Públicos - 100%	Art. 7º, I, b	R\$ 83.739.204,45	55,80%	R\$ 71.978.279,78	54,92%	R\$ 79.727.109,91	64,58%	R\$ 109.083.378,47	89,89%	R\$ 105.273.224,83	92,00%
Fundos de Investimento em Renda Fixa - 60% ativos em geral	Art. 7º, III, a	R\$ 37.934.455,96	25,30%	R\$ 35.718.412,42	27,25%	R\$ 22.927.858,14	18,57%	R\$ 9.927.070,65	8,17%	R\$ 6.816.651,63	5,96%
Fundos de Investimento em Renda Variável - 30%	Art. 8º, I	R\$ 5.354.377,68	9,30%	R\$ 4.466.174,68	3,40%	R\$ 4.574.641,58	3,70%	R\$ 2.353.705,01	1,94%	R\$ 2.326.503,85	2,04%
Fundos de Investimento no Exterior - 10%	Art. 9º, III	R\$ 9.032.563,59	6,00%	R\$ 7.434.289,08	5,66%	R\$ 9.541.256,96	7,73%	R\$ 0,00	0,00%	R\$ 0,00	0,00%
Fundos de Investimento Estruturados - 10%	Art. 10º, I	R\$ 13.998.605,33	3,60%	R\$ 11.506.472,26	8,77%	R\$ 6.694.151,72	5,42%	R\$ 0,00	0,00%	R\$ 0,00	0,00%
<b>Total</b>		<b>R\$ 150.059.207,01</b>	<b>100,00%</b>	<b>R\$ 131.103.628,22</b>	<b>100,00%</b>	<b>R\$ 123.465.018,31</b>	<b>100,00%</b>	<b>R\$ 121.364.154,13</b>	<b>100,00%</b>	<b>R\$ 114.416.380,31</b>	<b>100,00%</b>