

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA  
MESTRADO EM ECONOMIA DO DESENVOLVIMENTO**

**INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL: RESTRIÇÕES ÀS  
ALOCAÇÕES EM PROJETOS COM PREOCUPAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS**

**FÁBIO SOARES ALVES**

**Porto Alegre**

**Mai de 2007**

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

**FÁBIO SOARES ALVES**

**INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL: RESTRIÇÕES ÀS  
ALOCAÇÕES EM PROJETOS COM PREOCUPAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da PUCRS, como quesito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia do Desenvolvimento.

**Orientador: Prof. Dr. Carlos Nelson dos Reis**

**Porto Alegre, maio de 2007.**

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**FÁBIO SOARES ALVES**

### **INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL: RESTRIÇÕES ÀS ALOCAÇÕES EM PROJETOS COM PREOCUPAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da PUCRS, como quesito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia do Desenvolvimento.

Aprovado em \_\_/\_\_/2007.

#### **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Carlos Nelson dos Reis – PPGE-PUCRS (Orientador)

---

Prof. Dr. Adelar Fochezato – PPGE-PUCRS

---

Prof. Dr. Nilton Araújo - PPGE-PUCRS

---

Prof. Dr. Carlos Schmidt - PPGE-UFRGS

## DEDICATÓRIA

Dedico este estudo à  
minha mãe, Carmen  
(*in memoriam*).

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família, pela minha ausência nos momentos em que mais precisava me dedicar às reflexões e ao estudo.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Carlos Nelson dos Reis, pelos seus questionamentos e incentivo.

Aos integrantes do Programa de Pós Graduação em Economia do Desenvolvimento, em especial à turma de 2005.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Comparativo entre os planos BD e CD .....	60
Quadro 2- Distribuição regional dos fundos de pensão no Brasil .....	78

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Reservas dos fundos de pensão em países e continentes selecionados - 1990-2000 .....	27
Tabela 2- Crescimento dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros - 1996/06 .....	33
Tabela 3- Ativo dos fundos de pensão em países e continentes selecionados - 2001. ....	40
Tabela 4- Ativos dos fundos de pensão brasileiros em relação ao PIB-1995/06 .....	44
Tabela 5-Origem dos recursos dos fundos de pensão, por setor de atividade, no Brasil-dez./00-dez./05 .....	80
Tabela 6- Valor e participação percentual dos investimentos no Brasil-dez./03-dez./05 .....	81
Tabela 7- Participantes da Previ, da Petros e da Funcef-dez./05 .....	88
Tabela 8- Evolução dos investimentos da Previ, da Petros e da Funcef-2003-05 ..	92
Tabela 9- Resultados da carteira de investimentos da Previ-dez./05 .....	94
Tabela 10- Resultados da carteira de investimentos da Petros-dez./05 .....	101
Tabela 11-Resultados da carteira de investimentos da Funcef-2004-05 .....	104



## LISTA DE SIGLAS

ABRAPP – Associação Brasileira de Entidades fechadas de Previdência Privada

AIT - Associação Internacional dos Trabalhadores

BD – Plano de benefício definido

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo

CAP – Caixa de Aposentadoria e Pensões

CD – Plano de contribuição definida

CDI – Certificado de depósitos bancários

CMN – Conselho Monetário Nacional

Cofins – Contribuição para o Financiamento da Seguridade

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar

FAT – Fundo de Amparo do Trabalhador

FIP – Fundo de Investimento em Participação

Funcef – Fundação dos Economiários Federais

IAP – Instituto de Aposentadoria e Pensões

IAPTC - Instituto de Aposentadorias e Pensões dos Empregados de Transportes e Cargos

IED - Investimentos Economicamente Direcionados

IBASE – Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

Ibovespa – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IBX - Índice que mede o retorno de uma carteira hipotética composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bovespa

ISR - Investimento Socialmente Responsável

INPS – Instituto Nacional de Previdência Social

INSS – Instituto Nacional de Seguridade Social

ISR – Investimento Socialmente Responsável

JCP – Juros sobre o capital próprio

LOPS – Lei Orgânica da Previdência Social

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico

OIT – Organização Internacional do Trabalho

PIB – Produto Interno Bruto

PPP – Parceria Público e Privado

Previ – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

Petros – Fundação Petrobrás de Seguridade Social

PRI – Princípios de investimentos responsáveis

RF – Renda fixa

RSA – Responsabilidade Socioambiental

RV – Renda variável

Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

Sinpas – Sistema Nacional de Previdência e Assistência

SPC – Secretaria de Previdência Complementar

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
<b>1. O SIGNIFICADO ECONÔMICO E SOCIAL DOS FUNDOS DE PENSÃO .....</b>	<b>20</b>
1.1 Alguns tópicos econômicos sobre os fundos de pensão .....	20
1.2 Fundos de pensão e sua relação com o crescimento e o desenvolvimento econômicos .....	35
<b>2. ASPECTOS TEÓRICO-CONCEITUAIS E TRAJETÓRIA DOS FUNDOS DE PENSÃO .....</b>	<b>49</b>
2.1 Alguns conceitos referentes aos fundos de pensão .....	49
2.2 Evolução histórica da previdência social .....	64
2.2.1 A experiência internacional .....	64
2.2.2 A experiência brasileira .....	69
2.3 Os fundos de pensão brasileiros em 2006 .....	75
<b>3. RESTRIÇÕES DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS ÀS ALOCAÇÕES EM PROJETOS COM PREOCUPAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS..</b> <b>.....</b>	<b>86</b>
3.1 Construção metodológica da análise do estudo de caso .....	86
3.2 Comportamento dos investimentos na PREVI, na PETROS e na FUNCEF... .....	91

3.2.1 Comportamento dos investimentos da Previ .....	93
3.2.2 Comportamento dos investimentos da Petros .....	98
3.2.3 Comportamento dos investimentos da Funcef .....	103
3.2.4 A lógica de comportamento dos investimentos da Previ, Petros e da Funcef... .....	106
3.3 As restrições dos fundos de pensão para disponibilizar recursos em projetos com preocupações socioambientais .....	107
<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>118</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>126</b>
<b>ANEXO 1 .....</b>	<b>136</b>

## RESUMO

Esta dissertação procura discutir a relevância dos fundos de pensão para o desenvolvimento econômico e social, concentrando-se nas restrições as alocações dos recursos dessas entidades em projetos com preocupações socioambientais. Portanto, é realizada uma revisão da literatura econômica sobre os fundos de pensão e discutida a sua relação com o crescimento e o desenvolvimento econômicos. A partir de uma revisão conceitual e histórica, utiliza-se a estratégia de pesquisa de estudo de caso, tendo como amostra do sistema de previdência complementar os três maiores fundos de pensão do Brasil (Previ, Petros, Funcef), para, dentro do contexto real dessas entidades, analisar as suas políticas de investimentos. A quase-totalidade dos investimentos dos fundos de pensão estão alocados nos segmentos de renda fixa e de renda variável, sendo o mercado financeiro e o de capital os principais destinos dos ativos sob a gestão das entidades, evidenciando as variações nas taxas de juros, nos preços das ações e em outros índices como os principais fatores de risco das operações de remuneração dos recursos. As alocações de recursos em projetos com preocupações socioambientais possuem restrições dos fundos de pensão, que são: a lógica do curto prazo conjugada aos juros altos, a regulamentação dos fundos de pensão e a ética utilizada nas finanças. Os dados apresentados pelos três maiores fundos de pensão brasileiros mostram uma pequena participação da carteira de aplicações dessas entidades em projetos com preocupações socioambientais, mas as políticas de investimentos traçadas para o futuro apontam um aumento gradual e irreversível de investimentos socialmente responsáveis. Os fundos de pensão começam a orientar as empresas nas quais participam a observarem um crescimento sustentado e uma postura socialmente responsável.

Palavras-chave: fundos de pensão; desenvolvimento sustentável; responsabilidade social; investimentos éticos.

## **ABSTRACT**

This dissertation tries to discuss the relevance of pension funds for the economic and social development, concentrating on restrictions to resource allocation of these entities in projects with social-environmental concerns. Therefore, a review on economic literature on pension funds is made as well as on the relation with growth and economic development. Based on a conceptual and historical review, a case study research strategy is used, having as a pattern of the complementary welfare system, the three largest pension funds of Brazil (Previ, Petros, Funcef), in order to, within the real context of these entities, analyze its investment policies. The almost totality of the investments of pension funds is allocated in the fixed income segments and in variable income, being the financial market and the capital of the main destinies of the assets under the administration of the entities, indicating the variations of the income taxes, the price of stocks and other indexes, such as main risk factors of resource compensation operations. The resource allocations on projects with socio-environmental concerns present restriction to pension funds, which are: the short term logic together with high interests, the pension fund regulation and the ethic used in finances. The data presented by the three largest Brazilian pension funds show a small participation of the application portfolio of these entities in projects with socio-environmental concerns, but the investment policies traced for the future show a gradual and irreversible of investments socially responsible. Pension funds start to orient enterprises in which they participate to observe a sustained growth and a socially responsible posture.

Key-words: pension funds, sustainable development, social responsibility; ethic investments.

## INTRODUÇÃO

A agenda estratégica do Brasil, desde o início dos anos 90, tem colocado o tema da previdência complementar no centro do debate, embora ela exista aqui desde 1977. Os fundos de pensão têm um patrimônio, calculado em abril de 2006, de R\$ 342 bilhões, sendo esse enorme ativo oriundo do esforço de poupança dos trabalhadores, o qual é investido nos mais variados segmentos da economia e acaba despertando o interesse dos mais diversos setores da sociedade.

No País, esses fundos, seja como fonte de poder, seja como potente agente alavancador de negócios, não têm recebido, de parte da sociedade, a devida atenção que merecem. Não existe um código de ética que oriente seus investimentos em conformidade com suas finalidades previdenciárias. Os diversos normativos legais que buscam ordenar as aplicações de seus recursos não atendem plenamente aos requisitos de uma doutrina que esteja em sintonia com os princípios da classe trabalhadora.

A definição de um código de investimentos que tenha por objetivo melhor regular esse mercado, em que os representantes dos trabalhadores participem da gestão dos fundos de pensão, impedindo a sua aplicação em empresas que não cumprem a legislação trabalhista e os acordos salariais, que degradam o meio ambiente, que utilizam o trabalho infantil, que sonegam impostos, dentre tantos outros motivos, pode e deve ser discutida com urgência pela classe dos trabalhadores e por suas entidades representativas.

No Brasil, o estágio presente da regulação desses investimentos propicia o debate pela superação dos atuais limites quantitativos em favor de uma regulação qualitativa. Aqui, a legislação é quase totalmente quantitativa e precisa flexibilizar-se, incorporando aspectos de uma regulação qualitativa e prudencial não no sentido da eliminação dos limites, mas no de promover a complementação das

regras atuais de investimentos para os fundos de pensão. Esse é o desafio do órgão regulador (Pinheiro; Paixão; Chedeak, 2005).

Os fundos de pensão são os maiores investidores institucionais e, conseqüentemente, além da atividade-fim, de caráter nitidamente social, possuem uma função econômica relevante enquanto tal. No Brasil, essas entidades têm sido, historicamente, o sustentáculo do mercado de ações, mantendo extensas carteiras, que são administradas de forma conservadora, contribuindo para a estabilidade desse mercado e sendo, também, instrumentos de socialização do capital, como grandes formadores de poupança, efeito do regime de capitalização.

Esses fundos podem fazer aplicações de longo prazo, o que os torna muito importantes para a economia como um todo, especialmente naquela onde são tão escassos os recursos destinados a esse tipo de investimentos (Abreu, 2000).

O crescimento da governança corporativa e do investimento socialmente responsável, em todo o mundo, é algo inexorável, já que pesquisas descobrem, cada vez mais, evidências empíricas de sua correlação positiva com o aumento de retorno e a redução do risco nos investimentos de longo prazo, diz o estudo produzido pela Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Privada sobre o crescente interesse dos fundos de pensão pelas empresas que geram mais empregos, que preservam o meio ambiente, que são transparentes com os seus acionistas e que se relacionam da melhor forma com os consumidores e as comunidades em geral (Pimentel, 2004). A responsabilidade social toma importância na classificação de riscos, o que mostra que há consciência do seu significado e que a sua estrutura regulatória está avançando bastante. Porém a prática revela resultados pífios. A adoção dos princípios de responsabilidade social, além de nortear as futuras aplicações dos fundos de pensão, serve, também, de paradigma a outras entidades do mercado financeiro na busca de práticas semelhantes.



A elaboração do referido código, conjugado com critérios de rentabilidade moderada e segurança nos investimentos, certamente exigirá, pela sua complexidade no campo das decisões e na área de estudos e pesquisas, um intenso esforço intelectual e político. Esses processos apresentam dificuldades imensas, sobretudo porque, indiretamente, resultam em restrições aos institutos do livre mercado, o qual, por sua vez, é avesso a qualquer medida que o regule e o controle, principalmente quando se trata de impor limitações às políticas de investimento de perfil agressivo ou predatório, as quais objetivam, exclusivamente, elevados retornos financeiros (Gushiken; Gonçalves, 2000).

São recomendáveis, ainda, a adoção de um código de ética e a criação de uma unidade central, nos moldes existentes, para gerenciar o risco mercado, a fim de facilitar o processo de aperfeiçoamento dos controles e o acompanhamento contínuo dos fatores de risco operacional (Rieche, 2005).

Ao se viabilizar o acesso dos participantes e dos assistidos aos centros de deliberações estratégicas da entidade, permite-se que estes influenciem os rumos a serem seguidos pela instituição. Não se discute que os participantes e assistidos são os maiores interessados na perenidade das entidades fechadas de previdência complementar, transmitindo, ainda, para a gestão empresarial, os valores da classe trabalhadora, o que, por certo, em muito, pode contribuir para uma política de investimentos que não almeje apenas o ganho financeiro, mas que priorize, o quanto possível, os empreendimentos produtivos e exija uma maior responsabilidade social das empresas para as quais serão carreados os recursos dos fundos de pensão (Lima, 2004).

Os recursos dos fundos de pensão, por destinarem seus resultados aos trabalhadores e serem oriundos de poupanças deles próprios e/ou de seus empregadores, ou de ambos conjuntamente, devem ser geridos, primordialmente, pelos trabalhadores.

Como os fundos de pensão detêm vultosos recursos que são aplicados nos mercados (financeiro, imobiliário, etc), nada mais natural o interesse de vários segmentos empresariais em estabelecer relações comerciais com essas entidades.

O caráter de trabalhador assalariado, que demarca a maioria dos proprietários dos recursos dos fundos de pensão, e a sua particular vocação de poupador previdenciário deveriam levar à evidência de que aquele singular proprietário não ostenta as mesmas aspirações do capitalista.

Na economia, são os recursos e não as possibilidades de investimento que são escassos. O que se quer dizer com isso é que sempre haverá inúmeras possibilidades de investimento, com as mais diversas taxas de retorno e de risco. Não se deve investir, de maneira agressiva, em recursos de longo prazo para serem recebidos pelas pessoas em suas velhices. A expectativa de taxas de retorno elevadas traz consigo grandes riscos. Ser conservador no investimento desses recursos é proteger o benefício dos participantes no futuro (Oliveira, 2000).

Esses investimentos, uma atividade-meio, possuem o efeito político colateral de tornar os trabalhadores participantes interessados na economia, no crescimento das empresas e do país, uma vez que, em essência, são eles os titulares das ações das empresas de que os fundos de pensão participam.

Considerando que os fundos de pensão podem aplicar em investimentos de longo prazo, que o Brasil tem uma grande diferença social e que os investimentos de longo prazo podem gerar muito mais emprego e renda do que os de curto prazo, existem pessoas que advogam a aplicação de recursos dos fundos de pensão em investimentos que gerem emprego e renda, principalmente para as classes menos favorecidas (Abreu, 2000).

Este estudo tem como justificativa discutir os investimentos dos fundos de pensão a partir dos seguintes pontos: social, no sentido de refletir sobre as diferentes alternativas de previdência proposta pelos fundos para o conjunto da sociedade; científico, contribuindo para o aprofundamento do debate acadêmico; e, pessoal, pela identificação profissional com o tema.

O objetivo geral desta dissertação é demonstrar política de investimentos dos fundos de pensão dirigida para aplicações que promovam desenvolvimento nacional, geração de empregos, preservação dos direitos dos trabalhadores e preservação do meio ambiente, assegurando sempre a rentabilidade adequada, exigindo a participação de representantes nas empresas, em consonância com os interesses dos participantes.

Já os objetivos específicos são: discutir, a partir de uma revisão da literatura econômica sobre os fundos de pensão, a relação dessas entidades com o crescimento e o desenvolvimento econômicos; apresentar os sistemas previdenciários mundial e brasileiro, desde as suas primeiras manifestações, mostrando a sua evolução, os principais problemas e a sua atual estrutura, com destaque para a previdência complementar; definir conceitos que estão sendo incorporados ao sistema de previdência complementar; e, identificar as restrições às alocações dos recursos dos fundos de pensão em projetos com preocupações socioambientais.

A metodologia usada é o estudo de caso para responder o problema da pesquisa, que é discutir que fundamentos determinam que as aplicações de longo prazo relacionadas ao financiamento produtivo do país e com preocupações socioambientais sejam freqüentemente sobrepujadas por aplicações de curto prazo, as quais remuneram apenas os ativos financeiros. Nos últimos anos, a legislação brasileira referente a investimentos tem passado por várias mudanças, seja para permitir a aplicação em novos instrumentos financeiros, seja para

estabelecer a adoção de determinados procedimentos ou instrumentos de gestão de riscos.

Esta dissertação está dividida em três capítulos: o primeiro apresenta uma revisão da literatura econômica sobre os fundos de pensão e também uma pesquisa sobre a relação dessas entidades com o crescimento e o desenvolvimento econômicos; o segundo delimita o tema e facilita a análise dos fundos de pensão, discutindo conceitos, estudando a evolução histórica da previdência no mundo e no Brasil e analisando a conjuntura atual da previdência complementar, incluindo a regulação das políticas de investimentos dos fundos de pensão brasileiros; e o terceiro faz uma investigação dos investimentos dos fundos de pensão utilizando o método de estudo de caso, que permite identificar quais são as restrições aos projetos com preocupações socioambientais, tendo como amostra as três maiores entidades do sistema de previdência complementar brasileiro, que são a Previ, a Petros e a Funcef. Ao final, são apresentadas as principais conclusões, com as delimitações e as recomendações do trabalho.

# **1 O SIGNIFICADO ECONÔMICO E SOCIAL DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Na medida em que esta dissertação pretende avaliar as restrições aos investimentos com preocupações socioambientais, é necessário estudar a literatura econômica sobre os fundos de pensão, conceituando e delimitando de forma adequada essas entidades, como também a relação desses fundos com o crescimento e o desenvolvimento econômicos.

## **1.1 Alguns tópicos econômicos sobre os fundos de pensão**

Fundo de pensão é conceituado na literatura econômica como uma espécie de pecúlio ou poupança formada por um conjunto de pequenos investidores e poupadores, com o intuito de garantir uma pensão mensal depois de um prazo determinado. Em geral, os fundos de pensão (assim como pecúlios e outros sistemas da previdência privada) são organizados por empresas financeiras que fazem aplicações com a soma do dinheiro dos pequenos poupadores. Após um período de tempo (em geral, sempre superior a 10 anos), o participante passa a ter o retorno de suas aplicações, acrescido de juros e correção, como uma espécie de complementação à aposentadoria.

Os fundos de pensão adquiriram uma importância muito grande na cena econômica e sempre são lembrados como instituições importantes na governança do capitalismo, na contemporaneidade. Nas discussões políticas e econômicas em diversos países da Comunidade Européia, verifica-se que o debate em torno dos fundos de pensão se constitui justamente em um dos pontos centrais de formatação dos projetos alternativos (Grun, 2003).

Os planos de pensão privados vêm sendo operados, há muito tempo, em muitos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento

Econômico<sup>1</sup>. Nos últimos anos, os planos expandiram-se consideravelmente, mas o que mudou, principalmente, foram as expectativas sobre eles, já que, agora, estão sendo considerados como uma resposta viável para os problemas dos sistemas de previdência pública. Espera-se que os governos continuem a ser, pelo menos, os provedores exclusivos de previdência, como nos benefícios de amparo à velhice, e capazes de cobrir as necessidades essenciais mínimas do idoso carente. O sistema de previdência complementar paga benefícios acima e além da assistência básica, e seu propósito é prover renda de aposentadoria que permita aos beneficiários manterem um padrão mínimo de vida, compatível com o que desfrutavam antes da aposentadoria, o qual poderá ser maior, se, eventualmente, o beneficiário tiver contribuído para plano de previdência individual.

O valor do benefício é a incógnita a ser determinada em função do valor é do tempo da contribuição e da rentabilidade obtida, entre outros fatores. A rentabilidade está sujeita às oscilações da economia do país e, sobretudo, dos mercados financeiro e acionário onde são feitas as aplicações. As reformas realizadas nos sistemas previdenciários da maioria dos países latino-americanos foram inspiradas nas recomendações do Banco Mundial<sup>2</sup>, que explicitou suas propostas no documento **Averting the Old Age Crisis**. Nesse documento, recomendava-se a substituição do modelo de repartição por um novo, caracterizado pela implantação de um plano privado e obrigatório de capitalização por cotas definidas individualmente para os trabalhadores. As aposentadorias passam a ser baseadas em contribuições definidas, e os benefícios dependem da acumulação dos recursos, sem prévia garantia dos valores a receber.

O próprio Banco Mundial, em 1999, parou de defender enfaticamente as mudanças recomendadas na década anterior e passou a adotar um discurso mais flexível sobre os regimes de financiamento da previdência, sustentando não haver

---

<sup>1</sup> A OCDE é uma organização internacional dos países desenvolvidos, regida pelos princípios da democracia representativa e da economia de livre mercado. A sede da organização fica em Paris, na França, sendo 30 os seus Estados-membros.

<sup>2</sup> Na América Latina, entre 1981 e 1998, Chile, Peru, Colômbia, Argentina, Uruguai, México, El Salvador, Bolívia e Venezuela seguiram as recomendações do Banco Mundial.

um modelo ideal, como atesta o trabalho **Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems** dos Economistas Joseph Stiglitz e Peter Orszag. Esse estudo apresenta uma análise dos sistemas privados de previdência classificando os mitos em três níveis: efeitos macroeconômicos, eficiência microeconômica e de economia política. Um primeiro diagnóstico criticado pelos autores refere-se à idéia de que o declínio das taxas de retorno expressa uma crise estrutural dos regimes de repartição. O Banco Mundial apontava as taxas de retorno decrescentes como um dos principais indicadores da crise dos regimes públicos de previdência. Orszag e Stiglitz questionam essa visão e argumentam que o declínio das taxas de retorno representa muito mais uma tendência natural do que uma crise estrutural do regime de repartição. A queda nas taxas de retorno está associada ao declínio na relação de dependência entre ativos e inativos. Mas essa tendência pode ser compensada por incrementos nas taxas de produtividade.

O segundo diagnóstico criticado por Orszag e Stiglitz é aquele, em que, os planos de benefício definido incentivam a aposentadoria precoce. Nesse caso, os autores observam que os regimes públicos de diversos países do mundo estabelecem idades mínimas para a aposentadoria, e, além disso, os governos têm implementado medidas que incentivam os trabalhadores a postergarem-na. Os defensores das reformas estruturais, com frequência, apresentam a possibilidade de aposentadoria antecipada como uma das vantagens dos regimes de capitalização *vis-à-vis* ao regime de repartição, o que parece incoerente com a crítica à prática da aposentadoria precoce nos sistemas públicos.

A terceira crítica refere-se à idéia de que um incentivo à privatização dos sistemas previdenciários é a existência de governos corruptos e ineficientes. Os economistas argumentam que não há por que supor que governos corruptos na administração de sistemas públicos deixam de ser corruptos na regulamentação e na fiscalização de sistemas privados. A incompetência governamental pode ser tão prejudicial aos planos privados quanto aos planos públicos. Os sistemas previdenciários constituem arranjos complexos que exigem grande capacidade de

monitoramento e grande transparência no seu gerenciamento, qualquer que seja o caráter de sua administração.

A quarta crítica diz respeito à afirmação de que os fundos públicos são sempre gerenciados de forma ineficiente. Os fundos administrados pelo Estado são impelidos a investir seus recursos em títulos estatais, que oferecem retornos inferiores à taxa de mercado e tendem a apresentar resultados negativos a médio e longo prazos. Orszag e Stiglitz ressaltam que, ao não levarem em consideração os riscos e os custos de administração, os casos apresentados em **Rethinking Pension Reform: Ten Myths About Social Security Systems** tendem a superestimar os resultados negativos dos fundos públicos e os resultados positivos dos fundos privados. Esses economistas também observam que a comparação das taxas de retorno sem levar em consideração as taxas de administração das contas individuais e os custos de transição do novo para o velho sistema não é confiável. Os custos administrativos consomem uma parte substancial das contas individuais no regime de capitalização. Além disso, como os recursos do novo regime são financiados por recursos desviados do velho regime, essas taxas de retorno deveriam considerar os custos associados à obrigação de manter o pagamento dos benefícios previdenciários dos antigos afiliados ao regime de repartição.

Orszag e Stiglitz também questionam o argumento de que as diversificações dos fundos públicos não têm efeito macroeconômico. Nesse caso, os autores observam que, apesar dos defensores da privatização apontarem a diversificação como um dos grandes benefícios dos sistemas privados, eles negam que essa diversificação também possa ser benéfica na administração dos fundos públicos. Os técnicos do Banco Mundial teriam partido do pressuposto arbitrário de que a administração pública sempre apresentará resultados ineficientes. O problema é explicar por que uma medida que é considerada eficiente na administração dos fundos privados é considerada ineficiente quando aplicada aos fundos públicos.



No que se refere às supostas virtudes dos sistemas privados, Orszag e Stiglitz questionam uma das principais teses apresentadas pelos defensores das reformas estruturais, qual seja, o regime de capitalização aumenta a poupança interna. O conceito de capitalização deve ser interpretado de duas formas distintas. Em uma definição restrita, capitalizar significa que o sistema previdenciário está acumulando reservas para serem gastas no futuro. Apenas em uma definição mais abrangente capitalizar significa aumentar a poupança interna. Ao tratar dessa questão, Orszag e Stiglitz oferecem dois exemplos básicos: o primeiro no plano da poupança individual e o segundo no plano da poupança interna. Se uma pessoa acumular recursos no sistema de capitalização retirando recursos de outro tipo de investimento, a poupança interna permanece inalterada. Igualmente, se para compensar a perda das contribuições dos afiliados que migraram para o regime de repartição, o Estado recorre ao endividamento público, a poupança interna, a curto e médio prazos, permanece inalterada. Sendo assim, segundo esses autores, ainda que o Banco Mundial esteja correto em afirmar que o regime de repartição não contribui para o aumento da poupança interna, tampouco pode ser demonstrado que a transição para o regime de capitalização promoverá, a curto e médio prazos, o aumento da poupança interna, como propõem os defensores das reformas estruturais.

Os economistas também criticam o pressuposto adotado pelos técnicos do Banco Mundial de que a privatização dos sistemas públicos teria um impacto positivo sobre o mercado de trabalho. Nesse ponto, Orszag e Stiglitz advertem que esse tipo de análise desconsidera os custos de transição do velho para o novo sistema. Com efeito, o aumento da carga tributária para financiar os custos de transição da reforma também provoca distorções no mercado de trabalho. Nessa perspectiva, a privatização da previdência reduziria apenas artificialmente o impacto negativo do “imposto previdenciário” sobre o mercado de trabalho.

A última crítica elaborada por Orszag e Stiglitz refere-se à idéia de que a competição assegura baixos custos administrativos. Neste caso, os autores argumentam que a competição apenas evita os lucros excessivos, mas não garante preços baixos. Por outro lado, os autores observam que mesmo os sistemas centralizados admitem a competição no setor de previdência complementar, com a vantagem de não precisarem incorrer nos elevados custos da descentralização total do sistema.

Essa síntese do debate sobre os supostos vícios dos sistemas públicos e virtudes dos sistemas privados tem como objetivo demonstrar as limitações técnicas e teóricas que circunscrevem o debate sobre a previdência.

Um estudo de Helmut Schwazer (1998)<sup>3</sup>, que discute o paradigma e os mitos dos fundos de pensão chilenos, conclui que a “solução” adotada no Chile, que prometia superar os riscos e os problemas do envelhecimento populacional, na realidade, significou a individualização do problema, transformado em um ônus severo à sociedade, à medida que diversos participantes dos fundos de pensão chilenos não conseguem obter nenhum benefício ou apenas benefícios irrisórios. O mesmo estudo destaca o deslocamento do equilíbrio do poder do sistema previdenciário para os conglomerados financeiros, redirecionando uma volumosa poupança compulsória, enquanto o Estado permanece como devedor de última instância, administrando uma rede de proteção social e mínima e outra para oligopólios privados.

Os fundos de pensão exercem um papel importante na economia sob vários aspectos, tanto do ponto de vista social, pelos benefícios que proporcionam aos seus participantes e pelo papel que desempenham na criação de empregos, quanto do econômico, por serem o mais importante investidor institucional de recursos aplicados em longo prazo, essenciais à formação bruta de capital fixo da economia e à democratização do capital das empresas. Afora esses aspectos, os

---

<sup>3</sup> Atual Secretário de Previdência Social do Ministério da Previdência Social do Brasil.

fundos de pensão constituem instrumento de política de recursos humanos das empresas.

Diante do crescimento dos ativos dos fundos de pensão, como pode ser observado a partir das informações constantes na Tabela 1, e das reformas empreendidas por vários países no sentido de aumentar a importância dos regimes de capitalização, a literatura econômica, nos últimos 30 anos, tem se dedicado à análise dos efeitos dos sistemas de previdência complementar sobre a economia (Holanda, 2001).

A maioria dos países da OCDE organizou um amplo sistema público de previdência universal. A construção de um Estado de Bem-estar Social, a partir do fim da Segunda Guerra Mundial, possibilitou a organização de um sistema de previdência pública e de repartição simples. Ao lado de um sistema de saúde pública e de educação de qualidade e geral, o sistema de previdência fazia parte dos pilares desse modelo de Estado. No entanto, em muitos países, principalmente nos anglo-saxões, há muito tempo, os planos de previdência convivem com o sistema público. Porém, o desenvolvimento da indústria dos fundos de pensão, como pode ser observado na Tabela 1, é bem diferenciado nos países da OCDE.

A convocação da iniciativa privada para auxiliar a atuação estatal nos encargos da previdência social acontece nos mais diversos países. Nesse contexto, o Estado assume um conjunto mínimo de prestações, relegando à iniciativa privada a suplementação desse mínimo, ou seja, a satisfação das necessidades das camadas melhor remuneradas (Lima, 2004).

(US\$ bilhões)

PAÍSES E CONTINENTES	VALOR		
	1990	1995	2000
Estados Unidos	2.624	4.258	6.400
Canadá	198	261	440
<b>Total América do Norte</b>	<b>2.822</b>	<b>4.519</b>	<b>6.840</b>
Reino Unido	616	879	1.261
Holanda	237	327	447
Suíça	179	280	501
Alemanha	106	140	199
Suécia	77	80	136
França	22	74	78
Itália	59	61	81
Dinamarca	40	61	113
Irlanda	11	25	29
<b>Total da Europa</b>	<b>1.347</b>	<b>1.927</b>	<b>2.845</b>
Japão	574	1.263	1.926
Austrália	53	120	242
Hong Kong	13	28	80
Outros	31	67	116
<b>Total Ásia/Oceania</b>	<b>671</b>	<b>1.478</b>	<b>2.364</b>
<b>América Latina</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>216</b>
<b>África/Ásia (outros)</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>300</b>
<b>TOTAL</b>	<b>4.905</b>	<b>8.140</b>	<b>12.565</b>

**Tabela 1 - Reservas dos fundos de pensão em países e continentes selecionados-1990-2000**

FONTE: ABRAPP/ICSS/SINDAPP, 2002.

As informações da Tabela 1 representam o montante de recursos dos fundos de pensão no mundo, onde se constata que os EUA possuem mais de 50% desses recursos. Os fundos de pensão estão consolidados, nos Estados Unidos e no Canadá, pelo patrimônio acumulado por eles próprios. Nos Estados Unidos, a tradição de investimentos individuais é forte, com metade das ações nas mãos de pessoas físicas. A maior parte do restante das ações está nas mãos de seguradoras, fundos mútuos e fundos de pensão de benefício direto, por meio dos quais as empresas investem. Os planos de aposentadoria norte-americanos são desenhados em torno de três partes: a seguridade social, garantida pelo Estado, que oferece cobertura para virtualmente todos os trabalhadores, os planos de

aposentadoria oferecidos pelos empregadores e a aposentadoria dos trabalhadores individuais (Monks, 2001).

Segundo Martyn (1996), no final do século XX, os Estados Unidos apresentavam uma tendência de crescimento dos planos de contribuição definida e a transferência de riscos para os empregados, via transformação dos planos de benefício definido para contribuição definida. Alguns planos de benefício definido, que pagam anuidade, têm sido convertidos em planos que pagam benefícios de uma única vez. Finalmente, há uma ênfase crescente na responsabilidade dos empregados quanto ao planejamento e ao financiamento de sua aposentadoria.

De acordo com Rosenberg e Faria Júnior (1995), em todos os países da Comunidade Européia, existe um regime básico de previdência, administrado pelo governo e regido pelo sistema de repartição. A aposentadoria é por idade, e a maioria dos regimes é por contribuição, havendo também regimes universais, complementados, ou não, por contributivos. Há, ainda, em todos os países, um sistema complementar, que pode, ou não, ser compulsório. Existem esquemas complementares compulsórios administrados pelo setor público, e outros, pelo setor privado, sendo, em alguns casos, regidos pelo sistema de repartição, e, em outros, pelo de capitalização. Nos esquemas voluntários, adota-se, em geral, o regime de capitalização, e sua abrangência guarda forte relação com a forma como são estruturados os regimes compulsórios, tanto o básico quanto o suplementar.

No Reino Unido, o sistema previdenciário público, que adota o regime de repartição, provê uma pensão de valor igual pago a todos os beneficiários e também uma pensão complementar, relacionada ao valor dos rendimentos recebidos pelo trabalhador. A participação no sistema complementar é obrigatória, sendo permitido ao empregador o desligamento, caso filie seus empregados a um esquema de pensão de empresa complementar, cujos benefícios sejam pelo menos iguais aos oferecidos pelo regime complementar público, e obtenha a permissão do sindicato ao qual seus empregados estão associados. Os recursos

desses fundos de pensão das empresas geralmente são administrados por empresas de seguros, seguindo o sistema de capitalização. Os esquemas voluntários precisam ser aprovados pelo poder público, ser organizados na forma de um *trust fund*<sup>4</sup> e receber contribuições das empresas patrocinadoras, para obterem tratamento fiscal privilegiado. A opção mais comum entre as grandes empresas é a de formar um *trust fund* próprio, enquanto as pequenas empresas costumam entregar sua administração a seguradora (Lima, 2004).

Na Alemanha, que não tem tradição em fundos de pensão como pode ser observado pelas informações da Tabela 1, existem a seguridade básica do Governo e várias formas de estabelecimento de pensão suplementar voluntária: acordos coletivos entre sindicatos e empregadores, ou associação de empregadores, entre empregadores e conselhos de trabalhadores, ou, ainda, contratos individuais ou de grupo entre o empresário e os trabalhadores. O modelo de pensão suplementar mais utilizado pelas empresas é o do compromisso direto, através do qual a empresa realiza um aporte em seu balanço, que será descontado dos lucros, quando do pagamento de impostos, e utiliza esses recursos no financiamento do pagamento de pensões. As grandes empresas, em geral, constituem fundos de pensão na forma de instituição independente, organizada como uma companhia de seguros mútua e não lucrativa. Existem, também, os fundos de suporte, que permitem ao empregador maior liberdade na forma de determinar os benefícios, com obrigatoriedade de participação dos empregados na administração, pois estes arcam com um terço das contribuições. Finalmente, o empregador pode também estabelecer um contrato com uma companhia de seguro de vida (Rosenberg, 2005).

Na França, que possuía, em 2000, US\$ 78 bilhões de reservas em fundos de pensão, conforme as informações apresentadas na Tabela 1, existem a seguridade social governamental, de caráter contributivo e gerido pelo regime de

---

<sup>4</sup> Forma de organização empresarial na qual uma propriedade é doada, ficando aos cuidados de um administrador, para proveito de um beneficiário. A propriedade é entendida num sentido amplo, podendo ser títulos, ações, dinheiro ou bens imóveis. O beneficiário pode ser um grupo de pessoas ou uma organização.

repartição, os esquemas suplementares compulsórios, administrados pelo setor privado, e os voluntários, que se restringem a altos escalões de grandes empresas e a certas categorias de servidores públicos. A busca de proventos de aposentadoria mais compatíveis com a remuneração de atividade fez surgirem planos de previdência individuais para a velhice, os quais são estimulados pelo governo por intermédio de benefícios fiscais (Lima, 2004).

Na Itália, o governo incentiva os esquemas de pensão suplementar, ainda de pouca importância, devido aos bons benefícios das pensões públicas. Os esquemas suplementares podem ser estabelecidos através de acordos coletivos, privilegiando uma categoria de trabalhadores, de associações de profissionais autônomos, de empresas individuais ou de trabalhadores do setor público. Têm que se organizar sob a forma de fundos de pensão, devendo seus recursos serem separados dos de seus patrocinadores. Há, ainda, fundos patrocinados pelo setor público a autônomos ou a trabalhadores individuais, que não têm a oportunidade ou não desejam participar de um fundo de pensão coletivo ou de empresas. O incremento do modelo de previdência complementar revela-se uma alternativa à crise no seu sistema previdenciário, pois a referida nação é a que, dentre as 10 mais industrializadas do Ocidente, apresenta um processo de envelhecimento da população mais acentuado (Baima, 1998).

O Japão passa por modificações no seu sistema previdenciário. O sistema previdenciário, o qual se divide em duas partes. A primeira corresponde à pensão básica, comum a todos. Um terço do custo é responsabilidade do Estado, e o restante é obtido por meio de contribuições individuais. A segunda parte difere de acordo com a ocupação do contribuinte. Empregados do setor privado participam de um sistema de pensão especial, já os estudantes e os autônomos podem participar do fundo de pensão nacional.

Na América Latina, que não tem grandes reservas em fundos de pensão, comparada com os outros continentes, conforme informações da Tabela 1, o Chile é o país que desponta. Ele adotou um modelo no qual, a partir de uma

determinada data, entrou em vigência um regime privado de capitalização obrigatório para os novos trabalhadores e optativo para os empregados ligados ao sistema estatal de repartição, sendo oferecidos incentivos muito atraentes para adesão ao novo sistema. Segundo Estrada (1995), com o encaminhamento de quase todas as contribuições para o novo regime, o sistema de distribuição ficou sem financiamento, e o Estado teve de cobrir o déficit para que todos os benefícios pudessem ser pagos, o que representou um custo anual adicional de cinco pontos percentuais do Produto Interno Bruto. O governo assumiu uma dívida referente ao tempo anterior dos trabalhadores que se transferiram ao novo sistema, o equivalente a 40 pontos percentuais do PIB, embora seu pagamento somente deva ser efetuado à medida que os trabalhadores se aposentem. Na Argentina, existe uma previdência estatal sujeita ao regime de repartição simples, financiada por contribuições dos empregados e empregadores, e um sistema privado de capitalização individual compulsória, financiado pelo próprio trabalhador.

Dependendo do contexto em que estão inseridos, vários fatores podem ser levantados para destacar a importância dos fundos de pensão na economia. Em mercado de capitais, por exemplo, essas entidades se destacam por serem um dos mais importantes investidores institucionais, dispendo de grande volume de recursos para serem aplicados no setor produtivo. Dessa forma, é esperado que o fator volume de investimento tenha uma relação importante com a quantidade de entidades existentes, fazendo com que a expansão dessas entidades seja uma preocupação a mais para a economia (Barros, 2003).

As EFPC<sup>5</sup>, conhecidas como fundos de pensão, são instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores, que, com o

---

<sup>5</sup> Lei Complementar nº 109, de 29.05.01 – “Art. 31. As entidades fechadas são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, exclusivamente: I – aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e II – aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores”.



objetivo de valorizar seus patrimônios, aplicam suas reservas em vários ativos, respeitados os limites legais estabelecidos pelo Banco Central.

No Brasil, os fundos possuem R\$317,1 bilhões de reservas, conforme informações constantes na Tabela 2, e detêm participação acionária em mais de 200 companhias, que se orientam pela busca de geração de valor para os acionistas e pela contribuição ao crescimento econômico do País. Os fundos de pensão atuam, para alcançar tais finalidades, no sentido de reforçar o conjunto de práticas de proteção aos investidores, aos empregados, aos credores e aos fornecedores, facilitando o acesso das companhias ao mercado de capitais, inclusive externo, bem como no sentido de proporcionar uma estrutura com objetivos empresariais definidos e de orientar a empresa para um crescimento sustentado e uma postura socialmente responsável (Pinheiro; Paixão; Chedeak, 2005).

As informações da Tabela 2 apresentam o crescimento dos investimentos, desde a metade da década de 90. O crescimento dos ativos dos fundos de pensão, bem como o de suas aplicações, tem sido notavelmente influenciado pelo desenvolvimento dos mercados financeiros e pela evolução da legislação pertinente. No cenário brasileiro, constata-se uma profissionalização crescente nas administrações financeiras dos fundos de pensão. Uma das conseqüências desse fato é a exploração cada vez maior das possibilidades de aplicação de recursos proporcionadas pelos mercados de ativos nacionais. O número de filiados e as contribuições mensais também geram crescimento dos ativos e estão intimamente relacionados. À medida que novos participantes se filiam aos fundos, automaticamente passam a contribuir (Pereira; Miranda; Silva, 1997).

Novos agentes ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, e investidores externos. Arranjos societários são estabelecidos envolvendo a participação desses atores, e, nesse contexto, novas formas de governança tornam-se presentes na economia brasileira (Filho, 1997).

PERÍODOS	INVESTIMENTOS (R\$ milhões)		VARIAÇÃO	VARIAÇÃO
	Inicial	Final	%	MÉDIA ACUMULADA %
1996	57.461	71.672	24,7	24,17
1997	71.672	86.861	21,2	23,17
1998	86.861	90.757	4,5	18,20
1999	90.757	115.124	26,8	19,89
2000	115.124	130.077	13,0	18,71
2001	130.077	154.578	18,8	18,73
2002	154.578	168.498	9,0	17,46
2003	168.498	216.180	28,3	18,62
2004	216.180	255.788	18,3	18,59
2005	255.788	295.250	15,4	18,30
Abr./06	295.250	317.156	7,4	17,40

**Tabela 2 - Crescimento dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros-1996/06**

FONTE: ABRAPP/ICSS/SINDAPP, 2006.

Esses fundos poderiam contribuir no sentido de criar, no Brasil, um mecanismo a partir do qual a classe média, coletivamente, tivesse acesso à propriedade das grandes empresas, ajudando a pulverizar seu controle, fazendo-as públicas e tornando o mundo empresarial, assim como o mercado financeiro, mais desconcentrado (Grun, 2003).

De acordo com a literatura econômica, a importância da previdência complementar estaria também no aprimoramento do sistema financeiro e do mercado de capitais. Holzmann (1997) defende que o estímulo dado pelos sistemas de previdência complementar ao desenvolvimento do mercado de capitais contribui para uma melhor alocação de recursos, o que poderia impulsionar o crescimento. Barr (2001) argumenta que os objetivos de longo prazo, próprios dos fundos de pensão, criam uma demanda permanente por inovações financeiras e por melhores práticas de governança corporativa, estimulando a modernização dos mercados de capitais. Num processo de retroalimentação, mercados financeiros eficientes, dotados de arcabouços regulatórios e supervisões eficazes, permitem uma melhor alocação de recursos e

riscos às entidades de previdência complementar. A previdência complementar gera um círculo virtuoso: o crescimento dos ativos dos fundos de aposentadoria leva ao crescimento do mercado de capitais e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais doméstico, mais eficiente torna-se a alocação de riscos. Blommestein (2001) argumenta que o desenvolvimento da previdência complementar não apenas contribui para o crescimento do mercado de capitais, mas também altera sua estrutura. O crescimento da previdência complementar tende a mudar a composição dos portfólios, no sentido de uma maior participação de ativos de longo prazo e, conseqüentemente, de maior retorno. Estimula a demanda por papéis de longo prazo, facilitando o desenvolvimento do sistema de financiamento habitacional, a securitização de dívidas e a própria colocação de títulos de longo prazo, em particular, a rolagem da dívida pública interna. O fortalecimento desse gênero de entidade é peça essencial da retórica de justificação do capitalismo moderno.

Não é papel da previdência complementar fechada apenas apresentar respostas para problemas macroeconômicos de déficits atuais ou esperados pelos sistemas públicos de previdência. Seu papel, sobretudo é atender às necessidades de empregadores e empregados, já que ambos consideram que os fundos oferecem vantagens significativas, principalmente relacionadas à constituição de reservas e à flexibilidade dos planos.

Fundos de pensão não atuam como instituições financeiras, mas administram recursos de terceiros. Dessa forma, é importante que adotem uma gestão de riscos integrada, em que os diferentes componentes participem do processo de otimização. Tais entidades têm propósitos distintos dos de bancos e, por conseqüência, não somente mantêm investimentos com prazos mais longos de maturação, como também enfatizam o equilíbrio atuarial e não a obtenção de lucros (Boulier; Dupré, 2003).

Um dos aspectos freqüentemente estudados refere-se ao impacto da previdência privada sobre a poupança nacional. Argumenta-se que a criação de

planos individuais, de preferência aqueles de contribuição definida – nos quais os benefícios são vinculados ao potencial de contribuição dos participantes – constituem uma saída para a ação do efeito demográfico sobre os regimes de repartição simples. A acumulação de recursos teria, portanto, um efeito sobre a poupança nacional, incentivando o investimento e o crescimento econômico.

Preservada a estabilidade econômica, uma das principais tarefas das políticas do governo é buscar mecanismos de poupança interna capazes de financiar o investimento privado. Dentre as soluções, deve-se dar maior atenção aos fundos de pensão e à regulamentação do mercado de capitais, com vistas ao acesso das pequenas e médias empresas a instrumentos de capitalização. Faz-se oportuno viabilizar novas formas de financiamento no País e modernizar o mercado de capitais.

Os fundos de pensão são potenciais agentes ofertantes de fundos para o financiamento de longo prazo na economia brasileira, possuindo uma relação com o crescimento econômico e o desenvolvimento. Essa potencialidade não se concretiza de forma natural, sendo necessário abordar a relação dos fundos de pensão com o processo de incremento da produção de bens de uma economia acompanhada de transformações estruturais e sociais, de inovações tecnológicas e empresariais, induzindo, através de regras normativas, regras tributárias e formato dos instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais.

## **1.2 Fundos de pensão e sua relação com o crescimento e o desenvolvimento econômicos**

O Estado foi um dos principais financiadores do crescimento econômico brasileiro, quer investindo na instalação de empresas (empresas estatais), quer disponibilizando recursos para que empresários pudessem fazer seus investimentos, muitas vezes com taxas de juros abaixo do mercado. O Estado necessita de poupança para investir e de fontes privadas que possam financiar o crescimento econômico. Os fundos de previdência podem ser essas fontes. Porém, para que sejam financiadores do crescimento econômico, esses fundos

têm que aplicar boa parte de seus recursos em investimentos produtivos, que aumentam a capacidade produtiva.

O sistema de pensão pode ser visto como um serviço financeiro, acreditando-se que a evolução desse sistema esteja, pelo menos em parte, condicionada pela própria dinâmica do setor financeiro. Em diversos estudos sobre desenvolvimento econômico, a argumentação é que existe uma relação entre o nível do desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico (Barreto; Castelar, 1997).

Os fundos de pensão e os fundos mútuos controlam uma parcela cada vez maior do capital das grandes empresas, mas orientam-se pela lógica do curto prazo, o *short-termism*, por isso, pressionam para reduzir parte dos lucros destinada aos investimentos. A reação das empresas é reduzir, cada vez mais, os salários e tornar o trabalho flexível. Para dar “boas notícias” aos acionistas, os administradores promovem processos de “reengenharia”, que consiste em demitir, aposentar precocemente e tentar manter a produção com 20% dos trabalhadores empregados antes do processo (Chesnais, 1998).

O papel dos fundos privados de pensão varia consideravelmente de um país para outro, contudo o seu desenvolvimento está intimamente relacionado aos sistemas públicos. Deve-se notar que, se, por um lado, os fundos são vistos freqüentemente como uma resposta para os problemas que os sistemas públicos enfrentam, por outro, não constituem a única solução. Existem muitas maneiras de se realizar a reforma do sistema público, incluindo a utilização parcial de métodos de capitalização, como também de instrumentos tradicionalmente usados para ajustar benefícios e contribuições.

A OCDE estabeleceu diretrizes ou boas práticas para regulação dos fundos de pensão, compostas de 15 princípios, que foram discutidos e acordados entre representantes de 30 países. Os princípios são recomendações genéricas, sem nenhum modelo específico, devendo ser adaptadas às realidades locais. O

aparato regulatório deve ser dinâmico, flexível e eficiente. Seus objetivos primordiais devem ser a garantia dos direitos dos participantes, a viabilidade do sistema e a estabilidade da economia. A regulação dos fundos de pensão deve ocorrer de forma consistente com o desenvolvimento da infra-estrutura dos mercados financeiros.

Quanto aos direitos dos participantes, os princípios recomendam: acesso não discriminatório (idade, salário, gênero, tempo de serviço, estado civil, tipo de relação de trabalho); proteção aos direitos adquiridos; portabilidade de direitos que é essencial quando há mobilidade no mercado de trabalho; regras de indexação dos benefícios, que devem ser incentivadas, como também deve ser encorajada a criação de mecanismos para proteção dos participantes, em caso de saída antecipada do plano, especialmente quando a adesão não é voluntária; e proteção em caso de aposentadoria antecipada. Outros princípios básicos são: o estímulo à autofiscalização; o estímulo à competição; a liberdade de escolha do participante; os baixos custos operacionais; a transparência de informações; a educação dos participantes; regimes fundados em regras flexíveis; a adesão (por dispositivo estatutário, ou não) aos princípios de governança; o impacto da participação ativa dos participantes no comportamento da entidade; e a governança dos próprios fundos de pensão e o papel dos administradores.

Quanto aos investimentos, as diretrizes da OCDE recomendam: compatibilidade entre segurança e rentabilidade, com diversificação e dispersão de investimentos e riscos; incentivo à adoção de regras prudentes e, se necessário, limites quantitativos; liberalização de investimento internacional; restrição ao auto-investimento; e incentivo à gerência por risco. Deve se promover o aumento da confiança no moderno e efetivo gerenciamento de risco para fundos de pensão e outras instituições relacionadas com o pagamento de benefícios previdenciários. O desenvolvimento de técnicas de gerenciamento entre ativos e passivos deve receber também a devida atenção. O patrimônio dos fundos de pensão tem que estar legalmente segregado daquele do patrocinador.

A OCDE, nos seus princípios, recomenda que um corpo apropriado de supervisores, devidamente financiado e com equipe adequada, deve ser estabelecido com o objetivo de conduzir, quando relevante, supervisão direta e indireta, pelo menos para algumas categorias de fundos e, em particular, quando problemas são detectados. A supervisão deve ser dotada de adequado poder regulatório e fiscalizatório sobre cada plano individualmente, com o objetivo de prevenir desperdício de recursos em função de irregularidades no seu uso. Os serviços dos atuários independentes, das empresas custodiantes e dos conselhos fiscais devem ser promovidos dentro de uma estrutura regulatória apropriada. Isso inclui a necessidade de aplicação de um método de compatibilização entre ativo e passivo dos fundos, tanto no aspecto institucional quanto no funcional, e a consideração da relevância dos princípios relacionados à diversificação, à dispersão, à maturidade e ao equilíbrio financeiro. A regulação quantitativa, “o princípio da pessoa prudente”, deve ser cuidadosamente avaliada, considerando os objetivos de segurança e rentabilidade dos fundos de pensão. Os investimentos na própria empresa patrocinadora devem ser limitados, a menos que existam salvaguardas adequadas. Deve ser promovida a liberalização da aplicação de recursos dos fundos de pensão em investimentos no exterior, mas sujeita aos princípios do gerenciamento prudente. A necessidade de seguro de insolvência e/ou outros mecanismos de garantia têm que ser devidamente avaliados. Esses mecanismos podem ser recomendados em alguns casos, mas dentro de regras adequadas. A utilização de mecanismos de seguro (em grupo e resseguro) deve ser estimulada. Mecanismos adequados de liquidação devem ser colocados em prática. Acordos (incluindo, quando necessário, prioridade de direitos creditórios para fundos de pensão) devem ser postos em prática para assegurar que as contribuições devidas ao fundo pelo empregador sejam pagas, em caso de sua insolvência, de acordo com as leis nacionais.

Os princípios apontam, ainda, que os participantes devem ser informados sobre o uso indevido dos benefícios de aposentadoria (em particular, nos casos de

prestação única, ou pecúlio) e sobre a forma adequada de assegurar seus direitos. A transparência sobre a composição das contribuições, do desempenho dos planos e das modalidades de benefícios deve ser especialmente promovida em casos de planos de benefícios individuais.

As orientações da OCDE podem induzir os governos a promoverem o uso de fundos de pensão, levando em conta as características específicas dos países ou indústrias. Em muitos países da OCDE, o tratamento tributário dado aos fundos de pensão permite a dedução das contribuições do empregador e do empregado, enquanto a renda dos investimentos desses fundos está isenta, e os impostos são pagos somente sobre benefícios. Essa composição das contribuições tem sido considerada um importante incentivo para prover rendas de aposentadoria. Os governos também podem tornar obrigatórios os fundos privados para os empregados e/ou empregadores, por meio de planos relacionados ao vínculo empregatício ou de planos individuais.

As informações constantes na Tabela 3 revelam a importância dos fundos de pensão na América do Norte, com os ativos dessas entidades representando 70% do PIB. No Canadá, em algumas províncias, como Quebec, os fundos de pensão organizados e dirigidos por federações e sindicatos dos trabalhadores tornaram-se a principal instituição de capital de desenvolvimento da província. Quebec dispõe de um regime de previdência mista: uma cobertura pública obrigatória e uma cobertura complementar privada de contribuição voluntária, administrada, principalmente, por meio de uma série de instituições financeiras de vocação coletiva. Desde sua criação, em 1965, a Caixa de Depósito e Emprego de Quebec, responsável pela cobertura pública, teve a ela confiada uma dupla missão: gerenciar os fundos da Administração de Rendas de Quebec de uma maneira prudente e favorecer o desenvolvimento econômico da província, investindo em suas empresas geradoras de emprego (Gendron, 2002).



PAÍSES E CONTINENTES	ATIVOS (US\$ bilhões)	% do PIB
Estados Unidos	7.243	71
Canadá	438	63
<b>Total da América do Norte</b>	<b>7.681</b>	<b>70</b>
Argentina	10	4
Brasil	64	13
Colômbia	6	7
Chile	35	53
Peru	4	7
<b>Total da América do Sul</b>	<b>119</b>	<b>12</b>
Japão	1.926	46
Austrália	242	68
China – Hong Kong	80	49
<b>Total da Oceania/Ásia</b>	<b>2.248</b>	<b>48</b>
Alemanha	126	7
Dinamarca	135	84
Finlândia	23	20
França	49	4
Holanda	431	113
Irlanda	35	34
Itália	27	3
Noruega	113	70
Reino unido	930	65
Suécia	224	107
Suíça	198	80
<b>Total da Europa</b>	<b>2.291</b>	<b>33</b>
<b>TOTAL</b>	<b>12.339</b>	<b>52</b>

**Tabela. 3 - Ativos dos fundos de pensão em países e continentes selecionados - 2001**

FONTE: FIAP, 2002.

Pension & Investment, 2002.

Merryll Lynch, 2002.

BID, 2002.

Os fundos de pensão, na Austrália, representam 68% do PIB, conforme informações constantes na Tabela 3, e introduziram seu sistema de garantia de

aposentadoria em 1992. A partir de 2002, os empregadores têm que contribuir com 9% do pagamento de seus empregados para uma conta de contribuição definida. Somente trabalhadores de baixa renda, que ganham menos que A\$ 5,400 por ano, estão isentos. O mandato de aposentadoria permite a participação de uma variedade de fundos diferentes, mas os trabalhadores devem ser associados de fundos fechados (planos coletivos que cobrem um número de companhias diferentes), ou de controle fiduciário (contas individuais oferecidas, principalmente, por firmas tradicionais de serviços financeiros) (Gendron, 2002).

Na Dinamarca, como nos demais países nórdicos, os fundos de pensão possuem grandes ativos, conforme pode ser visualizado na Tabela 3. Nesse país o sistema previdenciário é assistencial, com todas as despesas correndo por conta do Estado. Os reajustes são feitos anualmente, de acordo com a inflação. A previdência social, na Dinamarca, vai além do sistema público básico. Em 1964, o governo criou o segundo pilar previdenciário para os trabalhadores, um programa de pensão suplementar compulsório, baseado no regime de contribuição definida. As contribuições para o sistema são divididas entre empregado e empregador, tendo também a participação do governo e equivalendo a cerca de 9% do salário do trabalhador. O empregado participa com um terço, o empregador, com dois terços e o governo contribui com um valor máximo de cerca de US\$300 ao ano por trabalhador de período integral. Em 1999, o governo dinamarquês criou o terceiro pilar de previdência social, um programa também compulsório, de poupança previdenciária individual. Nesse sistema, o empregado, ou o profissional autônomo, participa com 1% do total de seus rendimentos, não havendo contribuição do empregador e nem do governo. Além desses três pilares, empresas e indústrias oferecem outros planos de previdência complementar privados, acordados entre os empregados e os empregadores (Gendron, 2002).

Os operadores financeiros desse tipo qualitativamente novo têm sido, de longe, os principais beneficiários da “globalização financeira”. Nem por isso eles se desinteressam da indústria. Parte significativa de seus gigantescos ativos

financeiros está sob forma de pacote de ações. Estes são de maior ou menor vulto, mas sempre suficientes para ditar a política econômica e as estratégias de investimento dos grupos industriais em questão. É o novo problema da chamada "corporate governance".

A aplicação de recursos em projetos de infra-estrutura pode representar oportunidade de investimentos para os fundos de pensão, desde que se tenha um marco regulatório setorial estável, taxas de retorno no nível praticado pelo mercado, e mecanismos de entrada e saída em prazos ajustados às obrigações passivas dos planos de benefícios e que incorporem as melhores práticas de governança corporativa (Pinheiro, 1994).

Pela vocação natural para o alongamento do perfil das suas aplicações, os recursos das entidades fechadas de previdência complementar podem possibilitar o desenvolvimento do mercado de capitais por meio de condições de financiamento às empresas, essenciais ao desenvolvimento estratégico nacional, dotando a base produtiva do país de vigor tecnológico para elevar a competitividade da economia brasileira (Pinheiro; Paixão; Chedeak, 2005).

Com relação aos fundos de pensão como geradores de poupança interna, estudo de Pereira, Miranda e Silva (1997) indica que, no regime de repartição praticado na previdência social, não ocorre poupança dos recursos auferidos pelos contribuintes, mas, sim, sua transferência para os beneficiários. Com a redução da participação da previdência social na concessão de benefícios, há uma ampliação dos planos de previdência privada, regidos pelo método de capitalização, e, com isso, estímulo à poupança e ao investimento. Essa ampliação tem um certo limite, visto que, após um dado período de crescimento dos planos de previdência privada, se atinge uma fase na qual os indivíduos começam a se aposentar e sacar os recursos dos fundos.

Singer (1996) tem uma visão menos otimista com relação ao crescimento dos fundos de pensão via criação de novos fundos, pois a decisão de criá-los se torna racional quando a empresa emprega estavelmente grande número de empregados qualificados, correndo o risco de perder alguns para competidoras, num mercado de trabalho “aquecido”. As grandes empresas estão passando, atualmente, por uma fase de *downsing*, em que grande parte dos quadros médios é despedida. Daí, o autor deduz que deve estar havendo pouca motivação das grandes empresas para instituir fundos de pensão e que essa tendência é mundial. Segue afirmando a importância de que a poupança gerada pelos fundos de pensão para produzir desenvolvimento deve ser dividida entre consumo e investimento, tal que a nova capacidade de produzir tenha uma utilização ótima. Finalmente, ressalta a vantagem dos fundos de pensão em viabilizar grande concentração de capitais, o que lhes permite realizar investimentos gigantescos, o que, provavelmente, representa a eliminação de um gargalo no processo de mobilização de capital.

Um dos principais fatores de sustentabilidade do crescimento de uma economia é possuir um volume mínimo de poupança interna de forma continuada. Conforme os dados apresentados pela Tabela 4, os ativos dos fundos de pensão brasileiros aumentam a sua participação em relação ao PIB, ao longo do tempo. Essa poupança viabiliza os investimentos, que são canalizados ao setor produtivo por meio do sistema financeiro, seja dos intermediários (bancos em geral, sociedade de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, etc), seja das chamadas instituições auxiliares (bolsa de valores, sociedades corretoras e distribuidoras, etc.).

Embora movimentem nada menos que 17,6% do PIB do País, conforme informações da Tabela 4, França (2002) argumenta que os fundos de pensão pouco têm colaborado para o crescimento da economia brasileira na era do Plano Real.

PERÍODOS	ATIVOS (R\$ milhões)	PIB (R\$ milhões)	ATIVOS/PIB %
1995	74.815	646.192	11,58
1996	86.629	778.887	11,12
1997	1.001.033	870.743	11,48
1998	101.129	914.188	11,06
1999	125.995	973.846	12,93
2000	144.025	1.101.255	13,07
2001	171.152	1.198.736	14,27
2002	189.280	1.346.028	14,06
2003	240.139	1.556.182	15,43
2004	280.517	1.766.621	15,87
2005	320.200	1.937.598	16,52
Abr./06	341.883	1.937.598	17,64

**Tabela 4 - Ativos dos fundos de pensão brasileiros em relação ao PIB-1995/06**

FONTE: ABRAPP/ICSS/SINDAPP, 2006.

A legislação que regula o portfólio de investimentos dos fundos de pensão no Brasil permite a aplicação de até 100% dos seus recursos em títulos públicos, mas limita em 5% o investimento em fundos de empresas emergentes e em 3% a aplicação em títulos rurais (agroindústrias). Essa realidade desmente o discurso governamental de estímulo ao crescimento econômico. "O próprio governo é financiado com títulos públicos. Para os investidores, aplicar nesses títulos resulta em risco pequeno, retorno bastante aceitável e com perfil de curto prazo" (França, 2002, p.15).

Os fundos de previdência privada constituem poupança, que, segundo a teoria econômica, deveria financiar o processo de crescimento econômico do país. Ou seja, pelo montante de recursos com que lidam e pelo fato de poderem trabalhar com retornos em longo prazo, os fundos de pensão deveriam ser agentes indutores do crescimento econômico (França, 2002).

Na atual conjuntura política e econômica, o capital financeiro proporciona retorno muito rápido, devido às elevadas taxas de juros. Difícilmente o investidor

sai da segurança oferecida pelos títulos públicos para investir no setor produtivo, que oferece diversos tipos de risco. Essa situação cria um círculo vicioso, em que o investimento na produção é mais arriscado e menos rentável. Com as taxas de juros elevadas, o retorno dos projetos de investimento terá que ser superior ao das fontes financiadoras. Um projeto de aplicação em capital produtivo precisa ser muito rentável para receber os recursos dos fundos, e poderia ser criado um programa público e privado de financiamento de médio e longo prazos para pequenas e médias empresas. Ao analisar os dados sobre a participação dos fundos de pensão no crescimento econômico do país, conclui-se que a poupança tem papel importante, mas é necessário observar a forma como os recursos são aplicados (França, 2002).

Os sistemas de previdência têm sido debatidos, e existem diversas abordagens. A primeira é a que enfoca os benefícios sociais desses planos. Os aspectos financeiros e atuariais também ganharam mais espaço, especialmente depois que diversos planos, por todo o mundo, começaram a apresentar problemas. Os dados provenientes dos sistemas de previdência têm sido utilizados para testes e pesquisas econômicas mais gerais. Pode-se concluir que existe uma neutralidade da previdência em relação à formação de poupança agregada. Feldstein (1984) relaciona a instauração de um sistema previdenciário à formação de poupança voluntária na economia.

O chamado “sistema de capitalização” vem sendo considerado a solução para os problemas previdenciários tanto no Brasil quanto nos demais países em que a questão aparece. Por sua vez, o sistema de repartição, que normalmente é anterior ao primeiro, tem sido sistematicamente considerado a fonte dos desequilíbrios financeiros imputados ao envelhecimento das populações nacional e mundial (Grun, 2003).

As questões mais importantes dizem respeito à orientação das decisões de investimento, bem como à intensidade da exploração dos assalariados e às formas que essa assume: demissões massivas após as operações da chamada

“reengenharia”, rebaixamento do nível salarial e instauração da mais completa precariedade no trabalho. O objetivo dos fundos é valorizar seus ativos industriais pelos mesmos critérios que os seus ativos financeiros como um todo (Grun, 2003).

Para que os fundos tenham uma participação maior no financiamento do crescimento econômico brasileiro, é necessário que se direcionem as suas aplicações para projetos produtivos, ou seja, para as empresas. Porém esses projetos normalmente apresentam perfil de risco maior do que as operações realizadas no mercado financeiro, o que pode comprometer a rentabilidade desses fundos. O grande desafio dos fundos de pensão em países como o Brasil, em termos de melhorar a gestão dos grupos econômicos nacionais, é forçar a diluição da propriedade desses grupos, possibilitando estruturas de controle melhor adaptadas a estratégias de crescimento (Rabelo, 1998).

Como os fundos de investimento possuem perfil de curto prazo, os fundos de pensão não deveriam manter neles um percentual tão grande de recursos, pois a grande vantagem dos fundos de previdência é seu perfil de longo prazo, o que lhes permite fazerem investimentos em projetos cuja maturação se dará no médio e no longo prazo, e que podem alavancar o crescimento econômico. Enquanto for permitido que fundos de pensão apliquem grande parte de seus recursos em fundos de investimento, a sua participação no financiamento do crescimento econômico não será expressiva. Discute-se, também, que toda renda que não é consumida é poupada, e toda poupança deve ser convertida em investimento. Se esse investimento é realizado de forma a aumentar a capacidade produtiva do País, esse investimento será convertido em crescimento econômico.

É necessário que na condução da política econômica, as taxas de juros não sejam tão altas (tornando os investimentos em renda fixa mais atraentes e inibindo os investimentos em renda variável) e não haja incentivos para investimentos no mercado financeiro, que são investimentos estéreis.

O público-alvo da previdência complementar seriam os trabalhadores que sofrem as maiores reduções salariais ao se aposentarem pelo sistema público.

São enormes as possibilidades de investimento desse setor, uma vez que apenas uma pequena parcela desses trabalhadores contribui para algum fundo de previdência. Rabelo (2000) defende o direcionamento dos recursos dos fundos de pensão para investimentos em setores que seriam estratégicos para o crescimento e o desenvolvimento econômico brasileiro<sup>7</sup>, o que ele chama de investimentos economicamente direcionados. Ele afirma que esses investimentos garantiriam aos fundos retornos atuariais ou até superiores, não comprometendo, assim, a sua rentabilidade, o que poderia trazer, além do crescimento, também desenvolvimento econômico. Dentre os IED que ele cita, destaca-se a construção de moradias para famílias de classe baixa. Os fundos investiriam na construção de imóveis e financiaram a compra. Como a construção civil é um setor que utiliza muita mão-de-obra pouco qualificada, esses investimentos gerariam empregos para pessoas de baixa empregabilidade, gerando renda para elas e suas famílias, aumentando a capacidade de consumo e poupança e promovendo, assim, o crescimento e o desenvolvimento econômicos, uma vez que atacariam um problema crônico, que é o déficit de moradias e o desemprego entre os trabalhadores de baixa qualificação. Argumenta, também, que esse tipo de investimento seria bastante vantajoso para a economia como um todo.

Os fundos de pensão devem ter uma lógica de investimento distinta daquela observada pelo mercado financeiro: enquanto este fixa seu objetivo na lucratividade de curto prazo, implicitamente especulativa, os fundos devem ter um horizonte mais amplo no longo prazo, referente ao pagamento das aposentadorias e pensões, implicitamente em sintonia com políticas que tenham como objetivo o desenvolvimento econômico e social.

Os fundos de pensão podem se transformar no maior instrumento de capitalização e de reorganização da poupança interna. Pelas magnitudes das somas administradas por essas entidades e pelo perfil de longo prazo de seus compromissos, esses fundos possuem a grande vocação de participar do desenvolvimento das economias. Por suas próprias características, prestam-se ao financiamento de investimentos de longa maturação, tão necessários à ampliação



da base produtiva do País. O crescimento dos ativos dos fundos de pensão, bem como suas aplicações, tem sido notavelmente influenciadas pelo desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais e pela evolução da legislação pertinente.

Concretamente, os fundos de pensão podem alavancar recursos para viabilizar investimentos em infra-estrutura e nas pequenas e médias empresas, ou até melhor, participarem do mercado de títulos federais, alongando o perfil da dívida pública.

Apesar de todas as dificuldades de dados e de informações, nota-se que os fundos de pensão têm, ainda, um papel pequeno no financiamento do crescimento econômico. Isso é consequência do direcionamento dos recursos para o mercado financeiro e não ao setor produtivo (França, 2002).

Em resumo, este capítulo abordou alguns tópicos econômicos sobre os fundos de pensão, apontando que as experiências sugerem que, embora não haja efeitos comprovados sobre a acumulação de capital, os efeitos sobre a oferta de fundos de longo prazo são bem mais evidentes. Aqui também se analisou que a natureza de longo prazo do passivo dos fundos de pensão permite uma procura por aplicações de prazo mais longo em busca de maior retorno. No entanto, não há garantia, *a priori*, de que isso de fato se concretizará, permitindo concluir que os fundos de pensão são, em tese, potenciais ofertadores de recursos de longo prazo e, com isso, poderão exercer um papel de destaque na consolidação financeira do investimento. Portanto, a despeito dos avanços teóricos e empíricos obtidos, ainda há muitos aprofundamentos a serem realizados, e o próximo capítulo abordará os conceitos que estão sendo incorporados aos fundos de pensão - a evolução histórica da previdência social -, verificando de que forma o ambiente institucional próprio de cada país se constituiu, analisando também o seu padrão de financiamento e, por fim, pesquisando as origens da instituição dos fundos de pensão no Brasil e as suas transformações estruturais.

## **2 ASPECTOS TEÓRICO-CONCEITUAIS E TRAJETÓRIA DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Para delimitar o tema e facilitar a análise dos fundos de pensão, neste capítulo, pretende-se discutir conceitos, estudar a evolução histórica da previdência no mundo e no Brasil e analisar a conjuntura atual da previdência complementar, incluindo a regulação das políticas de investimentos dos fundos de pensão brasileiros.

### **2.1 Alguns conceitos referentes aos fundos de pensão**

Alguns conceitos básicos fazem-se necessário para fundamentar as análises a que esta dissertação se propõe. Essas noções fundamentais facilitarão a compreensão dos problemas levantados e dos cenários formulados. O propósito deste tópico é, portanto, esclarecer alguns pontos acerca do sistema de previdência complementar e dos seus investimentos. Desenvolvimento sustentável, investimentos éticos, responsabilidade social, governança corporativa, plano de benefício definido, plano de contribuição definida e plano de contribuição variável serão definidos para melhor delimitar o assunto.

O primeiro conceito a ser discutido é o de desenvolvimento sustentável, que surgiu a partir dos estudos da Organização das Nações Unidas sobre as mudanças climáticas, no início da década de 70, como uma resposta à preocupação da humanidade diante da crise ambiental e social que se abateu sobre o mundo desde a segunda metade do século passado. Esse conceito, que procura conciliar a necessidade de desenvolvimento econômico da sociedade com a promoção do desenvolvimento social e com o respeito ao meio-ambiente, hoje é um tema indispensável na pauta de discussão das mais diversas entidades e nos mais diferentes níveis de organização da sociedade, como nas discussões sobre o desenvolvimento dos municípios e das regiões, correntes no dia-a-dia das comunidades. A teoria do desenvolvimento sustentável parte do ponto em que a

maior parte das teorias que procuraram desvendar os mistérios sociais e econômicos das últimas décadas não obteve sucesso. O modelo de industrialização tardia ou modernização, que ocupou o cerne de diversas teorias nos anos 60 e 70, é capaz de modernizar alguns setores da economia, mas incapaz de oferecer um desenvolvimento equilibrado para uma sociedade inteira (Gonçalves, 2005). De acordo com Brüseke (2003), a modernização não acompanhada da intervenção do Estado racional e das correções que partem da sociedade civil desestrutura a composição social, a economia territorial e seu contexto ecológico. Emerge daí a necessidade de uma perspectiva multidimensional, que envolva economia, ecologia e política ao mesmo tempo, como busca fazer a teoria do desenvolvimento sustentável.

A noção de desenvolvimento sustentável<sup>6</sup> vem sendo utilizada como portadora de um novo projeto para a sociedade, capaz de garantir, no presente e no futuro, a sobrevivência dos grupos sociais e a natureza. Uma de suas premissas fundamentais é o reconhecimento da “insustentabilidade” ou inadequação econômica, social e ambiental do padrão de desenvolvimento das sociedades contemporâneas. Essa noção nasce da compreensão da finitude dos recursos naturais e das injustiças sociais provocadas pelo modelo de desenvolvimento vigente na maioria dos países.

A idéia de desenvolvimento sustentável abriga uma série de concepções e visões de mundo, sendo que a maioria daqueles que se envolvem no debate em torno da questão são unânimes em concordar que a mesma representa um grande avanço no campo das concepções de desenvolvimento e nas abordagens tradicionais relativas à preservação dos recursos naturais.

A discussão sobre o desenvolvimento sustentável, hoje, está polarizada em duas concepções principais: a primeira com a formulação da idéia construída

---

<sup>6</sup> Relatório Brundtland, conhecido no Brasil pelo título **Nosso Futuro Comum**, publicado, em 1987, como trabalho preparatório à Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente (ECO 92).

dentro da esfera da economia, sendo que com essa referência, é pensado o social; a segunda com uma idéia que tenta quebrar a hegemonia do discurso econômico e a busca da expansão desmensurada, indo além da visão predominantemente industrial (Gonçalves, 2005). Assim sendo, pode-se conceituar o desenvolvimento sustentável como aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem às suas próprias necessidades. A estratégia de desenvolvimento sustentável visa promover a harmonia entre os seres humanos, a humanidade e a natureza.

No contexto atual, as empresas têm o desafio da conquista de níveis cada vez maiores de competitividade e produtividade, com a introdução, nas suas estratégias e metas, da preocupação crescente com a legitimidade social de sua atuação, sendo que conceitos como investimentos éticos, responsabilidade social e governança corporativa estão sendo incorporados ao setor empresarial.

Investimento ético pode ser definido considerando-se investimentos as aplicações dos recursos financeiros das entidades de previdência complementar no mercado imobiliário e mobiliário, visando a resultados que garantam os compromissos previdenciários para com os participantes e considerando éticos aqueles que levam em conta preocupações sociais e ambientais ao decidir onde aplicar tais recursos. Parte-se do suposto de que os diversos normativos legais que buscam ordenar as aplicações de tais recursos geralmente não atendem plenamente aos requisitos de uma doutrina que esteja em sintonia com os princípios e interesses da classe trabalhadora. Além da garantia da rentabilidade como contrapartida ao sacrifício dos trabalhadores na formação de suas poupanças, os investimentos dos fundos de pensão também deveriam contribuir para a criação de riquezas reais na economia, além de assegurar empregos e melhores rendas e possibilitar, igualmente, benefícios indiretos aos trabalhadores e à sociedade como um todo. Supõe-se, também, que os fundos de pensão não são iguais aos outros fundos financeiros, ainda que ambos almejem taxas de retorno em suas aplicações. Seus proprietários e suas correspondentes

aspirações são considerados distintos. Portanto, os fundos de pensão são criados para sustentar as aposentadorias futuras dos trabalhadores, esse é o benefício direto a que se propõem, logo, são instituições que servem para organizar poupança e garantir a tranqüilidade futura de seus contribuintes.

De forma bem ampla, pode ser afirmado que a responsabilidade social se constitui numa forma de conduzir os negócios da empresa de tal maneira que a torna parceira e co-responsável pelo desenvolvimento social. Uma empresa socialmente responsável é aquela que possui a capacidade de ouvir os interesses das diferentes partes (acionistas, funcionários, prestadores de serviço, fornecedores, consumidores, comunidade, governo e meio ambiente) e conseguir incorporá-los no planejamento de suas atividades, buscando atender às demandas de todos e não apenas as dos acionistas ou proprietários.

A Comissão das Comunidades Européias, no livro verde que lançou sobre a temática, define a responsabilidade social como: “Um comportamento que as empresas adaptam voluntariamente e para além das prescrições legais, porque consideram ser esse o seu interesse no longo prazo” (Comissão das Comunidades Européias, 2001, p.7). É a integração dos valores do desenvolvimento sustentável – o desenvolvimento que permite às gerações presentes satisfazer as suas necessidades, sem pôr em risco a mesma possibilidade às gerações futuras – em toda a gestão das empresas.

A responsabilidade social, tal como é definida no documento da Comissão Européia, implica uma abordagem por parte das empresas que coloca no cerne das estratégias empresariais as expectativas de todas as partes envolvidas e o princípio de inovação e aperfeiçoamento contínuo (Comissão das Comunidades Européias, 2001).

A empresa passa, assim, a ter uma relação muito mais estreita com todo o seu meio envolvente, interno e externo, e tem que justificar a sua atuação perante

todos os que contribuem para sua existência: colaboradores, fornecedores, acionistas, clientes, comunidade, etc. Muitas vezes e durante muito tempo, equivocadamente se confundiu a responsabilidade social com ações de filantropia ou de mercado, ações pontuais, e, outras vezes, desligadas do objeto de negócio da empresa. Naturalmente, essas ações podem fazer parte da responsabilidade social de uma empresa, mas, por isso, não tornam uma empresa socialmente responsável. Para começar esse percurso, é preciso fazer um diagnóstico, inventariar todos os potenciais impactos negativos da atividade, ouvir as partes interessadas e fazer um plano que estará, naturalmente, sempre em evolução e mudança. A empresa torna-se socialmente responsável à medida que concretiza esse plano, essa genuína vontade de participar e mudar. É certo que esse caminho envolve custos, mas esses custos podem e devem, cada vez mais, ser vistos como um investimento nas gerações futuras e, no curto prazo, como um investimento com claros benefícios para a solidez, a imagem, a capacidade da empresa em fazer face aos imprevistos e ao seu valor.

A responsabilidade social é um processo que nunca se esgota, sendo que o primeiro passo é fazer uma auto-avaliação que indique onde é necessário à empresa melhorar suas políticas e práticas e, a partir daí, estabelecer um cronograma de ações a serem realizadas. Projetos de responsabilidade social podem ser desenvolvidos em diversas áreas, com diversos públicos e de diferentes maneiras. Com cada um dos parceiros (acionistas, funcionários, prestadores de serviços, fornecedores, consumidores, comunidade, governo e meio ambiente), a empresa pode desenvolver atividades criativas. Entre as opções, estão a incorporação do conceito de responsabilidade social na missão da empresa, divulgando, entre os funcionários e prestadores de serviços, o estabelecimento de princípios ambientalistas, como o uso de materiais reciclados e a promoção da diversidade no local de trabalho.

Desenvolver um projeto de responsabilidade social na empresa não difere muito do desenvolvimento de um outro projeto qualquer transversal que ela já

tenha realizado. É preciso envolver e sensibilizar as pessoas necessárias, ultrapassando todas as resistências e ceticismos eventualmente existentes e, depois, criar uma equipe de trabalho, listar as diversas áreas da empresa e cruzá-las com os indicadores de responsabilidade social, fazendo um levantamento da sua situação global. É fundamental o diálogo com todas as partes envolvidas, quais sejam, os colaboradores, os consumidores e os clientes, para saber qual a imagem e as expectativas que têm da empresa. Esse levantamento, além de permitir uma visão clara da situação da empresa, permite, também, tomar conhecimento e inventariar problemáticas positivas e negativas para o projeto. A responsabilidade social leva em conta a cadeia de negócios da empresa, englobando preocupações com um público maior e o entendimento e a incorporação de todos esses interesses, às vezes contraditórios, em seus negócios. Assim, a responsabilidade social trata diretamente dos negócios da empresa e como ela os conduz.

A governança corporativa é um termo amplo, com diferentes significados para diferentes usuários. Existe um consenso geral de que uma melhor governança corporativa é um componente importante para o desenvolvimento econômico. A governança corporativa, observa a OCDE, também fornece a estrutura sobre a qual os objetivos de uma empresa são estabelecidos e os meios para alcançá-los, assim como para monitorar o desempenho fixado. Ela abrange os direitos dos acionistas, tais como, o de obter informações relevantes sobre a empresa de uma forma regular e em tempo hábil, e o de participar e votar nas assembleias gerais de acionistas. Todos os acionistas, inclusive os minoritários e os estrangeiros, devem ser tratados de forma equânime. Como consequência, negociações com informações privilegiadas e negócios abusivos entre a empresa e pessoas próximas a ela devem ser proibidas, e as violações, punidas. A amplitude de questões tradicionalmente englobadas dentro desse tema varia, muitas vezes, de uma localidade para outra. Além dos direitos dos acionistas, os princípios de governança corporativa da OCDE incluem, também, os direitos das

partes interessadas. Na definição de partes podem-se enquadrar funcionários, acionistas, credores, sindicatos, comunidades locais e executivos (Lodi, 2000).

Para Filho (2000), governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com os proprietários. A teoria que trata dessa questão teve origem nos anos 30, nos trabalhos de Berle e Means, que colocaram o clássico problema da teoria da agência. Nessa mesma época, Coase também apresentou os princípios da economia dos custos de transação, ou seja, como se delimitam os limites da firma entre produzir ela própria seus insumos ou adquiri-los no mercado, decorrendo daí questões relacionadas ao escopo vertical que a firma deve assumir. Após cerca de 40 anos de relativo ostracismo teórico dessas abordagens, a partir dos anos 70, o enfoque contratual das relações econômicas passou a despertar renovado interesse nos meios acadêmico e financeiro.

O movimento surgiu há cerca de duas décadas, quando acionistas de grandes empresas norte-americanas demonstravam insatisfação com os resultados apresentados e começaram a cobrar uma postura mais ativa dos conselhos de administração, estabelecendo a necessidade da existência de um relacionamento mais justo entre acionistas, administradores, conselheiros, credores e os diversos participantes do mercado de capital, com o intuito de determinar a direção e os objetivos das companhias e de possibilitar aos acionistas exercerem seus direitos de proprietários em igualdade nas relações entre as partes, incluindo princípios e estruturas que possibilitassem a maximização da sua riqueza e a definição de mecanismos para a criação de alto grau de transparência em suas relações.

A crise financeira asiática de 1997 e 1998 resultou no consenso geral de que as más práticas de governança corporativa nos mercados emergentes



contribuíram para a catástrofe, porque sendo bem executada, não impede dificuldades econômicas e financeiras quando fundamentos do mercado vão mal, mas permite um alerta antecipado, melhor preparo para crises e uma resposta mais adequada.

No Brasil, constata-se a adoção de um sistema híbrido - aproximação do sistema *shareholder*<sup>7</sup> no que diz respeito aos objetivos primordiais da atividade empresarial e às práticas de governança que permitem melhor alcançá-lo, em especial, a criação de valor para os acionistas; e aproximação do sistema *stakeholder*<sup>8</sup>, principalmente no tocante aos seus aspectos sociais, a relação da empresa com seus empregados, com a comunidade e as forma decorrentes de monitoramento -, embora sinalize para a supremacia do modelo anglo-saxão em sua visão contemporânea, onde se destaca a importância da existência de um quadro institucional nas corporações que aumente a capacidade de atrair investidores.

A governança corporativa aplica-se também nos fundos de pensão, e existe uma analogia entre as entidades fechadas de previdência complementar e as sociedades anônimas. Independentemente das políticas executadas pelas entidades, pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.121, as aplicações em renda variável priorizam empresas de bom nível de governança corporativa (Novo Mercado)<sup>9</sup>. Todo novo investimento deve escolher empresas do novo mercado, e as entidades fechadas de previdência complementar tendem a ser sócias minoritárias e não controladoras das empresas onde investem seus recursos. A política de investimento dos fundos de pensão, o código de ética e

---

<sup>7</sup> Acionista.

<sup>8</sup> Entidade com participação em uma empresa.

<sup>9</sup> Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Basicamente, as empresas que migram do mercado tradicional da Bovespa, para o segmento de listagem nível 1 comprometem-se a acrescentar às informações que já são obrigadas a prestar no mercado e outras de interesse dos investidores.

outros instrumentos de auto-regulamentação das aplicações podem favorecer práticas de boa governança corporativa nas empresas.

A Lei Complementar nº 109, de 28 de maio de 2001, exige que os fundos de pensão estabeleçam alguns elementos de governança corporativa na estrutura de suas entidades, como a exigência de uma estrutura que compreenda conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva, garantindo aos participantes e aos assistidos pelo menos um terço dos assentos dos conselhos deliberativo e fiscal.

É preciso conciliar necessidades de representação democrática e profissionalismo na gestão das entidades, buscando formas mais efetivas de presença e governança dos membros do conselho deliberativo no dia-a-dia. Os fundos de pensão têm que garantir melhores condições de trabalho aos órgãos de fiscalização, inclusive atribuindo ao conselho deliberativo e ao conselho fiscal a nomeação e a exoneração da auditoria interna e transformar as instâncias deliberativas em espaço efetivo de discussão e formulação de políticas, pois, até hoje, não raramente, elas têm refletido posições preconcebidas das patrocinadoras majoritárias.

Os planos de benefícios são um conjunto de regras definidoras dos benefícios, os quais devem ser uniformes para toda a clientela a ser abrangida, ou seja, para todos os potenciais participantes (Lima, 2004). Balera (2005) define os planos de benefícios como normas de conduta estatuídas, por diferentes pessoas, para o atendimento de um custeio previdenciário complementar, comandos normativos estes traduzidos em rubricas contábeis dentro de uma única pessoa jurídica, que é a entidade de previdência complementar. Os planos podem ser de três modalidades distintas, quais sejam: de benefício definido, de contribuição definida e de contribuição variável.

O plano de benefício definido é aquele em que o trabalhador conta com um benefício determinado, geralmente relacionado à função ou ao salário recebido. O plano BD tem um caráter mutualista e coletivo. A rentabilidade das aplicações pertence ao plano e, se ocorrer superávit ou déficit, será distribuída entre as partes que contribuem. É um plano com grande complexidade, onde o papel do atuário é de fundamental importância. Pela natureza coletiva da modelagem BD, torna-se difícil a tarefa de identificar os direitos de cada participante, já que sofre os efeitos da solidariedade. Portanto, pode-se conceituar os planos de benefícios definidos como aqueles em que se conhecem previamente os valores dos benefícios futuros de aposentadoria. As contribuições dos participantes e das pessoas jurídicas são capitalizadas em padrões pré-fixados, de forma a alcançar os benefícios futuros.

Os planos de contribuições definidas são aqueles no qual a contribuição do empregador e do empregado geralmente é fixa, e sua acumulação ao longo do tempo é que vai indicar o nível de benefícios na aposentadoria. Assim, o benefício para o empregado depende de fatores como idade de ingresso no plano, idade para aposentadoria e lucros (ou perdas) nos investimentos. O plano CD pode incluir uma contribuição específica, ou assumir a forma de um plano de participação nos lucros, de poupança ou de compra de ações por empregados. Tem caráter individualista com os benefícios, variando conforme as contribuições e seus rendimentos. Diferentemente do BD, a rentabilidade das aplicações pertence totalmente ao participante, assim como o seu risco. Não existe déficit ou superávit, sendo um plano de complexidade pequena e com menor importância do papel do atuário (Balera, 2005). Portanto, pode-se definir os CD como aqueles cuja principal característica é não conhecer *a priori* o valor do benefício futuro, o que depende do quanto se recolhe durante o período contributivo e do sucesso das aplicações.

Os planos de contribuição variável são aqueles nos quais os padrões para determinação do benefício são fixados previamente, sendo que o valor da

contribuição poderá variar, conforme a variação dos padrões pré-fixados para o benefício assegurado (Balera, 2005). Portanto, os planos de contribuição variável são aqueles em que existe a possibilidade de, no curso do período contributivo, se modificar o valor da contribuição de modo a auferir benefício mais adequado aos anseios do participante.

No Brasil, seguindo o curso da experiência norte-americana, as atuais patrocinadoras, sejam da esfera da administração pública, sejam da privada, têm dado demonstrações de preferência por planos do tipo CD, a maioria dos quais tornada obrigatória aos participantes. A lógica da otimização da relação risco/retorno faz com que o empregador se paute pelo princípio do máximo retorno com o mínimo de risco, adotando modelos de planos previdenciários compatíveis com suas estratégias de longo prazo, ou seja, um modelo que não tenha o benefício contratado, que não tenha possibilidade de desequilíbrio financeiro, que impute todo o risco do resultado das aplicações financeiras exclusivamente ao participante e que não considere qualquer hipótese sobre o futuro (Ferrari; Gushiken; Freitas, 2000).

Nos planos BD, os benefícios são ligados aos da previdência social oficial e complementam a estes de tal modo que o participante venha a receber uma receita adicional ao se aposentar, levando sua remuneração total a um nível equivalente ao que recebia no período final (por exemplo, nos últimos 36 meses) em que estava na ativa.

Os planos CD são, em geral, totalmente desvinculados da previdência oficial e acumulam pecúlio em conta individual de cada participante, que a partir de uma data pré-determinada pode ser transformado em algum tipo de renda programada.

As informações constantes no Quadro 1 possibilitam uma noção sintetizada das principais características dos planos BD e CD.

<b>ITENS</b>	<b>BENEFÍCIO DEFINIDO</b>	<b>CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA</b>
<b>Caráter do Plano</b>	Mutualismo, coletivo.	Individualista
<b>Benefícios</b>	Garantido contratualmente, normalmente vinculado ao salário, ao cargo, etc.	Não garantido; varia de acordo com as contribuições e seus rendimentos.
<b>Custos/contribuições</b>	Depende dos benefícios, da metodologia e das hipóteses atuariais.	Depende do que for pactuado como contribuição.
<b>Rentabilidade das aplicações</b>	Pertence ao plano. Risco do plano.	Pertence totalmente ao participante. Risco exclusivo do participante.
<b>Superávit do plano</b>	Distribuído entre as partes que contribuem.	Não existe superávit.
<b>Déficit do plano</b>	Distribuído entre as partes que contribuem.	Não existe déficit.
<b>Flexibilidade contributória</b>	Não há flexibilidade.	Permite muita flexibilidade.
<b>Benefício de risco</b>	Podem resolver satisfatoriamente.	Não podem resolver de forma satisfatória.
<b>Forma de pagamento dos benefícios de aposentadoria</b>	Normalmente sob a forma de renda vitalícia clássica.	Geralmente renda por tempo determinado, podendo ser renda vitalícia, com valores decrescentes e residuais ao final.
<b>Reajuste dos benefícios</b>	Predeterminado.	Somente pela rentabilidade do plano.
<b>Papel do atuário</b>	Fundamental.	Menor importância.
<b>Complexidade do plano</b>	Grande.	Pequeno.
<b>Extrato individual identificando seu dinheiro</b>	De difícil realização já que sofre os efeitos da solidariedade.	De simples realização e informando o saldo atualizado.

### **Quadro 1 – Comparativo entre os planos BD e CD**

FONTE: Formação e Qualificação Profissional em Previdência Complementar – CUT/Brasil, 2002.

O plano do tipo BD pode trazer para o participante: segurança, porque imagina que o benefício, por estar contratado, também está garantido ao mesmo custo atual; tranqüilidade, porque imagina que a solidariedade e o mutualismo do modelo são equilibrados e equânimes; e um certo passivismo, porque a segurança quanto ao valor do benefício previamente definido, a tranqüilidade proporcionada pelo mutualismo e a solidariedade que o coletivismo do modelo permite geralmente tornam os participantes figuras passivas, pouco se preocupando com os rumos do seu próprio fundo de pensão, ou seja, o entendimento de que o risco é zero torna as pessoas indiferentes.

O coletivismo desse modelo, determinante da solidariedade entre seus membros, em geral considerado como a principal diferença do plano do tipo CD, é justamente onde reside a sua vulnerabilidade. Essa solidariedade, inerente aos planos BD, por vezes, é introduzida de forma marcadamente injusta, porque implica a transferência de renda dos participantes localizados nos estratos salariais inferiores para aqueles com salários mais altos, de tal forma que os de menor renda financiam, no mínimo indiretamente, os benefícios dos que ganham mais.

O sentimento de tranqüilidade pode sofrer outro abalo, quando se percebe que os planos do tipo BD só garantem o benefício a quem chegar na sua data de obtenção, vivo e inscrito no plano. Aquele que se desligar por qualquer motivo (falecimentos, demissão, etc.) deixa para o plano parte das contribuições totais vertidas até a data do desligamento, pois ele é mutualista de conta agregada e não tem foco no participante. Outro fator de intranqüilidade nos atuais planos do tipo BD é a deterioração da sua relação com o benefício do INSS. A previdência complementar, no Brasil, sempre teve presente uma forte relação com a previdência pública, pois, no cálculo de seus benefícios, sempre se consideraram os valores pagos pelo INSS. Originalmente, exercitou-se o seu verdadeiro caráter complementar. Em virtude das freqüentes políticas de reduções nos valores das aposentadorias públicas por sucessivos governos, os fundos de pensão cujos

planos guardam relação com valores pagos pela previdência pública se vêm obrigados a constantes reajustes nos seus custos, agravando as contribuições dos participantes e das patrocinadoras e, em muitas alterações, imputando todo o ônus exclusivamente aos participantes. Por conta dessas questões comuns aos planos BD, os participantes podem ter dúvidas quanto ao futuro de suas aposentadorias, uma vez que as regras permitem o relaxamento de grande parcela, se não da totalidade, de suas expectativas quanto à aposentadoria, transformando a tranquilidade em incertezas e inseguranças. Por fim, a natureza coletiva da modelagem BD, derivada do pressuposto de solidariedade que introduz como consequência direta da distribuição interna de renda, dificulta a determinação do direito individual antes da data da concessão do benefício.

Quanto ao plano do tipo CD (Quadro 1), pode-se afirmar que este leva ao extremo a recomendação de que se deve transferir responsabilidade pela obtenção de renda, durante a aposentadoria, para o próprio indivíduo. O benefício oferecido - cujo valor é equivalente ao saldo acumulado na conta individual, resultado das contribuições mensais pagas pelo participante e pela patrocinadora e do sucesso alcançado pelos investimentos realizados - é sob a forma de renda mensal por tempo determinado, não ofertando o tradicional benefício de renda vitalícia. As características típicas de planos CD costumam ser apontadas como deficiências estruturais que introduzem alto grau de insegurança, devido ao desconhecimento *a priori* do valor do benefício e à ausência de vitaliciedade, como uma espécie de deformação do espírito previdenciário, na medida em que renda mensal por tempo determinado mais se assemelha a um plano financeiro de rendas, uma espécie de plano de poupança individual. Pode-se argumentar que um plano verdadeiramente previdenciário deveria assegurar ao participante renda até a sua morte.

O plano contabilizado individualmente torna transparente para o participante o seu direito individual, que corresponde, em qualquer tempo, ao saldo da sua conta. Porém essa característica de individualidade elimina por completo a

possibilidade de atendimento aos benefícios de risco, já que, individualmente, não se pode assumir o custo de tais benefícios.<sup>10</sup> A estrutura técnica de um plano de modelagem CD é muito simples, tratando-se, tão-somente, de um plano de acumulação financeira. Enfim, outra característica marcante do individualismo dos planos CD é o estímulo à interferência direta dos participantes na administração de seus recursos, devendo essa prática ser vista com cautela, uma vez, pela regra, tais, indivíduos dificilmente estarão melhor capacitados que os profissionais de mercado para uma função que exige, antes de tudo, conhecimentos específicos de uma realidade complexa e volátil (Ferrari; Gushiken; Freitas, 2000).

Em resumo, desenvolvimento sustentável deve significar desenvolvimento social e econômico estável, com distribuição das riquezas geradas, considerando a fragilidade, a interdependência e as escalas de tempos próprias dos recursos naturais. Investimentos éticos são as aplicações dos recursos financeiros da entidade nos mercados imobiliário e mobiliário, visando a resultados que garantam os compromissos previdenciários para com os participantes e levando em conta preocupações sociais e ambientais na aplicação de tais recursos. Responsabilidade social é a integração dos valores do desenvolvimento sustentável em toda a gestão das empresas. Governança corporativa pode ser definida como um conjunto de práticas e relacionamentos entre as diversas partes que compõem uma organização, independentemente do seu tipo societário. O plano de benefício definido é aquele em que existe uma regra preestabelecida para a determinação do valor do benefício, ficando variáveis a rentabilidade dos investimentos e as contribuições. No plano de contribuição definida, é estabelecido antecipadamente o nível da contribuição dos participantes e da patrocinadora, ficando como variáveis os benefícios e os investimentos. Os planos de contribuição variável são aqueles em que existe a possibilidade de, no curso do período contributivo, se modificar o valor da contribuição, de modo a se auferir o benefício mais adequado aos anseios do participante. A partir dessas definições, a

---

<sup>10</sup> O que os planos CD têm utilizado como tentativa de solucionar a impossibilidade de atendimento aos benefícios de risco é a transferência desses riscos para as seguradoras.



próxima subseção tratará de acompanhar a previdência social no mundo e no Brasil, desde suas origens, enfatizando momentos importantes e suas sucessivas crises até a criação do mercado de previdência privada e a sua atual estruturação.

## **2.2 Evolução histórica da previdência social**

Marc Bloch (1941) argumenta que sempre que as nossas sociedades, em perpétua crise de consciência, se põem a duvidar de si mesmas, observa-se que se perguntam sobre se fizeram bem em interrogar o seu passado, ou se o interrogaram bem. A previdência social existe não por mero acaso. Ela é resultado de um longo e difícil caminho de lutas e conquistas da classe trabalhadora. Para buscar dar uma consistência sociológica à dissertação, propõe-se uma cronologia das formas de previdência existentes no mundo e no Brasil, desde os seus primórdios até o dia de hoje.

### **2.2.1 A experiência internacional**

A Antigüidade, a Idade Média e a Idade Moderna conheceram inúmeras modalidades de associações que, fruto da iniciativa dos próprios interessados, promoviam o socorro aos seus filiados mediante auxílio mútuo. São exemplos dessas instituições, as confrarias, os grêmios, as sociedades de mútuo socorro, as caixas de pecúlios, as associações de auxílios mútuos, as fraternidades e as irmandades, freqüentemente de origem religiosa (Romita, 2001).

É possível afirmar que a primeira experiência conhecida de “assistencialismo” foi a “Lei dos Pobres” da Escócia, em 1579, e que, depois, foi aplicada na Inglaterra, pela Rainha Elizabeth I, em 1601. Ela tornou compulsória a ajuda das paróquias locais aos pobres e instituiu um imposto para financiá-la. Quando os trabalhadores perdiam seu emprego, recorriam a suas economias, à sua associação de amparo ou ao seu sindicato, ao seu crédito junto a lojistas locais, a seus vizinhos e amigos, ao penhorista ou à Lei dos Pobres, que ainda

representava o único equivalente público daquilo a que se chama hoje de previdência social (Hobsbawm, 1978).

Nas sociedades pré-capitalistas ou no capitalismo concorrencial, a assistência à população carente tinha, principalmente, uma natureza filantrópica, baseada em iniciativas de caráter voluntário da comunidade, realizadas por meio de associações profissionais ou instituições religiosas que financiavam suas atividades, arrecadando recursos de grupos sociais economicamente mais fortes.

O Historiador E. P. Thompson (1967), em reconhecida pesquisa sobre a formação da classe operária inglesa, descreve os primeiros anos da Revolução Industrial como causadores de grande deterioração da saúde das populações urbanas, devido à superpopulação e à carência generalizada nas grandes cidades, em rápida expansão, engolidas por grupos de imigrantes sem terra. A exploração era totalmente livre. As jornadas de trabalho chegavam a ter 16 horas por dia. Salários de fome eram pagos por produção e por trabalho indiscriminado entre homens, mulheres e crianças. Os ambientes de trabalho eram insalubres, as fábricas eram úmidas, mal iluminadas e extremamente barulhentas.

As condições decadentes de vida daquela população levantaram uma polêmica entre a aristocracia local, circunstância que levou o Governo inglês a ser um dos primeiros a incorporar formas de assistência social como prática pública e a adotar regras relacionadas às condições ambientais nos locais de trabalho. No início do século XIX, vários movimentos<sup>11</sup> de resistência dos trabalhadores foram sendo construídos, e, em 1830, na França e na Inglaterra, nasceram as primeiras associações operárias, com exigências de redução da jornada de trabalho, melhores condições de vida, aumento de salários e pelo fim dos acidentes de trabalho. As origens da previdência estão intimamente relacionadas com as caixas

---

<sup>11</sup> O Luddismo, que foi a quebra das máquinas na Inglaterra e em algumas localidades da Europa, por serem consideradas as causadoras de desemprego, durando até 1820; a marcha da fome sobre Londres, em 1817; o comício de 80.000 operários em Londres, em 1819; a insurreição e as revoltas na Inglaterra, na França e na Bélgica nos anos de 1825, 1830 e 1831.

coletivas dos operários, que contribuíam com uma pequena parcela de seus minguados salários para formar uma caixa de assistência. Em 1850, já havia milhões de operários na Europa<sup>12</sup> dando início aos sindicatos, que não eram permitidos, o que não impediu os trabalhadores da França e da Inglaterra a fundarem em 1864, a Associação Internacional dos Trabalhadores reconhecida em 1914, por Lênin como a Primeira Internacional<sup>13</sup>. Com a presença dos sindicatos a idéia de previdência se estendeu e finalmente com a formação dos grandes partidos da classe trabalhadora ela se transformou em reivindicação social e política (Hobsbawm, 1998).

A reivindicação de uma previdência pública, como dever do Estado apareceu pela primeira vez no programa do Partido Social-Democrata alemão, fundado em 1868, do qual eram membros Marx e Engels. Pela pressão dos trabalhadores, entre 1883 e 1889, o Kaiser Willhelm I, influenciado por seu Chanceler Otto Von Bismarck, estabeleceu um sistema centralizado de previdência social, organizado por ocupação profissional e baseado na capitalização das contribuições. Para Bismarck, o apelo da seguridade social era o que alimentava a dependência e, conseqüentemente, a aliança com o Estado. O sistema não funcionaria de uma maneira que obrigasse os trabalhadores a proverem sua própria aposentadoria. Esse sistema instituiu cobertura para doenças, acidentes do trabalho, incapacidade e velhice. Foi aplicado até a Segunda Guerra Mundial e serviu de modelo a vários países durante a metade inicial do século XX (Lowy, 1980).

Nas últimas três décadas do século XIX, apesar de o movimento sindical entrar em refluxo após a derrota da comuna de Paris, com o esmagamento dos sindicatos ingleses, os Governos da Alemanha, do Reino Unido e da França foram pródigos em emitir leis direcionadas ao trabalho, às relações comerciais e à

---

<sup>12</sup> Na Inglaterra, mais de seis milhões; na França, quatro milhões e meio.

<sup>13</sup> Federação internacional das organizações da classe trabalhadora de vários países da Europa Central e Oriental.

seguridade social, incluindo a transformação das iniciativas voluntárias de seguridade social em sistemas obrigatórios (Lowy, 1980).

Na França, no início do século XX, na Terceira República, sob pressão da classe operária, foram introduzidas várias leis direcionadas à proteção social. No Reino Unido, o governo liberal de Lloyd George estabeleceu um seguro-saúde e, em 1908, uma pensão vitalícia financiada por impostos para os indivíduos com mais de 70 anos.

Nos Estados Unidos, país com tradicional resistência popular a intervenções do Estado, pressões sociais geradas durante a depressão dos anos 30 levaram o Presidente Franklin D. Roosevelt a implementar uma série de programas sociais propostos pelo comitê de segurança econômica.

O conceito da seguridade social surgiu em 1919, no preâmbulo da constituição da Organização Internacional do Trabalho, e firmou-se internacionalmente em 1944, na Declaração de Filadélfia. A OIT definiu a seguridade social como a proteção que a sociedade deve dar aos cidadãos, mediante uma série de medidas públicas, contra as contingências econômicas e sociais que podem reduzir ou mesmo eliminar as possibilidades de trabalho do cidadão - como doença, maternidade, acidentes de trabalho ou doença profissional, desemprego, invalidez, velhice e morte -, e também a proteção na forma de assistência médica e de ajuda às famílias.

No período após a Segunda Guerra Mundial, o mundo estava dividido entre um bloco capitalista e outro socialista. Os países capitalistas tinham a necessidade de diminuir as tensões sociais, para evitar revoluções socialistas ou comunistas em seus países, surgindo o Estado de Bem Estar Social. O Economista Paul Samuelson (1967) argumenta que o sistema de seguridade social proposto nos países ocidentais, após a Segunda Guerra Mundial, é sustentado sem uma lógica fiscal, porque todos que alcançam a idade de aposentadoria recebem benefícios que excedem enormemente o que eles

pagaram, baseado no fato de que o produto nacional está crescendo e que sempre existirão mais jovens do que idosos numa população crescente.

Porém, mais cedo ou mais tarde, tal esquema sempre mostra a sua outra face. A mudança demográfica impõe uma limitação intransponível. Conforme a população envelhece, o número de aposentados começa a crescer mais rapidamente do que o número de novos trabalhadores, até que esse problema se torna insustentável. O final da década de 70 e quase toda a década de 80 do século XX foram marcados por uma retração da economia mundial, implicando aumento do desemprego, com conseqüências diretas sobre o equilíbrio das contas previdenciárias. No sistema de capitalização, ampliam-se os riscos das aplicações financeiras de longo prazo e, no sistema de repartição, reduz-se o número de requerimentos de benefícios previdenciários, posto que estes passam a serem vistos pelos trabalhadores como uma forma de assegurar algum tipo de rendimento. A crise do sistema previdenciário atingiu tanto os países do Ocidente como as economias em transição do centro e do leste da Europa, que realizaram, ou estão prestes a realizar, reformas nas quais a capitalização privada obrigatória e a racionalização do sistema público têm papel preponderante. Alguns países desenvolvidos fizeram mudanças, procurando o controle do gasto público com a previdência, limitando o crescimento das contribuições ou da dívida pública e apostando na capitalização substitutiva.

A tendência geral é de elevar a idade da aposentadoria e/ou exigir um período de contribuição ou uma vida de trabalho maior para originar uma aposentadoria máxima e/ou mínima. A elevação da idade da aposentadoria aplica-se sempre de forma gradual, e sua aplicação, no caso das mulheres, tem uma maior celeridade, com o objetivo de que estas alcancem a mesma idade de aposentadoria dos homens ao final do período. A desconfiança na capacidade do Estado para manter seus idosos no futuro provocou receios no sistema público de benefícios, com o conseqüente êxito para os planos privados de aposentadorias, contratados coletiva ou individualmente.

Finalmente, os sistemas previdenciários dos países da OCDE, no momento atual, vêm sofrendo um processo de adaptação à evolução das condições socioeconômicas prevalentes a partir de sua implantação e de seu desenvolvimento. Os impactos da reestruturação do trabalho com o crescimento vertiginoso da produtividade e o aumento do emprego não regular, como o trabalho em tempo parcial, temporário, informal e por conta própria, têm como consequência imediata menos sindicalização e menos benefícios sociais. As respostas e as soluções escolhidas para fazerem frente aos principais desafios foram traduzidas em um bloco de reformas. Assim como na experiência brasileira, que este capítulo vai abordar a seguir, os debates seguiram uma direção econômica e nortearam-se pelos objetivos de reduzir os compromissos do Estado e dos empregadores.

### **2.2.2 A experiência brasileira**

A previdência social no Brasil começou no período colonial, quando foram criadas as primeiras instituições de caráter assistencial, como a Casa de Misericórdia de Santos (1543) e as Irmandades da Boa Morte, na Bahia. Na época do Império, surgiram os montepios civis e militares e outras sociedades beneficentes, sendo o primeiro o Montepio dos Órfãos e Viúvas dos Oficiais da Marinha, criado pelo Príncipe D. João (Martinez, 1996).

De 1850 a 1900, o Brasil passou por uma transformação, com o fim da escravidão, o surgimento das primeiras fábricas e a chegada de imigrantes. A nascente burguesia convenceu-se de que o trabalho assalariado era mais lucrativo do que o escravo. A aquisição de escravos estava muito difícil, e eles eram menos produtivos que o imigrante europeu, devido às péssimas condições de vida a que eram submetidos. As condições de vida e de trabalho eram as mesmas da Europa do começo do capitalismo industrial, no século XIX, com nenhuma lei para o trabalho com jornada de 12 horas a 16 horas, salários baixos, sem descanso nem férias, num ritmo extenuante, ambiente insalubre e com multas e castigos corporais. Surgiram nessa época, as primeiras associações, caixas beneficentes,

socorros mútuos, uniões e ligas operárias, sociedades de resistência e, como consequência desse começo de organização dos trabalhadores, as primeiras greves<sup>14</sup> no Brasil (Pinheiro; Hall, 1979).

O primeiro registro oficial de uma iniciativa do Estado brasileiro em relação à proteção social é de 1888, quando os funcionários dos correios reivindicaram o direito à aposentadoria, fixados em 30 anos de efetivo serviço e idade mínima de 60 anos os requisitos para tal. Também em 1888, iniciou-se a caixa de socorros em cada uma das estradas de ferro do Império, que foi criada para atender, sem distinções de classes, a categorias, empregos e ofícios, trabalhadores em caso de moléstia e invalidez ou acidentes. Os trabalhadores eram, na sua maioria, imigrantes europeus, e muitos entre eles eram socialistas, ou anarquistas, continuando, no Brasil, as lutas da classe operária na Europa. Até o final do século, várias categorias começaram a obter proteção social, assim como a legislação sobre seguridade começou a avançar. Em 1889, criou-se o Fundo de Pensões do Pessoal das Oficinas de Imprensa Nacional, e, nos dois anos seguintes, o sistema de seguridade social continuou avançando no Brasil, com os empregados da estrada de ferro da Central do Brasil e os funcionários do Estado constituindo o seu sistema de aposentadoria, e os operários do Arsenal da Marinha do Rio de Janeiro instituindo a aposentadoria por invalidez e pensão por morte (Pinheiro; Hall, 1979).

A partir do início do século XX, com a constante modificação da economia brasileira, outras categorias começaram a surgir, e algumas adquiriram uma grande importância política, seja pelo número de trabalhadores, seja pela qualidade de opinião. Dezenas de greves por direitos mínimos, como melhores condições de trabalho, redução da jornada para 8 horas e um avanço na legislação de seguridade, aconteceram nesse período como consequência do aumento da organização dos trabalhadores brasileiros (Sader; Lowy; Castro;

---

<sup>14</sup> Em 1858, houve a greve dos gráficos; em 1863, a greve dos ferroviários; em 1871, a greve dos trabalhadores das oficinas das casas de armas (Rio de Janeiro); e, em 1877, a greve dos carregadores de Santos.

Hirata, 1985). Em 1904 é criada a Caixa de Aposentadorias e Pensões do Banco do Brasil, que pode ser entendida como um marco do sistema de previdência complementar privado (Oliveira; Pasinato; Peyneau, 1999).

Devido à pressão crescente dos trabalhadores - principalmente dos ferroviários, que pertenciam a um setor econômico importante, pois respondiam pelo transporte do café, o principal produto de exportação na época - por influência do Tratado de Versailles, de 1919, que criou a OIT, e da Argentina, do Uruguai e do Chile, o Deputado Eloy Chaves propôs um projeto de lei criando Caixas de Aposentadorias e Pensões para os ferroviários, o que foi estendido, nos anos seguintes, aos portuários, aos marítimos e aos trabalhadores dos serviços telegráficos e radiotelegráficos (Todeschini, 2000).

Com a Revolução de 1930, o novo Governo criou o Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio, tendo como uma de suas atribuições orientar e supervisionar a Previdência Social, inclusive como órgão de recursos das decisões das caixas de aposentadorias e pensões. O governo de Getúlio Vargas, por pressão internacional e para acabar com diversas greves, criou uma legislação social, mas, para obter o controle sobre o movimento operário brasileiro, estabeleceu uma estrutura sindical atrelada. De 1930 a 1934, o regime da Lei Eloy Chaves continuou a ser estendido às categorias como a dos empregados dos demais serviços concedidos ou explorados pelo poder público, trabalhadores nas empresas de mineração e trabalhadores nas empresas de transporte aéreo. Criou-se o Instituto de Pensão dos Comerciantes, a Caixa de Pensões dos Trabalhadores em Trapiches e Armazéns, e a Caixa de Pensões dos Operários Estivadores. Como resultado de uma intensa campanha dos sindicatos dos bancários, tanto para ter instituto próprio de previdência como pela estabilidade do emprego, foi criado o Instituto de Pensões dos Bancários (Lowy, 1980).

Depois, no Estado Novo, mesmo numa época de refluxo do movimento de organização dos trabalhadores, com proibição de greves, maior repressão e



sindicatos controlados, a previdência continuou a modificar-se, criando uma série de institutos no intuito de propiciar segurança aos trabalhadores, como foi o caso dos industriários, dos servidores do Estado, dos empregados em transportes e cargas e dos operários estivadores (Lowy, 1980).

A partir de 1944, começou a retomada do movimento dos trabalhadores e um processo acelerado de industrialização e modernização, com a inauguração da Petrobrás, com a fabricação de bens de capitais duráveis (automóveis) e também com um aumento da entrada de capitais estrangeiros. Mudanças ocorreram na classe trabalhadora, com uma maior participação sindical dos trabalhadores das estatais e daqueles dos setores metalúrgicos, de plásticos e de derivados de petróleo. Começou um crescimento da mobilização e politização do movimento sindical, com reivindicações por salários, contra as péssimas condições de trabalho, contra a carestia e a inflação. Em 1945, inseriu-se no sistema brasileiro a Previdência Social, através da criação de um verdadeiro sistema de seguridade social com a adoção de regras uniformes para os diversos institutos existentes, o qual, na prática, não foi aplicado por falta de regulamentação. Na Constituição de 1946, foi pela primeira vez, incluída a expressão “Previdência Social” e também o seguro de acidente do trabalho. Foram, então, uniformizadas as regras de concessão dos benefícios, com a conseqüente fusão das caixas existentes.

Na década de 60, com um quadro político onde os trabalhadores conquistavam suas reivindicações com enormes mobilizações, criou-se a Lei Orgânica de Previdência Social, que unificou a legislação referente aos Institutos de Aposentadorias e Pensões. Esses institutos eram modelos de pensões vinculadas a um gênero ou categoria profissional, que foram organizados, a partir de 1933, de forma a abranger as mesmas categorias em todo o território nacional. Muitas CAPs foram transformadas em IAPs, como foi o caso da dos trabalhadores de trapiches e armazéns, que passou a constituir o Instituto de Aposentadorias e Pensões dos Empregados de Transportes e Cargas (Oliveira, 2002).

Embora o Brasil tenha ingressado em um sistema de ditadura militar, entre 1967 e 1969 havia muita contestação nas ruas, com manifestações, ações armadas e greves e, no âmbito da Previdência Social, vários direitos foram criados e assegurados aos trabalhadores. Os IAPs foram extintos, fundindo suas antigas estruturas no Instituto Nacional de Previdência Social, vinculado ao Ministério do Trabalho e Previdência Social. Com isso, inaugurou-se uma nova fase, caracterizada pela expansão da cobertura dos serviços a categorias ainda não cobertas, como a dos trabalhadores rurais, apesar de ter uma limitação, pois o benefício era concedido apenas aos chefes de família, ou seja, as mulheres estavam excluídas do benefício, a não ser que vivessem sozinhas. A concessão do benefício ocorria apenas nos períodos eleitorais, sendo utilizado como moeda de troca por votos. Apesar de tudo isso, o Funrural representou um grande passo no campo da previdência e rompeu com o princípio contributivo que determinava que só tinha direito à previdência quem contribuiu para ela, sendo implantado o benefício para todos, ou seja, a universalidade. Os seguros relacionados a acidentes de trabalho passaram também a fazer parte do novo arcabouço jurídico e institucional da Previdência Social.

A expansão do escopo das ações do INPS fez com que fosse criado, em 1974, o Ministério da Previdência Social e formulada, no ano seguinte, a Consolidação das Leis da Previdência Social. Em 1977, criou-se o Sistema Nacional de Previdência e Assistência<sup>15</sup> e regulamentou-se a previdência fechada (complementar).

Um momento importante na história da previdência brasileira foi a Constituição Federal de 1988, que ampliou o sistema de proteção social, entendido como um elemento de cidadania, consagrando o princípio da previdência distributiva, a exemplo do que ocorre na maioria dos países. A

---

<sup>15</sup> O Sinpas, criado em 1977, era composto por seis órgãos básicos: Inamps (assistência médica), Iapas (administração previdenciária), INPS (benefícios previdenciários), LBA (assistência social); Funabem (assistência ao menor) e Dataprev (processamento de dados).

Constituição inseriu uma série de novos direitos e benefícios, consolidados na Lei Orgânica da Seguridade Social<sup>16</sup> e no Plano de Custeio da Seguridade Social<sup>17</sup>. Em consequência, estabeleceu-se, para a seguridade social, um orçamento global, que passou a integrar o financiamento das ações de saúde, previdência e assistência social, além daquelas relacionadas à proteção ao trabalhador desempregado. As fontes de financiamento potenciais para a seguridade passaram a ser a contribuição sobre a folha de salários (empregados empregadores e trabalhadores por conta própria), a contribuição sobre o lucro líquido, o Finsocial, posteriormente transformado em Contribuição para o Financiamento da Seguridade e o PIS/Pasep, voltado para compor o Fundo de Amparo ao Trabalhador, gerido pelo Ministério do Trabalho e dedicado ao financiamento do seguro-desemprego.

A melhoria da proteção social e a maior cobertura do sistema dar-se-iam, principalmente, pela elevação do piso dos benefícios rurais e urbanos e pelo direito de todo o brasileiro de ingressar no sistema. A Constituição Federal de 1988 passou a determinar a transferência de um salário mínimo mensal para todo e qualquer idoso e deficiente sem condições de prover sua manutenção ou de tê-la provida por sua família. No ano de 1990, foi criado o Instituto Nacional de Seguridade Social, autarquia federal que substituiu o INPS e o IAPAS, com funções de arrecadação, concessão e pagamento dos benefícios e serviços aos segurados e dependentes, órgão existente até hoje.

Enquanto a previdência pública debilita-se com o envelhecimento da população, a adoção de esquemas de previdência complementar com fundos de pensão alivia a carga do financiamento estatal para a aposentadoria. Reinhold Stephanes (1999) argumenta que nos últimos anos observa-se um crescente aumento com gastos de benefícios, sendo que, eles representavam 65% da arrecadação líquida sobre a folha de salários e em 1997 atingiu a faixa de 105% da mesma folha.

---

<sup>16</sup> Lei nº 8.212, de 1991.

<sup>17</sup> Lei nº 8.213, de 1991.

Ao longo da década de 90, houve tentativas de reformas da previdência social, mas, por diferentes razões, elas foram tímidas e se concentraram no regime geral para os trabalhadores do setor privado. Mais recentemente, elas se voltaram para os trabalhadores do setor público, apresentando alguns aspectos relevantes, como a idade mínima, o benefício proporcional, o valor máximo da pensão, a padronização de servidores ativos, a contribuição de inativos do serviço público e o teto do Regime Geral da Previdência Social para fazer frente ao déficit.

Portanto, o sistema previdenciário brasileiro foi constituído, ao longo do século XX, com a presença marcante do Estado, tanto na regulamentação e na fiscalização como também na gestão de recursos. Existem atualmente, no Brasil, três tipos de regimes previdenciários, sendo dois obrigatórios - a previdência pública para os trabalhadores da iniciativa privada e a previdência pública para os servidores públicos - e um voluntário - o regime de previdência complementar, que conta com os fundos de pensão e que será estudado com mais rigor na próxima subseção deste capítulo.

### **2.3 Os fundos de pensão brasileiros em 2006**

Em 29 de maio de 2001, o Congresso Nacional decretou a Lei Complementar nº 109, que dispõe sobre o regime de previdência complementar, e a Lei Complementar nº 108, que dispõe sobre a relação entre a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades fechadas de previdência complementar.

A Lei Complementar nº 109/2001 organizou a previdência complementar privada em dois níveis: as entidades fechadas específicas dos empregados de determinada empresa ou grupo de empresas (fundos de pensão), e as entidades abertas, acessíveis a qualquer um que subscreva e custeie o seu plano de benefícios. As primeiras estão restritas a administrar planos de previdência

coletivos, criados para atender a empresas (patrocinadores ou órgãos de governo) ou a entidades de classe, profissional ou setorial (institucional). As segundas podem administrar planos individuais ou coletivos, estes últimos contratados por uma ou mais pessoas jurídicas. A essência de ambos os tipos de entidade é administrar planos de aposentadoria, mas, além da forma jurídica, que é distinta, elas estão submetidas a diferentes tratamentos de natureza institucional.

O regime das entidades fechadas, ou fundos de pensão, diferenciam-se do outro regime por diversos aspectos fundamentais, dentre estes o fato de não visarem à distribuição de lucros e de preverem contribuições de duas fontes: do trabalhador participante e de sua empresa empregadora. O crescimento dos fundos de pensão encontra-se diretamente associado às limitações do Estado de ofertar prestações previdenciárias em níveis capazes de atender às necessidades da classe média, a qual, embora não seja possuidora de renda elevada, quando da passagem para a inatividade, enfrentam uma considerável perda do poder aquisitivo pelos limites da previdência pública (Lima, 2004).

O conjunto de fundos de pensão é extremamente heterogêneo, o que pode ser inferido, ao se observar, em um primeiro momento, a dimensão das diversas entidades, conforme informações constantes no Anexo 1. Em abril de 2006, 263 entidades fechadas administravam cerca de R\$ 311,7 bilhões, sendo R\$ 90,2 bilhões apenas pela Previ e com somente 45 delas com investimentos superiores a R\$ 1,0 bilhão. O sistema de previdência complementar brasileiro, ainda em abril de 2006, contava com cerca de 1.682.399 participantes ativos, 3.917.906 participantes dependentes e 595.063 assistidos, totalizando mais de seis milhões de beneficiários, conforme Anexo 1.

De uma maneira geral, os fundos de pensão foram originalmente instituídos como entidades sem finalidades lucrativas, por patrocinadoras estatais ou privadas, para o atendimento de suas necessidades de complementação e apoio à política de recursos humanos, voltadas, isoladamente, ou para sua

patrocinadora, ou para o seu grupo empresarial. A formatação jurídica dos fundos de pensão dessas empresas como entidades fechadas sem fins lucrativos, devido à sua natureza, exigiu, além da doação do capital inicial necessário para a implementação da entidade, que a montagem das suas estruturas de regência se apoiasse em um forte envolvimento e monitoramento por parte das patrocinadoras.

Na origem, a opção de grande número de empresas pelo patrocínio de entidades fechadas deve ter-se vinculado, fundamentalmente, à falta de outras alternativas de mercado suficientemente confiáveis, muito mais do que a algum interesse econômico e a qualquer análise de custo/benefício. Esse cenário modificou-se com o amadurecimento dos fundos e com a expansão do instituto do multipatrocínio, inicialmente desenhado para atender às empresas do mesmo grupo e, progressivamente, focado no atendimento a todo o tipo de empresas com diversos planos. Isso ocorreu, tanto em consequência das mudanças de propriedade de suas patrocinadoras originais como pelo interesse em seu uso como veículo de captação de clientes para grupos financeiros e prestadores de serviços previdenciários, e ainda, mais recentemente, por uma conscientização crescente, de diversos fundos, da necessidade de escala como fator-chave de redução de custos.

Além da expansão do multipatrocínio, diversos fundos voltados a um único grupo empresarial adotaram também desenhos organizacionais bastante diferentes no que se refere à realização de suas atividades tanto de operação dos planos como de gestão de investimentos, internamente ou através de algum grau de terceirização. No limite, algumas entidades optaram por operar com um número mínimo de empregados, sem estrutura própria, com uma equipe mínima de monitoramento e controle de atividades contratadas externamente, usando empresas especializadas, ou apoio da própria patrocinadora.

Em complemento, desenvolveram-se, também, ao lado de empresas gestoras de investimentos, empresas voltadas à consultoria e ao processamento de planos previdenciários, podendo operar como terceirizadas, abrindo outras alternativas e tornando ainda mais complexas as possibilidades de organização empresarial desse setor.

A formação e a existência de fundos de pensão acompanha a concentração regional da economia do Brasil, como pode ser observado no Quadro 2, onde a Região Sudeste, pela liderança econômica que exerce no País, apresenta 235 fundos, sendo 208 privados e 27 públicos.

<b>REGIÕES</b>	<b>PATROCÍNIO PÚBLICO</b>	<b>PATROCÍNIO PRIVADO</b>	<b>TOTAL</b>
Norte	3	2	5
Nordeste	17	17	34
Sudeste	27	208	235
Sul	17	39	54
Centro-oeste	17	17	30
<b>TOTAL</b>	<b>81</b>	<b>277</b>	<b>353</b>

**Quadro 2 – Distribuição regional dos fundos de pensão no Brasil**

FONTE: Secretária de Previdência Complementar, janeiro de 2006.

Fundos de pensão com patrocinadoras dos mais diversos setores e tamanhos, tanto do setor público como do privado, estão instaladas na Região Sudeste como nos casos da Previ e da Petros, que têm sede no Rio de Janeiro. A Região Centro-Oeste aparece com 30 fundos de pensão, devido à presença do Distrito Federal, com seus fundos de estatais federais e alguns instalados no Estado de Goiás. Na Norte, existem cinco fundos de pensão, todos tendo como patrocinadoras estatais federais. A Região Nordeste apresenta uma distribuição homogênea de fundos de pensão do setor público e do setor privado, com presença na maioria dos estados que a compõem. A Região Sul do País é a segunda em número de fundos de pensão, com 54, que estão constituídos nas mais variadas categorias, como nas de eletricitários, bancários, telefônicos, petroleiros, professores, etc.

Com as altas taxas de juros praticadas desde 1992, as aplicações mais arriscadas e de longo prazo relacionadas ao financiamento do investimento produtivo no País têm sido, freqüentemente, sobrepujadas por aplicações de curto prazo, que remuneram apenas os ativos financeiros, seja títulos públicos, seja depósitos a prazo e fundos de investimento de renda fixa. Para os fundos de pensão que têm seus investimentos regulamentados pelos gestores da política econômica, a situação não foi diferente, e a decisão de investir fez concentrar grandes volumes de recursos alocados em ativos (Pinheiro, 2003).

A alteração na regulação dos investimentos dos planos de benefícios administrados por fundo de pensão resultou em uma paulatina modificação do perfil dos ativos garantidores, sendo profunda a alteração verificada na última década. A partir de 1994, em um ambiente macroeconômico de juros altos com o objetivo de manter a estabilidade do nível geral de preços, passou a ocorrer um progressivo deslocamento dos recursos investidos pelos fundos de pensão, passando do patamar de 29% alocados em renda fixa para o de 63% alcançado no final de 2004 (Pinheiro; Paixão; Chedeak, 2005).

O processo de privatização levou, como um de seus subprodutos, a que vários fundos de pensão ligados a empresas sob controle da União ou dos estados, que atendiam a um conjunto de empresas do mesmo grupo, passassem a atender a empresas controladas por acionistas diferentes e, em alguns casos, até mesmo a empresas privadas e estatais em simultâneo, com uma conseqüente transformação no caráter das entidades e em sua regência. Outros tipos de fundos de pensão com vários patrocinadores desenvolveram-se associados a instituições financeiras ou a prestadoras de serviços de administração previdenciária, para as quais eles conduzem a maioria de suas operações.

As informações constantes na Tabela 5 mostram que existe uma maior concentração de recursos no setor financeiro, visto que, apesar de suas empresas serem em menor número, se comparadas as dos setores industrial e de serviços,



a sua quase-totalidade tem fundos de pensão e, dos 10 maiores fundos de pensão do Brasil, em quatro as patrocinadoras são ligadas ao sistema financeiro (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco Central e Itaú), somando investimentos de R\$ 127 bilhões, conforme Anexo 1.

(R\$ bilhões)

SETORES	DEZ./00	DEZ. /01	DEZ./02	DEZ./03	DEZ./04	DEZ./05
Financeiro	57.372	64.231	70.782	79.310	105.720	127.139
Serviços	34.800	39.381	44.275	47.160	58.128	67.779
Industrial	26.465	39.521	42.028	52.332	60.870	70.191
<b>TOTAL</b>	<b>130.077</b>	<b>154.578</b>	<b>168.498</b>	<b>216.180</b>	<b>255.788</b>	<b>295.250</b>

**Tabela 5 - Origem dos recursos dos fundos de pensão, por setor de atividade, no Brasil-dez./00-dez./05**

FONTE: ABRAPP/ICSS/SINDAPP, 2006.

O setor de serviços, que a partir do ano 2000 foi ultrapassado pelo industrial em volume de recursos, tem seus fundos constituídos por professores, telefônicos, eletricitários, aviários, etc. O setor industrial vem formando novos fundos de pensão, que têm figurado crescentemente na pauta de reivindicações trabalhistas de grandes empresas, sendo criados nas mais diversas categorias, como os petroquímicos, metalúrgicos, químicos, mineiros, trabalhadores em alimentação, etc. O movimento sindical internacional criou um grupo de trabalho para estudar como é possível influir sobre os fundos de pensão, hoje as principais fontes de investimentos, para que seus recursos sejam usados de forma a garantir padrões trabalhistas básicos no mundo todo.

A política de investimentos é regulada pelo Conselho Monetário Nacional. A resolução que estabelece a base legal para o CMN é a 2.829/2001, com alterações típicas posteriores. Apesar da referida resolução ter trazido grandes

avanços, como a flexibilização de alguns limites por planos, há um detalhamento excessivo e rígido de procedimentos. Os fundos de pensão devem definir a política de investimentos dos recursos de seus planos de benefícios, podendo esta ser diferenciada para as diversas modalidades de plano de benefícios por elas mantidas.

O investimento em renda fixa, segundo informações constantes na Tabela 6, é a principal aplicação dos fundos de pensão, e, ano após ano, aumenta a sua participação, pela segurança, rentabilidade e liquidez que oferece aos investidores.

APLICAÇÕES	DEZ./03		DEZ./04		DEZ./05	
	VALOR (R\$ milhões)	%	VALOR (R\$ milhões)	%	VALOR (R\$ milhões)	%
Ações	40.968	19,0	51.188	20,0	59.975	20,3
Imóveis	11.601	5,4	11.565	4,5	11.836	4,2
Dep. A prazo	2.680	1,2	2.264	0,9	3.340	1,1
Fundos de investimento-RF	96.343	44,6	119.101	46,6	137.098	46,4
Fundos de investimento-RV	21.536	10,0	25.908	10,1	30.772	10,4
Empréstimo a participantes	3.992	1,8	4.883	1,9	5.650	1,9
Financiamento imobiliário	3.365	1,6	3.015	1,2	2.483	0,8
Debêntures	3.707	1,7	3.467	1,4	3.428	1,2
Títulos públicos	27.419	2,7	29.871	11,7	35.818	12,1
Outros	4.492	2,1	4.429	1,7	4.777	1,6
Operações com patrocinadora	77	0,0	78	0,0	72	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>216.180</b>	<b>100</b>	<b>255.788</b>	<b>100</b>	<b>295.250</b>	<b>100</b>

**Tabela 6 – Valor e participação percentual dos investimentos no Brasil-dez/03-dez/05**

FONTE: ABRAPP/ ICSS/ SINDAPP, 2006.

O segmento de renda variável, que, pelas informações constantes na Tabela 6, apresenta uma participação de 30% nas aplicações, diferencia-se por planos de benefícios, que, segundo a correspondente natureza, podem ser classificados nas carteiras de ações em mercado, que incluem as ações, os bônus de subscrição de ações, os recibos de subscrição de ações e os certificados de depósito de ações de companhia aberta adquiridas em bolsa de valores, ou em mercado de balcão organizado por entidade credenciada na Comissão de Valores Mobiliários. Também fazem parte da carteira de ações em mercado, aquelas

subscritas em lançamentos públicos ou em decorrência do exercício do direito de preferência. A carteira de participações compõe-se das ações e das debêntures de emissão de sociedades de propósito específico, constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos e as quotas dos fundos de investimentos em empresas emergentes. A carteira de renda variável é constituída de certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta, ou de companhia que tenha características semelhantes às companhias abertas brasileiras. As ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do Mercosul também constituem a carteira de renda variável.

No segmento de imóveis, que, conforme dados apresentados na Tabela 6, vem diminuindo a sua participação ao longo do tempo, os fundos de pensão tiveram que enquadrar sua carteira de ações e imóveis, já que várias tinham quase 100% dos seus recursos garantidores em um único segmento. Os investimentos da espécie, segundo a correspondente natureza, devem ser classificados nas seguintes carteiras: carteira de desenvolvimento, que são os investimentos em regime de co-participação na realização de empreendimentos imobiliários, com vistas à sua posterior comercialização; carteira de aluguéis e renda, que são os investimentos em imóveis e na realização de empreendimentos imobiliários, com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações; carteira de fundos imobiliários, que são os investimentos em quotas de fundos de investimento imobiliário; carteira de outros investimentos imobiliários, que são as inversões em imóveis de uso próprio, imóveis recebidos em dação, em pagamento, ou como produto da execução de dívidas ou garantias, terrenos e outros imóveis. Existe, por parte da regulamentação do Conselho Monetário Nacional, uma intenção de determinar uma menor participação dos fundos de pensão no mercado imobiliário<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Diminuição progressiva do percentual permitido de aplicação nesse segmento pelos fundos de pensão, partindo dos anos 2001 e 2002, de 16%; em 2003 e 2004, de 14%; em 2005 e 2006, de 12%; em 2007 e 2008, de 10%; e nos anos de 2009 e 2010, de 8%.

O segmento de empréstimos e financiamentos (Tabela 6) é o que apresenta uma das melhores rentabilidades dos tipos de aplicações, por serem consignados e por terem como garantia do empréstimo a reserva matemática dos participantes. Mas existe um limitador de endividamento destes últimos, o que impede uma maior participação dessa carteira no conjunto total dos investimentos. As operações de empréstimo podem ser realizadas entre uma entidade fechada de previdência privada e seus participantes, ou na forma de financiamentos imobiliários. Os recursos dos fundos de pensão aplicados nas carteiras que compõem o segmento de empréstimos e financiamentos subordinam-se ao limite de 10%.

A Resolução nº2.829/2001 oferece incentivos para que os fundos de pensão apliquem no mercado de renda variável e gera uma diferenciação em relação ao tipo de plano da entidade (BD ou CD) e os limites referentes a cada plano. Um grande avanço da Resolução é enquadrar as aplicações em renda variável nas novas concepções administrativas estabelecendo limites para aplicação referente ao novo mercado estabelecido pela Bovespa<sup>19</sup>.

Os fundos de pensão necessitam de um projeto para o seu fomento, porque ainda persiste um desconhecimento da previdência complementar nas empresas brasileiras, sobretudo nas médias e nas pequenas. O fomento da previdência complementar exige a difusão de informações mais precisas, que auxiliem o processo decisório de empresas, associações de classe, sindicatos e entes federativos (Rabelo, 2004). Coutinho (2004) argumenta que os fundos de pensão têm contribuído para a garantia de renda e bem estar à população idosa (com capacidade contributiva), num contexto de envelhecimento da população brasileira, e para uma oferta suplementar de poupança doméstica para a elevação

---

<sup>19</sup> Implantados em dezembro de 2000, o novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

da taxa agregada de investimento, possuindo um potencial de expansão através de medidas como tratamento tributário estimulante à poupança, incentivo a novos investidores institucionais (profissionais, sindicais, setoriais) e aperfeiçoamento da gestão.

Este capítulo abordou alguns conceitos básicos que se fazem necessário para fundamentar as análises as que esta dissertação se propõe, facilitando a compreensão dos problemas levantados e dos cenários formulados. Além dos conceitos de desenvolvimento sustentável e dos planos de benefícios para melhor delimitar o assunto, definiram-se, também, investimentos éticos, responsabilidade social e governança corporativa, porque, no contexto atual, as empresas têm o desafio da conquista de níveis cada vez maiores de competitividade e produtividade, introduzindo, nas suas estratégias e metas, a preocupação crescente com a legitimidade social de sua atuação, motivos pelos quais esses conceitos estão sendo incorporados ao setor empresarial. Foi apresentada, ainda, uma evolução histórica da previdência social no mundo e no Brasil, mostrando que a sua passagem para a previdência privada, ao longo do tempo, não deve ser vista como um caso isolado do Brasil, mas como parte de um amplo contexto, no qual o modelo de previdência privada aberta e fechada aparece como um complemento e, em alguns países, como substituição ao modelo de previdência social solidária.

Finalmente, a observação dos fundos de pensão não mostra um panorama homogêneo apenas em termos de tamanho, mas também em termos de maturidade, forma de atuação, estruturação e objetivos. Na verdade, sob o mesmo rótulo, coexistem entidades que vivem situações e têm estratégias radicalmente diferentes. Em grande parte, essa heterogeneidade é fruto de um processo histórico e tem sido acentuada pelas mudanças setoriais recentes, que, embora ainda sem terem provocado o surgimento de um novo modelo empresarial, podem ter seus impactos observados diretamente na prática setorial. No próximo capítulo, para se compreenderem os investimentos desses fenômenos sociais complexos

que são os fundos de pensão, optou-se por adotar o método de estudo de caso. Para a abordagem dada aos investimentos, é importante que as entidades analisadas possuam carteiras diversificadas e relevantes quanto ao recurso aplicado, escolhendo-se, nesse sentido, os três maiores fundos de pensão brasileiros - Previ, Petros e Funcef.

### **3 RESTRIÇÕES DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS ÀS ALOCAÇÕES EM PROJETOS COM PREOCUPAÇÕES SOCIOAMBIENTAIS**

Este capítulo tem por objetivo destacar e analisar as restrições dos fundos de pensão brasileiros nas alocações de recursos em projetos com preocupações socioambientais. Para tanto, divide-se em três partes. Na primeira, discute-se a concepção metodológica da análise do estudo de caso. Na segunda, analisa-se o comportamento dos investimentos da Previ, da Petros e da Funcef. Na última parte, debatem-se as restrições que os fundos de pensão têm na alocação de seus recursos em projetos com preocupações socioambientais.

#### **3.1 Construção metodológica da análise do estudo de caso**

A estratégia de pesquisa desenvolvida é a investigação das aplicações dos fundos de pensão dentro de um contexto real, através do método de estudo de caso, que permite identificar as características significantes das políticas de investimentos dos fundos de pensão brasileiros.

Faz-se uma análise das três maiores entidades do sistema de previdência complementar brasileiro, que são a Previ, a Petros e a Funcef, coletando um número significativo de informações com o objetivo de compreender a realidade de cada fundo de pensão, de forma a contribuir para o entendimento das relações que definem onde os recursos dessas entidades serão investidos. Esse estudo de caso foi precedido de uma discussão teórica, nos capítulos anteriores, sobre os temas que se pretende elucidar e tem por objetivo descobrir como e por que são determinadas as restrições às alocações de recursos dos fundos de pensão nos projetos com preocupações socioambientais, o que é realizado dentro de uma abordagem de pesquisa qualitativa que procura descrever e interpretar determinados fenômenos, buscando o significado dos mesmos. A vantagem desse método é a sua capacidade de atingir um nível de conhecimento mais

aprofundado sobre o objetivo, servindo como fonte para a definição de pressupostos de grande valor para estudos de maior amplitude.

É relevante observar o grau de concentração de recursos disponíveis para investimento dessas instituições. Outro ponto que merece ser destacado é o grau de interesse e a capacidade desses fundos de pensão para monitorarem e buscarem influir efetivamente na gestão das empresas que compõem suas carteiras de ações. Quer parecer, assim, que essa prática se mostraria efetivamente compensadora somente aos maiores, frente à alternativa que se apresenta aos menores de buscarem o investimento apenas por este se constituir em uma oportunidade interessante de negócio, dado o possível ganho, no curto prazo, com a venda, ou por propiciar uma postura de *free rider*, decorrente da atuação de outros sócios.

Os três fundos de pensão analisados neste capítulo divulgam balanços no formato sugerido pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas, que contém dados quantitativos e discriminam os investimentos sociais internos, externos, ambientais, tributos pagos e a receita líquida, além de outras informações. Apesar de não se poder fazer uma graduação das informações gerais, porque são subjetivas, através dos valores informados, pode-se discutir a influência dos valores sociais divulgados no balanço social sobre a rentabilidade das ações das empresas em bolsas de valores. Essas empresas já detectaram a necessidade de divulgar tais informações, e as entidades de previdência complementar estão buscando mecanismos de avaliação para direcionar uma parcela de suas aplicações em renda variável para as empresas que têm incentivado investimentos sociais.

O método de coleta de dados é a observação direta dos investimentos dessas entidades através de literatura já elaborada, constituída, principalmente, por políticas de investimentos, por balanços sociais e por relatórios anuais dos respectivos fundos de pensão. Nesse sentido, esta pesquisa utiliza-se da abordagem qualitativa, já que é a mais adequada para atingir seu objetivo, sendo



o estudo exploratório e descritivo. Esse método foi o escolhido uma vez que não se pretende generalizar as conclusões, mas, sim, investigar em profundidade a problemática tratada. Destaca-se o interesse nas investigações sobre as políticas de investimentos, analisando-se o planejamento dos fundos de pensão quanto as suas respectivas carteiras de aplicações. O caso dos fundos de pensão tem particular relevância por se tratar de um setor que detêm 17% do PIB brasileiro e possui aplicações nos mais diversos segmentos. Yin (2005) argumenta que a análise de dados do estudo de caso envolve, geralmente, um processo interativo, ou cíclico, que prossiga de uma abordagem mais geral a observações mais específicas.

A análise também destaca as diretrizes direcionadas para os projetos com preocupações socioambientais, o perfil da carteira de investimentos, onde os recursos dos planos estão aplicados, qual a rentabilidade obtida, os riscos assumidos e as hipóteses atuariais adotadas. Isso assegura a transformação do local para o global, pela representatividade que as entidades estudadas têm no setor de previdência complementar.

Nesse cenário, insere-se a condução do estudo de caso que estabeleceu, como foco, a Previ, a Petros e a Funcef. A Tabela 7 apresenta dados sobre o número de participantes desses fundos, e, a seguir, apresenta-se um breve histórico e uma caracterização de cada entidade.

<b>PARTICIPANTES/ENTIDADES</b>	<b>PREVI</b>	<b>PETROS</b>	<b>FUNCEF</b>	<b>TOTAL</b>
Ativos	83.270	40.554	49.542	173.366
Aposentados	59.261	41.154	56.395	156.810
Pensionistas	18.133	11.930	13.550	43.613
<b>TOTAL</b>	<b>160.664</b>	<b>93.638</b>	<b>119.487</b>	<b>373.789</b>

**Tabela 7- Participantes da Previ, da Petros e da Funcef - dez./05**

FONTE: Balanço Social 2005. Previ.

Relatório Anual de Responsabilidade Social Empresarial. Balanço Social 2005. Petros.

Relatório Anual de Atividades 2005. Funcef.

A Previ é o fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil. Criada há 102 anos, é o maior fundo de pensão da América Latina, com 160,6 mil associados, conforme dados apresentados na Tabela 7, e um patrimônio de R\$83,1 bilhões, que estão investidos em cerca de 100 empresas, dentre as maiores do País, em títulos do Tesouro Nacional, em empreendimentos imobiliários e, também, em operações com participantes. O conselho deliberativo é responsável pelas definições estratégicas da entidade, como, por exemplo, a aprovação das políticas e das diretrizes de investimentos, que é o documento que estabelece o nível de exposição que a Previ pode ter em cada segmento de ativos. A administração da entidade cabe à diretoria executiva, e o processo decisório é subsidiado por comitês integrados por funcionários de várias áreas, propiciando análises mais abrangentes e que têm o objetivo de minimizar os riscos. A fiscalização de todos os atos de gestão é responsabilidade do conselho fiscal. O processo de fiscalização inclui ainda o trabalho de auditoria interna, de auditoria do Banco do Brasil e a fiscalização da Secretaria de Previdência Complementar, além de auditoria externa contratada anualmente.

A Petros foi originada de estudos e projetos desenvolvidos, desde o início da década de 60, pela Petrobrás, com o objetivo de manter a qualidade de vida de seus empregados durante a atividade profissional e depois, na aposentadoria. Atualmente, tem 93,6 mil participantes, conforme os dados apresentados pela Tabela 7, e 31 patrocinadoras, pagando em torno de 50.000 benefícios mensalmente, com um total de investimentos de R\$30,2 bilhões em dezembro de 2005. Essa entidade desenvolve, implanta e administra 21 planos patrocinados de trabalhadores com vínculo empregatício, de uma ou mais empresas, e cinco planos de membros filiados a conselhos profissionais, associações, sindicatos e cooperativas com vínculo associativo. Os planos são do tipo benefício definido, contribuição definida e contribuição variável. Os benefícios são financiados pela acumulação das contribuições capitalizadas de participantes e patrocinadoras. A Petros reverte o patrimônio integralmente em favor dos participantes e cobra uma

taxa de administração para gerir os seus planos, que incide uma única vez no benefício.

A Funcef foi fundada em 1977, com o objetivo de suplementar os benefícios da previdência oficial aos empregados da Caixa Econômica Federal. Possui 119,4 mil participantes, conforme os dados apresentados pela Tabela 7, e, em dezembro de 2005, tinha um patrimônio de R\$22,4 bilhões e aplicações nos mais diversos segmentos da economia brasileira. Atualmente, administra os planos de benefícios REG/PLAN - de benefício definido -, REB - de contribuição variável - e o Clube Imobiliário. O conselho deliberativo, órgão máximo de deliberação da Funcef, é responsável pela definição da política geral de administração da entidade e dos planos de benefícios, sendo integrado por seis membros com composição paritária entre os representantes dos participantes, inclusive assistidos, e pela instituidora-patrocinadora. O conselho fiscal é o órgão de controle interno, responsável por emitir juízo de adequação formal dos atos de gestão administrativa e econômico-financeira, com o objetivo de verificar a observância, em cada caso, da legislação e das demais normas aplicadas à entidade.

Enfim, optou-se por realizar um estudo de múltiplos casos, de caráter exploratório, caracterizado por uma análise qualitativa de dados. Por ser um estudo exploratório, restringiu-se o estudo aos três maiores fundos de pensão do Brasil - (Previ, Petros, Funcef) -, que serão analisados caso a caso e que, juntos, somam R\$143 bilhões de patrimônio, conforme dados constantes no Anexo 1, ou seja, 45,9% do total dos investimentos de todas as entidades fechadas de previdência complementar. No que se refere à amostra, Gil (1994, p.100) a conceitua como um "(...) subconjunto do universo, por meio do qual se estabelecem ou se estimam as características desse universo". Assim, cada fundo de pensão é objeto de um estudo de caso individual, mas a análise completa abarca todo o sistema de previdência complementar, permitindo um exame processual, contextual e longitudinal das várias ações e significados que ocorrem e são construídos nas organizações.

### **3.2 Comportamento dos investimentos na Previ, na Petros e na Funcef**

A Previ, a Petros e a Funcef constituem reservas técnicas, provisões e fundos, de conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador. Esses fundos de pensão também definem a política de investimentos dos recursos de seus planos de benefícios, podendo esta ser diferenciada para as diversas modalidades de planos de benefícios por elas mantidas.

O objetivo, na gestão dos ativos dos fundos de pensão, deve ser o de alcançar remuneração igual ou pouco superior à taxa atuarial definida, por exemplo, 6% ao ano mais INPC. Esse propósito deve ser o de manter o valor atual dos mesmos, evitando a sua deterioração, ao longo do tempo, com o crescimento dos preços de bens e serviços (Oliveira, 2000). Pela Resolução do CMN n° 3121, em seu regulamento anexo, nos artigos 6° e 7°, todo fundo de pensão deve apresentar, anualmente, a sua política de investimentos à Secretaria de Previdência Complementar e, uma vez que princípios de responsabilidade social constem dessas políticas, eles devem ser explicitamente indicados.

Cabe destacar que alguns aspectos são fundamentais, quando se menciona a questão dos investimentos dos fundos de pensão: são recursos de terceiros e, portanto, devem ser geridos com a prudência que essa situação exige, principalmente porque sua finalidade é pagar benefícios quando há perda da capacidade laborativa do participante pelos mais diversos motivos; são recursos vultosos, porque resultam de uma poupança previdenciária de várias pessoas, para ser investida coletivamente; são recursos disponíveis por longo prazo, porque, em geral, a relação de um participante com seu plano de previdência administrado por fundo de pensão dura décadas; e são, finalmente, recursos a se tornarem líquidos, porque, em algum momento, deverão ser convertidos em dinheiro para pagamentos de benefícios previdenciários (renda mensal, pecúlio, etc).

Na qualidade de administradoras de recursos de terceiros acumulados em planos de previdência, as entidades devem levar em conta, quando forem investir o capital gerido na segurança do investimento, o balanceamento entre a parcela de recursos que pode ser investida no longo prazo - provavelmente alcançando maior rentabilidade - e a parcela que deve ser mantida com a devida liquidez, para fazer frente aos compromissos de curto prazo.

Os fundos de pensão são empresas privadas com características bem peculiares, pois não há uma concorrência direta entre os fundos para captação de clientes. Contudo a sobrevivência do plano depende dos reflexos rápidos da organização para perceber e adotar caminhos que satisfaçam as expectativas dos clientes sem comprometer o rendimento presente que sustenta o objetivo futuro, que é a suplementação dos benefícios sociais. A Tabela 8 apresenta a evolução dos investimentos, de 2003 a 2005, da Previ, da Petros e da Funcef.

	(R\$ bilhões)		
<b>ANOS</b>	<b>PREVI</b>	<b>PETROS</b>	<b>FUNCEF</b>
<b>2003</b>	58,0	20,7	14,9
<b>2004</b>	70,4	23,8	17,9
<b>2005</b>	83,1	27,4	20,9

**Tabela 8 – Evolução dos investimentos da Previ, Petros e Funcef – 2003-05**

FONTE: Balanço Social 2005. Previ.

Relatório Anual de Responsabilidade Social Empresarial. Balanço Social 2005. Petros.  
Relatório Anual de Atividades 2005. Funcef.

A Previ, a Petros e a Funcef, conforme os dados apresentados na Tabela 8, aumentaram os seus patrimônios nesses três anos pesquisados. Esse patrimônio viabiliza os investimentos, que são canalizados ao setor produtivo por meio do sistema financeiro, seja dos intermediários (bancos em geral, sociedade de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, etc), seja das chamadas instituições auxiliares (bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras, etc). Esses fundos de pensão serão analisados caso a caso, observando-se os

principais planos de benefícios, as suas políticas de investimentos para os próximos anos, as carteiras de aplicações e os balanços sociais do ano de 2005.

### **3.2.1 Comportamento dos investimentos da Previ**

A política de investimentos da Previ tem o objetivo primordial de administrar planos de benefícios. Com gerenciamento eficaz dos recursos aportados, busca melhores soluções para assegurar os benefícios previdenciários, de forma a contribuir para a qualidade de vida dos participantes e de seus dependentes, visando atender a suas expectativas e às das patrocinadoras. Conforme tal política, o plano de benefícios iniciou seu período de maturidade no decorrer de 2003, quando as contribuições se tornaram insuficientes para cobrir as despesas previdenciárias, cabendo aos rendimentos dos ativos a responsabilidade de complementação dos recursos necessários ao pagamento de benefícios. O plano atingiu sua maturidade mais exatamente em outubro de 2003, em decorrência de o número de aposentados ter superado o de participantes ativos. Tendo em vista que, pelas regras atuais do plano, não haverá novos entrantes, a curva de maturidade tende a acelerar-se até 2019, ocasião em que deverá atingir o diferencial negativo máximo entre os volumes de contribuições e benefícios.

Dado esse quadro atual e tendo como horizonte o período 2007-12, a política de investimentos da Previ tem por meta privilegiar uma gestão de investimentos capaz de proporcionar um fluxo de rendimentos necessário para o pagamento do total de benefícios. Além disso, a gestão dos ativos pressupõe desfazimentos em renda variável dentro do percentual exigido legalmente e contido na política de enquadramento encaminhada à SPC. No que se refere ao segmento de renda fixa, foram estabelecidas frações gerenciais, de forma a melhorar a eficiência na gestão e a atender ao volume de compromissos inerentes à condição de maturidade do plano.

No segmento imobiliário, visa priorizar empreendimentos que proporcionem maior fluxo de rendimentos, principalmente na forma de aluguéis, e estabelece como meta de gestão a elevação do volume de recursos direcionados para empréstimos e financiamentos.

A perspectiva de estabilidade que os gestores da Previ adotam para o cenário macroeconômico prevê rentabilidade decrescente para renda fixa e melhores oportunidades para os investimentos em renda variável. A Tabela 9 apresenta o resultado consolidado da carteira de investimentos da Previ no ano de 2005.

<b>SEGMENTOS</b>	<b>SALDO (R\$ bilhões)</b>	<b>PARTICIPAÇÃO %</b>
Renda fixa	27,2	33,0
Renda variável	49,9	60,5
Investimentos imobiliários	2,7	3,2
Operações com participantes	2,7	3,3
<b>TOTAL</b>	<b>82,4</b>	<b>100</b>

**Tabela 9- Resultados da carteira de investimentos da Previ-dez./05**

FONTE: Balanço Social 2005. Previ.

A Previ, segundo informações constantes na Tabela 9, possuía, no final de 2005, 60,5% dos seus ativos aplicados no segmento de renda variável. Segundo o seu relatório de 2005, a carteira obteve rentabilidade de 27,2%, representando um índice elevado de participação, superior à meta atuarial do ano, de 11,4%, merecendo destaque a reavaliação das empresas do setor elétrico, que geraram um ganho de mais de R\$ 2 bilhões, e o recebimento de dividendos.

De acordo com o relatório anual de 2005, a Previ deu continuidade à busca de maior incremento no volume de distribuição de dividendos em empresas com forte geração de caixa, como: Vale do Rio Doce, Petrobrás, Banco do Brasil, 521 Participações, Ambev, Itaubanco, Embraer, Bradesco, Neoenergia, Usiminas, etc.

Como resultado desse trabalho, os dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos pela Previ totalizaram R\$ 1,9 bilhão.

Os papéis de renda fixa, conforme os dados apresentados na Tabela 9 e no relatório anual da PREVI de 2005, possuem 33% do total de investimentos, cuja rentabilidade alcançou 17,3%, superando a meta atuarial de 11,4%. Os papéis referenciados na taxa de juros tiveram uma variação de mercado acima do esperado, em função de a taxa básica de juros acumular, no ano, 19,1%. Em contrapartida, os papéis indexados a índices de inflação tiveram um desempenho bem inferior, em decorrência da combinação de juros nominais altos e baixa taxa de inflação observada em 2005.

O segmento de investimentos imobiliários, ainda segundo os dados apresentados pela Tabela 9, teve participação de 3,2% da carteira de aplicações e obteve uma rentabilidade de 13,4%, superando a meta atuarial do ano. Esse desempenho foi decorrente das constantes modificações na administração da carteira, como o aprimoramento dos sistemas de controle dos investimentos, com foco na gestão de administradoras, na conservação patrimonial e na continuação do processo de auditoria dos empreendimentos, e do apoio a revitalizações de *shoppings centers*. As receitas advindas dos investimentos imobiliários (aluguéis e participações em empreendimentos imobiliários) totalizaram R\$ 290,7 milhões. Os empreendimentos que mais contribuíram foram: Hotel Le Meridien – RJ (R\$ 14,4 milhões), Barrashopping – RJ (R\$ 10,7 milhões) e Hospital São Luiz – SP (R\$ 9,5 milhões).

As operações com participantes, que abrangem as carteiras de financiamento imobiliário e de empréstimo simples, segundo a Tabela 9, equivaliam a 3,3% do total dos ativos de investimentos da carteira de aplicações da Previ. Foram utilizados R\$ 2,7 bilhões, com uma rentabilidade de 10,7%, inferior à meta atuarial de 11,4%.



Também são divulgados no balanço social da Previ alguns dados sobre as empresas em que a entidade tem participação<sup>20</sup>, tais como: 62% das empresas participadas têm política definida de dividendos; 42% delas asseguram em seus estatutos sociais, ou acordos, os direitos de acionistas minoritários; 83% dos conselhos escolhem e praticam a rotatividade em relação aos auditores independentes, bem como compartilham os resultados e conteúdos de suas reuniões aos demais acionistas; 58 instituíram códigos de conduta; 89% das participadas abordam o relacionamento com consumidores/clientes; 86% delas incluem também os fornecedores; e a obtenção ilegal de vantagens comerciais está expressamente proibida em 90% dos códigos ou declarações de valores.

A razão para a Previ adotar uma política formal de responsabilidade socioambiental, segundo o seu balanço social de 2005, é a de que, sendo um investidor de longo prazo, deve ter uma grande preocupação com a sustentabilidade dos seus investimentos. Retornos de curto prazo são importantes, mas significativos são os resultados consistentes ao longo do tempo. Por isso, a política da entidade deve estar preocupada com a criação de um ambiente de desenvolvimento sustentável, razão pela qual, declara que seu objetivo é o de assegurar renda para seus associados na fase pós-laborativa, entendendo que é do interesse deles viver em um ambiente saudável. O balanço social define, ainda, a sintonia da entidade com as tendências e preocupações da sociedade, que vem demandando, cada vez mais, a atuação responsável de empresas e organizações.

A Previ afirma que não só é possível como é necessário combinar a busca de retornos financeiros com as melhores práticas de responsabilidade socioambiental, e a adoção dessas práticas em todas as atividades contribui para a melhoria da entidade e para o alcance dos seus objetivos. As políticas e práticas que adota nas suas frentes de atuação devem estar imbuídas da idéia da RSA. No

---

<sup>20</sup> Vale do Rio Doce, Petrobrás, Banco do Brasil, AMBEV, Itaú, Embraer, Bradesco, Arcelor Brasil, Neoenergia, Usiminas, Telemar, Eletrobrás, Paranapanema, etc.

decorrer do tempo, cada um dos seus colaboradores deve preocupar-se em aprimorar as suas diretrizes de ação e levar em consideração esse tipo de investimento.

Preliminarmente, a política de RSA deve atingir as seguintes dimensões: política de pessoal responsável na relação com seus funcionários e colaboradores; responsabilidade na política com fornecedores e prestadores de serviços, bem como no uso de recursos em geral (água, papel, energia, etc.); políticas e práticas de investimento, considerando os aspectos socioambientais para as decisões de investimento, desenvolvendo metodologia e ferramentas para analisar o impacto dessas questões nos projetos em análise; política de governança corporativa, selecionando as questões de responsabilidade social como uma das prioridades no acompanhamento das empresas e dos empreendimentos e incentivando a adoção dessas políticas por parte das mesmas; e, por fim, o relacionamento com os associados, pautado no respeito e na ética, disseminando os valores de RSA junto a eles.

O direcionamento estratégico busca monitorar e projetar metas para a melhoria das práticas, mantendo um relacionamento, com outras entidades e organizações, baseado nos mais elevados padrões de ética, com estabelecimento de parcerias, sempre que possível, para o desenvolvimento de ações comuns de RSA. A partir dessas diretrizes, a Previ deverá empreender esforços para formalizar uma política de responsabilidade socioambiental que contenha valores, compromissos e procedimentos a serem adotados pela entidade.

Em resumo, a Previ por ser o maior investidor institucional do País e em função dessa dimensão e desse posicionamento, têm influência relevante no ambiente de negócios e da previdência complementar. Os objetivos da gestão dos ativos pressupõem desfazimentos em renda variável, dentro do percentual exigido legalmente, apesar de a política de investimentos adotar, para o cenário macroeconômico, uma previsão de rentabilidade decrescente para renda fixa e

melhores oportunidades para as aplicações em renda variável. Na carteira de renda fixa, foram estabelecidas segmentações gerenciais, de forma a melhorar a eficiência na gestão e a atender ao volume de compromissos inerentes à condição de maturidade do plano. No segmento imobiliário, objetiva priorizar empreendimentos que proporcionem maior fluxo de rendimentos, principalmente na forma de aluguéis, e estabelece como meta de gestão a elevação do volume de recursos direcionados para o segmento de empréstimos e financiamentos.

### **3.2.2 Comportamento dos investimentos da Petros**

A política de investimentos planejada pela Petros, para o período 2007-11, para os planos que a entidade administra, tem como objetivo fornecer aos gestores as diretrizes em relação às estratégias para alocação dos investimentos em um horizonte de longo prazo, sendo um documento de vital importância para o planejamento e o gerenciamento dos planos administrados pelo fundo de pensão. Apresenta, também, diretrizes gerais para a alocação de recursos nos segmentos de renda fixa, de renda variável, em projetos de infra-estrutura, imóveis e empréstimos para participantes. Os princípios norteadores da decisão de alocação da entidade em investimentos de longo prazo visam formar uma carteira que permita atingir uma relação de risco, de retorno e de liquidez, que possibilite ao fundo cumprir da forma mais segura seu maior objetivo, que é o de pagar os benefícios aos quais têm direito seus participantes.

O documento que apresenta a política de investimentos da Petros prevê, para a economia brasileira, um cenário macroeconômico favorável para o período de 2007-11, com a perspectiva de continuidade da redução dos juros reais, e indica que a estratégia para a alocação dos recursos será pautada na diversificação dos investimentos, planejando colocá-los em uma perspectiva de rentabilidade sólida de longo prazo baseado em princípios de investimentos socialmente responsáveis.

O documento estabelece, ainda, inúmeros *benchmarks*, com o objetivo de transparecer qual a expectativa mínima de rentabilidade que espera de cada tipo de ativo no longo prazo. O objetivo principal de rentabilidade dos planos de benefício definido é a meta atuarial. A política de investimentos determina que não serão adquiridos ativos de renda fixa considerados com médio/alto risco de crédito por nenhum dos planos administrados pela Petros. Os limites estabelecidos para a carteira de renda fixa de médio/alto risco de crédito são apresentados visando deixar transparente a existência de antigas posições da carteira e indicar a diretriz de estabilidade ou redução. A ampliação desse tipo de investimento somente poderá ocorrer de forma involuntária, causada por deterioração da avaliação de risco do investimento por fatores alheios ao controle da entidade. As políticas de investimentos para os planos propõem a continuidade da ampliação da parcela de investimentos lastreados em risco de crédito privado, reduzindo a parcela dirigida a títulos públicos. Tais investimentos, se feitos por intermédio de veículos bem estruturados, têm uma remuneração esperada bem mais elevada que títulos públicos e estão associados a níveis de riscos baixos. No caso dos planos de contribuição definida/variável, foi estabelecida a possibilidade para investimentos com risco de crédito privado.

Todos os planos da Petros deverão investir nos três principais fundos de renda fixa: multimercados moderados, multicarteiras e de liquidez. Nos moderados, os gestores estão comprometidos com uma rentabilidade alvo de 105% da taxa Selic. No caso das multicarteiras, a meta de rentabilidade do gestor é de 108% da taxa Selic, exigindo uma alta *performance* do administrador, que poderá utilizar o mercado de renda variável para executar operações de renda fixa com o objetivo de maximizar o retorno do fundo. Os fundos de liquidez visam fazer frente às obrigações de curto prazo do fundo de pensão, sendo sua meta de rentabilidade 100% da Selic.

Em decorrência do cenário que os gestores da Petros estipulam para o período 2007-11, a diretriz para a renda variável é a possibilidade de manter a

alocação dentro dos níveis atuais para os planos de contribuição definida/variável. Nos planos de benefício definido, serão criadas duas novas carteiras: a carteira de responsabilidade social e a carteira novo mercado. A meta da entidade é manter em carteira apenas empresas comprometidas com responsabilidade social, após o final de 2008.

No segmento de renda variável, as ações selecionadas serão aquelas consideradas pelos analistas da Petros como as melhores opções da Bovespa com perspectiva de 12 meses à frente, sem que precisem, necessariamente, estar próximas da composição do IBX-50.

No caso da carteira de dividendos, o foco permanece sendo empresas que possuam boas perspectivas de distribuição de dividendos consistentes no médio prazo, conseqüentemente, com menor exposição ao risco de mercado.

Para a carteira de responsabilidade social, serão selecionadas empresas que, além de oferecerem boas perspectivas de retorno, estejam bem classificadas, dentro da avaliação da entidade, no que diz respeito aos quesitos de responsabilidade social, tendo como limites de aplicação o mínimo de 0% e o máximo de 5,50% para cada ano do período de 2007-11.

Na carteira novo mercado, serão selecionadas empresas bem conceituadas nos quesitos apontados pela Petros e que apresentem maior sustentabilidade no longo prazo, tendo como limites de aplicação um mínimo de 0% e o máximo de 5,50% para o período 2007-11.

Com a finalização das regras para investimentos em infra-estrutura através das parcerias público-privadas, em 2006, as previsões dos gestores da Petros é que o ano de 2007 deverá ser marcado pelo início de reais oportunidades para esse tipo de investimento. Desde que tenha um marco regulatório seguro, o fundo

de pensão estará investindo em projetos de infra-estrutura, através de fundos de participação (FIPs- *private equity*).

E, por fim, para o segmento de imóveis, a entidade estabelece a política de continuidade no processo de reavaliação de toda a carteira de empreendimentos imobiliários nos planos de benefício definido e nos planos de contribuição definida, não haverá investimentos.

A Tabela 10 apresenta a carteira de investimentos da Petros com os dados consolidados de dezembro de 2005.

<b>SEGMENTOS</b>	<b>SALDO (R\$ bilhões)</b>	<b>PARTICIPAÇÃO %</b>
Renda fixa	18,9	66,5
Renda variável	7,3	25,7
Investimentos imobiliários	1,0	3,5
Operações com participantes	1,0	3,5
Outros realizáveis	0,2	0,8
<b>TOTAL</b>	<b>28,4</b>	<b>100</b>

**Tabela 10- Resultados da carteira de investimentos da Petros – dez-05**

FONTE: Relatório Anual de Responsabilidade Social Empresarial. Balanço Social 2005. PETROS

Em 2005, a carteira de renda fixa da Petros registrou uma participação de 66,5% dos seus investimentos e uma rentabilidade de 14,8%, conforme informações constantes na Tabela 10 e no balanço social da entidade do ano de 2005. Os referenciais de mercado da carteira de renda fixa utilizados como base são o certificado de depósitos bancários e certas notas do Tesouro Nacional.

A carteira de renda variável apresentou uma participação de 25,7% dos investimentos da entidade e uma rentabilidade de 34,8% em 2005. Comparando essa rentabilidade com os referenciais de mercado mais utilizados para renda variável, constata-se que ela foi superior à da Ibovespa (27,1%) e inferior à do IBX-100 (37,3%) e à do IBX-50 (38,0%).

A rentabilidade da carteira de investimentos imobiliários foi de 18%, representando, conforme os dados apresentados pela Tabela 10, 3,5% do total de investimentos da fundação. A meta atuarial (IPCA mais 6%) estabelecida como parâmetro mínimo de rentabilidade no ano de 2005 foi de 12,4%. A rentabilidade acumulada nas carteiras da Petros somaram 20%, e o referencial ponderado de mercado, 18,3%.

No ano de 2006, a Petros seguindo a sua política de investimentos, aderiu aos princípios de investimentos responsáveis. O PRI é uma iniciativa da ONU, da qual participam grandes investidores institucionais de todo o mundo, e tem como objetivo debater os conceitos de responsabilidade social e governança corporativa. Em consequência dessa participação, surgiram novos conceitos para o aprimoramento dos princípios de responsabilidade social na política de investimentos do período compreendido entre 2007-11, que estabelece uma migração de recursos para esse tipo de investimento de forma gradual, mas irreversível.

No manual de governança dos investimentos da Petros, existe uma compilação da experiência adquirida no monitoramento diário de seus investimentos e a pretensão de encorajar o uso dos conceitos de governança corporativa e responsabilidade social. Esse manual consiste na enumeração de pontos críticos do trabalho desenvolvido pelos representantes internos e externos da entidade envolvidos direta e indiretamente no processo de governança corporativa dos investimentos. Em razão da necessidade de incorporar a avaliação do impacto social em diferentes tipos de investimentos a entidade adotou a metodologia que tem como base três focos principais: avaliação das empresas para a carteira de ações, análises das empresas em que a PETROS tem participação e análise dos novos investimentos (renda fixa e fundos).

Enfim, a Petros aloca a maioria dos seus recursos em renda fixa, estabelecendo, na sua política de investimentos, a criação de duas carteiras

(responsabilidade social e novo mercado) de aplicações, compostas por investimentos com preocupações socioambientais, e determinando um limite máximo de 5,5% e um mínimo de 0% no período 2007-11. A Petros, a partir da sua política de investimentos, define que o aumento, nesse tipo de aplicação, é gradual e irreversível.

### **3.2.3 Comportamento dos investimentos da Funcef**

A Funcef criou um controle de investimentos, porque, como os demais fundos de pensão, obedece a normativos externos que fixam limites rígidos para as aplicações. Os normativos internos mais específicos têm o objetivo de garantir mais segurança e transparência nos investimentos, além de monitorarem diariamente o enquadramento das aplicações nos limites fixados. A área de controle dos investimentos acompanha os regulamentos dos fundos de investimentos e os procedimentos seguidos pelos gestores dos investimentos, sejam eles da fundação, sejam de terceiros, de forma a garantir a conformidade com as normas.

O código de conduta corporativa, lançado em 2004, que orienta os procedimentos de todos os empregados e prestadores de serviço atuantes na entidade, estipula diretrizes de atuação como: o direcionamento nos investimentos que geram empregos e contribuem para a melhoria das condições de vida da população; e as decisões sobre a contratação de serviços, compra de produtos, ou a inversão de recursos em empreendimentos mobiliários e imobiliários. Os gestores da Funcef devem atentar para o cumprimento, inclusive por parte dos parceiros e contratados, das normas ambientais, buscando sempre a preservação dos ecossistemas locais.

A Funcef possui a maior carteira imobiliária dentre os fundos de pensão, tendo criado uma diretoria imobiliária, acumulando experiência no setor. Desde o fim de 2005, por conta de uma regra que não permite que o fundo tenha terrenos



em carteira, passou a adotar a estratégia de conseguir parceiros para a construção de projetos residenciais e comerciais nos terrenos que constavam na carteira imobiliária. No segmento de renda variável, a entidade já tem investimentos e deverá fazer aportes em FIPs, sendo vários deles com foco na área de infra-estrutura. A prospecção de novas oportunidades de investimento em projetos que tenham forte impacto econômico e social não pode prescindir da segurança conferida por uma adequada estruturação de garantias, da liquidez ajustada à necessidade dos compromissos atuariais e da rentabilidade compatível com os riscos envolvidos em cada tipo de investimento, sob uma perspectiva de longo prazo.

<b>SEGMENTOS</b>	<b>SALDO EM 2004</b>	<b>PARTI- CIPAÇÃO %</b>	<b>SALDO EM 2005</b>	<b>PARTI- CIPAÇÃO %</b>
Renda fixa	12.199.157.167	68,15	14.012.373.290	67,10
Renda variável	3.223.553.660	18,01	4.356.424.065	20,86
Investimentos imobiliários	1.572.617.675	8,79	1.629.646.546	7,80
Operações com participantes	879.069.753	4,91	839.883.853	4,02
Outros realizáveis	25.880.849	0,19	45.084.473	0,22
<b>TOTAL</b>	<b>17.900.275.104</b>	<b>100</b>	<b>20.883.412.227</b>	<b>100</b>

**Tabela 11- Resultados da carteira de investimentos da Funcef-2004-05**

FONTE: Relatório Anual de Atividades 2005. Funcef.

A carteira de renda fixa, de acordo com as informações constantes na Tabela 11, continua como a principal modalidade de investimento da Funcef, com 67,10% do total dos seus ativos. A rentabilidade acumulada no ano de 2005 foi de 15,89%. Outra carteira com volume expressivo de recursos investidos é a de renda variável, composta por ações negociadas na bolsa, fundos de ações e participações em empresas. Em 2005, os investimentos nessa carteira

aumentaram para 20,86% dos ativos de investimentos contra 18,01% aplicados em 2004. A rentabilidade acumulada foi de 32,89% superior à do Ibovespa (27,06%), mas inferior à do IBX-100 (37,3%) e à do IBX-50 (38,0%).

Pelas informações apresentadas no relatório anual de 2005, as aplicações da FUNCEF em imóveis superaram a meta atuarial da entidade, que era de 11,35% em 2005. A rentabilidade acumulada atingiu 15,26%, com destaque para os segmentos de renda com *shopping-centers*, que alcançaram resultado de 24,26%. Os diversos empreendimentos da carteira imobiliária promoveram rendas de aproximadamente R\$ 3 bilhões, o que representa 7% do faturamento anual estimado para o segmento. Os imóveis para renda representam a maior fatia da carteira imobiliária da fundação, com 17,75% dos investimentos da carteira imobiliária. Por último, encontram-se os terrenos, que representam 4,3% da carteira de imóveis.

As operações com participantes obtiveram uma rentabilidade de 9,82%, totalizando R\$ 81,96 milhões e 1,53 ponto percentual inferior à meta atuarial. Essa carteira representa 4% dos ativos da entidade segundo os dados apresentados na Tabela 11. Tal resultado decorre da elevada taxa de inadimplência da carteira de financiamento habitacional, cujas ações na Justiça afetam a sua *performance*.

A Funcef, em 2005, definiu, no âmbito do planejamento estratégico, um grupo de trabalho para conceituar ISRs, sua aplicabilidade e aderência à política de investimentos. A partir dessas definições e critérios, buscará investir em instituições que possuam políticas relacionadas à preservação do meio ambiente, à responsabilidade social e à aplicação da governança corporativa. Nesse contexto, já é possível destacar duas iniciativas. A primeira é a criação de um FIP chamado Infra-Brasil, que deverá investir em projetos de infra-estrutura, contemplando princípios gerais de um sistema de gestão ambiental. A segunda é a formação do Fundo Brasil Energia, que também se deverá evidenciar dentro dos investimentos socialmente responsáveis empreendidos pela Funcef.

### **3.2.4 A lógica de comportamento dos investimentos da Previ, Petros e da Funcef**

A atuação dos fundos de pensão como investidores institucionais no Brasil, nos últimos anos, passou a ganhar expressividade, em decorrência do contexto econômico e das características dessas entidades. Como consequência desse crescimento, a estratégia de investimento dos fundos de pensão tem contribuído para a alteração da estrutura de propriedade no Brasil, substituindo o Estado-empresário, o que reflete uma tendência já observada em países desenvolvidos, como Estados Unidos, Holanda, Suíça e Inglaterra.

Destaca-se o fato de que a quase-totalidade dos investimentos dos fundos de pensão está alocada nos segmentos de renda fixa e de renda variável. O mercado financeiro e o de capital são os principais destinos dos ativos sob a gestão das entidades, evidenciando as variações nas taxas de juros, nos preços das ações e em outros índices como os principais fatores de risco das operações de remuneração dos recursos. Embora os fundos de pensão sejam passíveis de outros importantes fatores de riscos, como o atuarial e o de crédito, o gerenciamento do risco de mercado está associado à gestão de mais de 90% dos ativos de investimentos do segmento da previdência complementar fechada.

As estratégias para a obtenção de uma rentabilidade que remunere os recursos dos fundos de pensão expõem o patrimônio dos seus associados, dentre outros, ao risco de mercado inerente às operações de renda fixa e de renda variável, trazendo o gerenciamento dos riscos associados às aplicações financeiras para o centro das discussões. A alocação dos recursos dos fundos de pensão expõe o patrimônio dos seus associados a níveis de risco de mercado que irão oscilar de acordo com a composição da sua carteira de investimentos. Pode-se notar, também, um decréscimo relativo da importância das aplicações em imóveis e do financiamento imobiliário.

Esses fundos de pensão vêm buscando mecanismos de avaliação de indicadores sociais para orientar seus investimentos e disseminar o tema de responsabilidade social nos seus relacionamentos junto às entidades e às empresas em geral. Ainda não há um consenso sobre critérios ou questionários padronizados para ser feita uma graduação das empresas sob o aspecto das atividades sociais, nem há orientação por parte da bolsa de valores para alocação nesse tipo de ações. Os fundos iniciaram, então, uma trajetória de aumento de participação no mercado de capitais e de aprendizado para a identificação dos mecanismos mais apropriados a influenciar na formulação e na implementação de estratégias e políticas das empresas de que participam, maximizando valor e preservando o retorno dos recursos aplicados.

Em face da inexistência de modelos definidos que amparem tal demanda, diversas entidades, por vezes assessoradas por consultores externos, passaram a desenvolver estruturas e dinâmicas organizacionais, compreendidas, respectivamente, como os arranjos físicos e os modos de funcionamento de tais articulações, que podem vir a constituir modelos próprios. Enfim, os projetos com preocupações socioambientais encontram diversas dificuldades para poderem exercer uma maior participação na carteira de investimentos dos fundos de pensão, problema que será destacado e debatido na próxima subseção.

### **3.3 As restrições dos fundos de pensão para disponibilizar recursos nos projetos com preocupações socioambientais**

Os recursos dos fundos de pensão, conforme análise sobre o comportamento dos seus investimentos, possuem restrições quanto às alocações em projetos com preocupações socioambientais, e o objetivo deste tópico é discutir essas questões que são: a lógica do curto prazo conjugada com os juros altos, a regulamentação dos fundos de pensão e a ética utilizada nas finanças.

Os fundos de pensão controlam uma parcela cada vez maior do capital das grandes empresas. Mas, como argumenta Chesnais (1998), esses fundos

orientam-se pela lógica do curto prazo, pressionando para reduzir parte dos lucros destinada aos investimentos.

Com as altas taxas de juros praticadas pelo Governo brasileiro desde a década de 90, as aplicações em investimentos socialmente responsáveis e de longo prazo relacionadas ao setor produtivo da economia têm sido descartadas por aplicações de curto prazo, que remuneram apenas os ativos financeiros, sejam títulos públicos, sejam depósitos a prazo e fundos de investimento de renda fixa.

Para os fundos de pensão que têm seus investimentos regulamentados pelos gestores da política econômica, a decisão de onde investir fez concentrar grandes volumes de recursos alocados em ativos de maior liquidez e de curto prazo, de modo a permitir rápidos ajustes nos portfólios desses investidores (Farah, 2004).

No Brasil, a legislação que regula o portfólio de investimentos dos fundos de pensão permite a aplicação de até 100% dos seus recursos em títulos públicos, mas limita em 5% o investimento em fundos de empresas emergentes e em 3% a aplicação em títulos rurais (agroindústrias), ou seja, o Governo financia-se com esses títulos públicos, e, para os investidores, aplicar nesses títulos resulta em risco pequeno, retorno bastante aceitável e com perfil de curto prazo (França, 2002).

Observa-se que os recursos aplicados pelos fundos de pensão no segmento de renda fixa se deslocaram paulatinamente de um nível próximo de 29% em 1994 para 62% no final de 2003, explicado pelo crescimento dos fundos de investimentos em renda fixa, que começaram a se desenvolver no período 1997-98, a partir do lançamento dos títulos pós-fixados do Tesouro Nacional, em decorrência das crises na Ásia e na Rússia.

Na atual conjuntura política e econômica, o capital financeiro proporciona retorno muito rápido, devido às elevadas taxas de juros. Dificilmente o investidor

sai da segurança oferecida pelos títulos públicos para investir no setor produtivo, que oferece diversos tipos de risco. Essa situação cria um círculo vicioso, em que o investimento na produção é mais arriscado e menos rentável. Com as taxas de juros elevadas, o retorno dos projetos de investimento terá que ser superior ao das fontes financiadoras, tendo como consequência o fato de que um projeto de aplicação em capital produtivo precisa ser muito rentável para receber os recursos dos fundos.

Os juros altos reduzem o ritmo de crescimento de preços mas sufocam a demanda de mercado. Assim, a eficácia antiinflacionária da política de juros depende diretamente de sua capacidade de reduzir a demanda agregada, contraindo a atividade produtiva e aumentando o desemprego.

Quando a alta de juros, ou sua manutenção em patamares elevados, é um instrumento corriqueiro, os agentes econômicos aprendem que qualquer movimento de baixa posterior de juros pode ser passageiro e tendem a se recusar a fazer empréstimos e aplicações a juros baixos por prazos mais longos. O risco da aplicação a prazos mais longos torna-se excessivo: taxas de juros de longo prazo serão sempre muito altas hoje, porque embutirão o risco de uma alta futura, tendo em vista que esse é o instrumento que o Governo tem para combater a inflação.

Taxas de juros elevadas em relação ao resto do mundo tendem a atrair capitais externos para a economia brasileira, especialmente aqueles voltados para a exploração de oportunidades de curto prazo. A vinda desses capitais valoriza o real e prejudica a balança comercial. Esse efeito pode ser compensado por aumentos de produtividade, mas, em si, é sempre negativo. O resultado é que a capacidade de consumo da população, essencial para dinamizar as atividades econômicas do País, é esterilizada, pois grande parte da capacidade de compra é transformada em remuneração da intermediação financeira. Assim, a paralisia atinge o Governo, as atividades produtivas, a dinâmica do desenvolvimento local e

o elemento dinamizador tão importante que é o mercado interno. Como o processo implica juros altos, as empresas são levadas a se autofinanciar. Desse modo, a liberalização dos fluxos de capital, que deveria, teoricamente, canalizar fundos para os seus usos mais produtivos, leva, pelo contrário, à drenagem dos recursos para fins especulativos e as empresas a buscarem, cada vez mais, o autofinanciamento, perdendo-se justamente a capacidade de as poupanças de uns irrigarem os investimentos de outros. O efeito é rigorosamente inverso ao previsto ou imaginado, mas rigorosamente coerente com os interesses da especulação. Na realidade, as riquezas são drenadas para os especuladores internacionais e nacionais.

Nesse contexto, os projetos com preocupações socioambientais normalmente apresentam perfil de risco maior do que as operações realizadas no mercado financeiro, o que poderia comprometer a sua rentabilidade. Como os fundos de investimento têm perfil de curto prazo, os fundos de pensão não deveriam manter um percentual tão grande de recursos neles, pois a grande vantagem dos fundos de previdência é seu perfil de longo prazo, o que lhes permite fazer investimentos em projetos cuja maturação se dará no médio e no longo prazo. Argumenta-se que, sem constituir uma panacéia diante do movimento generalizado de financeirização – atrelados a iniciativas macroeconômicas, assim como ao movimento do investimento responsável –, eles podem, não obstante, contribuir para uma certa domesticação da globalização financeira.

Outra restrição detectada é que, no sistema de previdência complementar, são freqüentes as regulamentações que impedem que o conhecimento desenvolvido ao longo de várias décadas possa enfrentar, em condições de igualdade, o teste do mercado e gerar benefícios mais amplos para a sociedade brasileira. Naturalmente, a legislação evolui de acordo com o desenvolvimento da sociedade, com os legisladores operando como analistas de investimento. Algumas combinações de eficiência e justiça são melhores que outras, e a fronteira eficiente do binômio eficiência-justiça é composta por combinações que

não podem ser superadas, e escolhas ao longo da fronteira elevam um dos elementos e reduzem o outro. A tomada de decisão, entretanto, é complexa, uma vez que seus elementos são multidimensionais.

Na redação da lei básica da previdência complementar, observa-se que o legislador se preocupou em assegurar a viabilidade econômico-financeira dos planos de benefícios, reafirmando que o regime é baseado na constituição de reservas que os garantam (Lima, 2004). Nos investimentos dos fundos de pensão, devem ser preservadas as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez. A segurança diz respeito ao gerenciamento dos riscos envolvidos nas operações a serem realizadas pelos administradores responsáveis pela aplicação dos recursos acumulados pelos fundos de pensão, ou seja, as entidades aplicam em investimentos que contenham uma estrutura de garantias para minimizar o risco de perda de capital. A rentabilidade refere-se ao recebimento de ganhos no processo de alocação da carteira de aplicação do fundo de pensão. A liquidez dos ativos é a possível forma de saída da posição de investidor e da conversão de aplicações em dinheiro. E, por fim, a solvência dos planos de benefícios é a capacidade de eles honrarem as suas obrigações no longo prazo. Os projetos que não contemplem estes fatores, tradicionalmente, são o motivo para que os gestores dos fundos de pensão neles não apliquem.

As resoluções do órgão regulador disciplinaram os investimentos dos fundos de pensão, estabelecendo limites quantitativos, mínimos e máximos, de aplicação e diversificação em ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro do País. No Brasil, argumenta Pinheiro (2005), o estágio presente da regulação desses investimentos propicia o debate sobre a superação dos atuais limites quantitativos em favor de uma regulação qualitativa. A legislação é quase totalmente quantitativa e precisa flexibilizar-se, incorporando aspectos de uma regulação qualitativa e prudencial, não no sentido da eliminação dos limites, mas no de promover a complementação das regras atuais de investimentos para os fundos de pensão.



O sistema legal em vigor, a respeito desse assunto, parece ser bastante paternalista, o que indica que o legislador, nesse caso, acredita que erros cognitivos e falta de autocontrole por parte dos investidores são comuns e devem ser remediados. De outro modo, é importante ressaltar que os fundos de pensão são fortemente capitalizados e que naturalmente são focos de muita atenção, já que representam recursos disponíveis para serem aplicados no mercado. Portanto, torna-se imprescindível um eficaz sistema de controle e fiscalização para evitar que procedimentos normais de acumulação e gestão de recursos estimulem o surgimento de relações impróprias, facilitando a ocorrência de esquemas de apropriações indébitas ou instrumentos de favorecimento e abuso político.

Os instrumentos para leitura e avaliação das práticas de responsabilidade social divulgadas nos balanços sociais e nos relatórios corporativos ainda estão em fase pouco definida, refletindo dúvidas e dificuldades de compreensão que atingem todos os investidores. Os aplicadores não têm poder suficiente para exigir a publicação de determinadas informações ou corrigir falhas de conteúdo dos relatórios, sendo fundamental estabelecer uma regulação mais ampla para melhorar a qualidade da produção de relatórios sociais. Esses são problemas que ainda estão sem resposta e que estabelecem restrições às alocações nos projetos com preocupações socioambientais.

A regulamentação poderia definir um código de investimentos que fosse utilizado por todo o setor de previdência complementar, pois a análise do estudo de caso realizada anteriormente permite concluir que cada entidade elabora a sua própria conduta. O objetivo é melhor regular esse mercado, incentivando projetos com preocupações socioambientais, e permitir que os representantes dos trabalhadores participem da gestão dos fundos de pensão, impedindo a aplicação desses recursos em empresas que não cumpram com a legislação trabalhista e os acordos salariais, que não preservam o meio ambiente, que utilizem o trabalho infantil, que soneguem impostos, dentre tantos outros motivos. Os fundos de pensão necessitam de um projeto para o seu fomento, porque ainda persiste um

desconhecimento da previdência complementar nas empresas brasileiras, sobretudo nas médias e nas pequenas. O fomento da previdência complementar exige a difusão de informações mais precisas, que auxiliem o processo decisório de empresas, associações de classe, sindicatos e entes federativos (Rabelo, 2004).

A ética na área das finanças, que não tem recebido atenção no Brasil, foi detectada como uma das restrições às alocações dos recursos dos fundos de pensão em projetos com preocupações socioambientais. O processo de globalização da economia, em curso, é um dos acontecimentos mais significativos e tem implicações para todos os indivíduos. Os mercados financeiros, embora tendo sido os primeiros a se integrarem em nível global, constituem, até o momento, o principal fator de risco para o processo. Seja pela ética dos diversos agentes atuantes nos mercados financeiros, seja pela legislação sobre eles incidente, parecem não ter acompanhado a velocidade da revolução tecnológica.

De acordo com Nash (1993), os executivos têm, basicamente, dois tipos de preocupação no que se refere à ética. A primeira diz respeito ao efeito de se adotarem padrões morais elevados sobre os resultados financeiros da corporação. Nesse contexto, ser ético tem, necessariamente, um custo associado. A segunda preocupação está ligada ao temor de que a adoção de padrões não éticos pelos empregados venha a se constituir em um passivo financeiro, caso tais padrões cheguem a público. Não se trata, portanto, de um tipo especial de ética, mas, sim, da utilização das normas morais pessoais no contexto dos negócios, acompanhados do estudo de como o ambiente empresarial afeta certos valores pessoais dos agentes envolvidos.

Sobre o binômio eficiência-justiça, existem várias teorias. No utilitarismo, o que é eficiente é justo, o que é justo é eficiente. Portanto, não existe uma diferenciação entre justiça e eficiência. A teoria da justiça utilitarista é indeterminada. Rawls (1971) sustenta que atores ou agentes racionais e razoáveis

podem definir um contrato social que garanta as bases para a constituição de uma sociedade justa ou calcada num princípio de justiça como igualdade. Rawls substitui o conceito de utilidade pelo de bens primários, que incluem desde bens básicos (alimentação, moradia) até direitos políticos fundamentais, que seriam o objeto de escolha de cada agente ou ator racional e razoável. Em Marx, a teoria da justiça pressupõe a eliminação de qualquer tipo de exploração, de troca desigual e, também, da inclusão de princípios de distribuição de renda. Dworkin (2005), na sua teoria da justiça, sustenta que a distribuição de recursos e oportunidades e a relação destes com o conceito de responsabilidade pessoal fundamentam moralmente a sua teoria. E, por fim, Sen (1999) propõe uma abordagem para o problema da justiça baseada nos conceitos de funções ou funcionamentos e capacitações. Capacitação pode ser definida como a capacidade das pessoas em ação na obtenção de seus fins. A abordagem de Sen define igualdade como distribuição igualitária das capacitações.

Amoêdo (1997) chama atenção para o fato de que os agentes tomadores de decisões devem ter uma visão contextualizada da realidade com que se deparam, para, só então, determinarem o curso de ação. A vida do executivo em uma organização é acompanhada de uma série de demandas e pressões que geram dilemas de difícil solução. Uma vez que a avaliação da linha de conduta passa tanto pelos fatores organizacionais quanto pelos pessoais, não é recomendável uma postura romântica por parte do executivo. Por outro lado, as empresas certamente não agem eticamente apenas para não sofrerem penalidades legais, existindo uma diferença profunda entre legalidade e moralidade. As empresas agem eticamente (em conformidade com a moral socialmente predominante), porque as relações travadas entre empresas e contrapartes são relações de força, relações de poder.

As áreas mais importantes da ética empresarial no que tange à tomada de decisão gerencial dizem respeito ao cumprimento, ou não, da legislação, à primazia do interesse próprio sobre os interesses da companhia e de outras partes

interessadas e a assuntos que transcendem a esfera legal (Nash, 1993). Observa-se que, quando se discute ética nos negócios, se está tratando justamente de escolhas quanto aos possíveis cursos de ação que podem ser tomados no âmbito organizacional e suas implicações de cunho moral. Agir eticamente pressupõe a aceitação implícita de regras e normas auto-impostas, que impõem limites na busca de interesses.

A área financeira é reconhecidamente um território de mentes quantitativas. As pesquisas científicas de caráter ético em finanças não são exatamente comuns, e a preocupação tem se concentrado bastante sobre a regulamentação do mercado - de modo a lhe garantir um mínimo de credibilidade - , bem como em estabelecer limites de exposição para os diversos agentes, em função do risco sistêmico.

Procurando evidenciar o papel da ética em finanças, Dobson (1993) argumenta que a ética em finanças tende a ser vista apenas dentro do rígido conceito da teoria financeira e que, por isso, assume o papel ambíguo e subserviente de legitimar alguns objetivos materialistas. Afirma que a atual concepção de ética como uma restrição ao comportamento é ilógica, pois sanciona comportamentos não éticos, se esses levarem a ganhos financeiros; nessa mesma linha de raciocínio, crítica os que afirmam que o comportamento ético é uma restrição necessária e desejável para manter o nível de confiança no mercado.

O problema, quando se admite a maximização da riqueza dos acionistas como objetivo básico da administração financeira, consiste em saber se e como o mercado incorpora preocupações éticas e responsabilidade social na formação dos preços. Isso leva à questão insolúvel de definir o que afinal constitui um comportamento adequado, isto é, que tipo de comportamento o mercado deveria recompensar.

Poitras (1994) aponta uma série de dificuldades que se apresentam ao se tentar avaliar se um comportamento ético interfere nos preços. Preocupações éticas só seriam justificáveis e incluídas no fluxo de caixa de projetos, se apresentassem reflexos sobre o preço da ação no mercado. Na hipótese de que os mercados fossem eficientes, ou seja, que refletissem de imediato as informações sobre as decisões dos administradores, uma informação a respeito de atitudes éticas e/ou socialmente responsáveis deveria produzir um reflexo instantâneo nos preços, entretanto o comportamento do mercado financeiro no curto prazo é histórico, e os reais efeitos de uma notícia de cunho ético são difíceis de provar.

Outra dificuldade diz respeito à possibilidade de generalizações a partir dos resultados, uma vez que as culturas dos diversos países são diferentes, sendo duvidoso que estudos desse tipo levem a generalizações úteis. Poitras (1994), afirma que, mesmo considerando uma visão puramente legalista, isto é, ser ético é agir de acordo com as leis, é difícil sustentar que a maximização da riqueza dos acionistas seja capaz de deter o comportamento ilegal, embora haja razoáveis evidências de que o mercado desconta pesadamente as ações de empresas que se engajaram em atividades ilegais. Entre as críticas à abordagem legalista, está o fato de que o sistema legal não é imune a manipulações de interesses econômicos, o que poderia permitir que os administradores entrassem em atividades não éticas. Naturalmente, é possível argumentar que algumas atividades legais não são, necessariamente e, éticas vice-versa. Se a maximização da riqueza dos acionistas é o objetivo precípua dos gestores empresariais, parece haver pouco incentivo em direção a ações éticas e socialmente responsáveis, a menos que tais ações coincidam com a maximização da riqueza dos acionistas.

Em resumo, este capítulo foi dividido em três partes. A primeira subseção realizou uma análise das três maiores entidades do sistema de previdência complementar brasileiro, que são a Previ, a Petros e a Funcef, coletando um

número significativo de informações com o objetivo de compreender a realidade de cada fundo de pensão e de contribuir para o entendimento das relações que definem onde os recursos dessas entidades serão investidos. A segunda subseção abordou o comportamento dos investimentos da Previ, da Petros e da Funcef, destacando o fato de que a quase-totalidade dos investimentos desses fundos de pensão estão alocados nos segmentos de renda fixa e variável, sendo o mercado financeiro e o de capital os principais destinos dos ativos sob a gestão das entidades. Esses fundos de pensão, por outro lado, estão buscando mecanismos de avaliação de indicadores sociais para orientar seus investimentos e disseminar o tema de responsabilidade social nos seus relacionamentos junto às entidades e empresas em geral. Também pôde ser constatado que ainda não há um consenso sobre critérios ou questionários padronizados para se fazer uma graduação das empresas sob o aspecto das atividades sociais, nem há orientação por parte da bolsa de valores para a alocação desse tipo de ações. Na terceira subseção, discutiu-se a lógica de curto prazo, que, conjugada com altas taxas de juros, faz com que as aplicações em investimentos socialmente responsáveis e de longo prazo relacionadas ao setor produtivo da economia sejam descartadas por aplicações de curto prazo, que remuneram apenas os ativos financeiros, sejam títulos públicos, sejam depósitos a prazo e fundos de investimento de renda fixa. A regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão também é destacada como uma das restrições, porque poderia definir um código de investimentos que fosse utilizado por todo o setor de previdência complementar. As pesquisas científicas de caráter ético em finanças não são exatamente comuns, e a preocupação tem se concentrado bastante sobre a regulamentação do mercado - de modo a lhe garantir um mínimo de credibilidade-, bem como em estabelecer limites de exposição para os diversos agentes, em função do risco sistêmico. Portanto, os fenômenos são recentes, e ainda há muito a ser desenvolvido, existindo uma tendência para um aprofundamento dos indicadores e das ferramentas de análise das ações empresariais em projetos socialmente responsáveis, porque, na análise efetuada, se constataram inconsistências, contradições e necessidade de aprimoramento por parte das empresas.

## CONCLUSÕES

Fundo de pensão é conceituado na literatura econômica como uma espécie de pecúlio ou poupança formada por um conjunto de pequenos investidores e poupadores que têm com o intuito de garantir para si uma pensão mensal, depois de um prazo determinado. Em geral, os fundos de pensão fazem aplicações com a soma do dinheiro dos pequenos poupadores, e, após um período de tempo, o participante passa a ter o retorno de suas aplicações acrescidas de juros e correção, como uma espécie de complementação à aposentadoria.

Os fundos de pensão são potenciais agentes ofertantes de recursos para o financiamento de longo prazo na economia brasileira, possuindo uma relação com o crescimento e o desenvolvimento econômico. Essa potencialidade não se concretiza de forma natural, sendo necessário abordar a relação dos fundos de pensão com o processo de incremento da produção de bens de uma economia acompanhada de transformações estruturais e sociais, de inovações tecnológicas e empresariais, induzindo através de regras normativas, regras tributárias e formato dos instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais.

As experiências mostram que, embora não haja efeitos comprovados sobre a acumulação de capital, os efeitos sobre a oferta de fundos de longo prazo são bem mais evidentes. Os fundos de pensão são potenciais ofertantes de recursos de longo prazo por disporem de um significativo volume deles e, com isso, podem exercer um papel de destaque na consolidação financeira do investimento.

Diversos conceitos estão sendo incorporados ao sistema de previdência complementar, como: desenvolvimento sustentável, que significa desenvolvimento social e econômico estável, com distribuição de riquezas geradas, considerando a fragilidade, a interdependência e as escalas de tempo próprio dos recursos naturais; investimentos éticos, que são as aplicações dos recursos financeiros das entidades no mercado imobiliário e mobiliário, visando a resultados que garantam os compromissos previdenciários assumidos com os participantes, sendo considerados éticos aqueles que levam em conta preocupações socioambientais

ao decidirem sobre onde aplicar tais recursos; responsabilidade social, que é a integração dos valores do desenvolvimento sustentável em toda a gestão das empresas; governança corporativa, que pode ser definida como um conjunto de práticas e relacionamentos entre as diversas partes que compõem uma organização, independentemente do seu tipo societário; e, por fim, os planos de benefícios, que são um conjunto de normas que definem os benefícios, os quais devem ser uniformes para todos os possíveis participantes.

Os sistemas previdenciários dos países da OCDE, no momento atual, vêm sofrendo um processo de adaptação à evolução das condições socioeconômicas prevalentes a partir de sua implantação e de seu desenvolvimento. Os impactos da reestruturação do trabalho com o crescimento vertiginoso da produtividade e o aumento do emprego não regular têm como consequência imediata menos sindicalização e menos benefícios sociais. Outro problema que os sistemas previdenciários enfrentam em todo o mundo é o crescimento da expectativa de vida, que aumenta o custo dos planos. Nesse contexto as reformas sugeridas seguiram uma direção econômica e nortearam-se pelos objetivos de reduzir os compromissos do Estado e dos empregadores.

O sistema previdenciário brasileiro foi constituído, ao longo do século XX, com a presença marcante do Estado, tanto na regulamentação e na fiscalização como também na gestão de recursos. Existem, atualmente, no Brasil três tipos de regimes previdenciários, sendo dois obrigatórios - a previdência pública para os trabalhadores da iniciativa privada e a previdência pública para os servidores públicos - e um voluntário, que é o regime de previdência complementar.

O conjunto de fundos de pensão no Brasil mostra um panorama heterogêneo em termos de tamanho, de maturidade, de forma de atuação, estruturação e objetivos. Coexistem entidades que vivem situações e têm estratégias radicalmente diferentes. Em grande parte, essa heterogeneidade é resultado de um processo histórico e vem-se acentuando, pelas mudanças setoriais recentes, que, embora ainda sem ter provocado o surgimento de um



novo modelo empresarial, podem ter seus impactos observados diretamente na prática setorial.

O Estado foi um dos principais financiadores do crescimento econômico brasileiro, quer investindo na instalação de empresas (empresas estatais), quer disponibilizando recursos para que empresários pudessem fazer seus investimentos, muitas vezes com taxas de juros abaixo das do mercado. O País necessita da poupança para investir e de fontes privadas que possam estar financiando o crescimento econômico. Os fundos de previdência podem ser essas fontes. Porém, para que sejam financiadores do crescimento econômico, eles têm que aplicar boa parte de seus recursos em investimentos produtivos, que aumentam a capacidade produtiva.

Para compreender os investimentos dos fundos de pensão, adotou-se o método de estudo de caso, utilizando-se como amostra os três maiores fundos de pensão brasileiros (Previ, Petros, Funcef). Através dessa análise, destacou-se o fato de que a quase-totalidade dos investimentos desses fundos de pensão está alocada nos segmentos de renda fixa e variável, sendo o mercado financeiro e o de capital os principais destinos dos ativos sob a gestão dessas entidades. Esses fundos de pensão estão começando a buscar mecanismos de avaliação de indicadores sociais para orientar seus investimentos e disseminar o tema de responsabilidade social nos seus relacionamentos junto às entidades e às empresas em geral. Também pôde ser constatado que não há um consenso sobre critérios ou questionários padronizados para se fazer uma graduação das empresas sob o aspecto das atividades sociais, nem há orientação por parte da bolsa de valores para alocação nesse tipo de ações.

A relação dos fundos de pensão, no geral, com exceção da Previ, frente ao total de ativos de 65% em renda fixa, em geral títulos públicos, e menos de 20% em renda variável, precisará se inverter para superar a meta atuarial de cada plano, a fim de atingir rentabilidade superior a 6% acima da inflação. Também o

setor imobiliário deve ser reavaliado, seja com investimentos diretos, seja por meio de instrumentos financeiros.

Na esteira da evolução institucional, o mercado de capitais brasileiro avançou muito, assim como a regulação de setores que recebem poucos investimentos, em especial, os de infra-estrutura. Tem-se, na regulamentação atual, a lei de concessões e a das parcerias público-privadas, os Fundos de Investimentos em Participações, os Fundos de Direitos Creditórios, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, dentre outros instrumentos de financiamento e de desintermediação financeira.

As aplicações em investimentos socialmente responsáveis possuem uma série de restrições, destacadas no capítulo 3, que são: a lógica de curto prazo, que, conjugada com altas taxas de juros, faz com que as aplicações em investimentos socialmente responsáveis e de longo prazo relacionadas ao setor produtivo da economia sejam descartadas por aplicações de curto prazo, que remuneram apenas os ativos financeiros; a regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão, pois não existe, um código de investimentos que leve em conta as questões socioambientais e que seja utilizado por todo o setor de previdência complementar; e as pesquisas científicas de caráter ético em finanças, que não são exatamente comuns, sendo que a preocupação se tem concentrado bastante na regulamentação do mercado, de modo a lhe garantir um mínimo de credibilidade, bem como em estabelecer limites de exposição para os diversos agentes em função do risco sistêmico.

Na atual conjuntura política e econômica o capital financeiro proporciona retorno muito rápido, devido às elevadas taxas de juros. Dificilmente o investidor sai da segurança oferecida pelos títulos públicos para investir no setor produtivo, que oferece diversos tipos de risco. Com as taxas de juros elevadas, o retorno dos projetos de investimento terá que ser superior ao das fontes financiadoras tendo como consequência que um projeto de aplicação em capital produtivo precisa ser muito rentável para receber os recursos dos fundos. Neste contexto, os projetos

com preocupações socioambientais normalmente apresentam perfil de risco maior do que as operações realizadas no mercado financeiro, o que poderia comprometer a rentabilidade desses fundos fazendo com que seja restrito as alocações nesses tipos de projetos.

As resoluções do órgão regulador disciplinaram os investimentos dos fundos de pensão estabelecendo limites quantitativos, mínimos e máximos, de aplicação e diversificação em ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro do país. Esta regulação dos investimentos propicia o debate pela superação dos atuais limites quantitativos em favor de uma regulação qualitativa. A legislação é quase totalmente quantitativa e precisa flexibilizar-se, incorporando aspectos de uma regulação qualitativa e prudencial, não no sentido da eliminação dos limites, mas no sentido de promover a complementação das regras atuais de investimentos para os fundos de pensão. De outro modo, torna-se imprescindível um eficaz sistema de controle e fiscalização para evitar que procedimentos normais de acumulação e gestão de recursos estimulem o surgimento de relações impróprias, facilitando a ocorrência de esquemas de apropriações indébitas ou instrumentos de favorecimento e abuso político.

A ética econômica envolve a valoração e o ordenamento dos meios e a valoração e a ordenação dos fins (resultados das ações dos agentes que se deparam com incentivos criados pelas instituições) em termos de eficiência e justiça. A redescoberta da economia como uma ciência moral implica várias mudanças na agenda de pesquisas e na definição de prioridades nas políticas públicas em vários países. Provavelmente, uma das mudanças é representado pela produção de pesquisas que venham dar suporte a mudanças institucionais que aprimorem a qualidade do crescimento econômico propondo, por exemplo, políticas de incentivo a projetos com preocupações socioambientais.

Portanto, os fenômenos são recentes e ainda há muito a ser desenvolvido, existindo uma tendência a um aprofundamento dos indicadores e das ferramentas de análise das ações empresariais em projetos socialmente responsáveis, uma vez que, na análise efetuada, se constataram inconsistências, contradições e necessidade de aprimoramento por parte das empresas.

Os fundos de pensão dispõem de patrimônio, gestão moderna e profissional e podem direcionar parte considerável de seus recursos para aportes diretos no setor de infra-estrutura e/ou em ativos reais, mas sempre em empresas com boa governança e responsabilidade social. Nesse sentido, o sistema pode vir a ser um dos principais impulsionadores da modernização da infra-estrutura brasileira e do desenvolvimento social e ambientalmente sustentado.

Os investimentos em infra-estrutura podem propiciar rentabilidade suficiente para garantir o pagamento dos benefícios dos participantes, podendo transformar-se na principal alternativa para os fundos de pensão. Além da natureza do investimento com retorno moderado e duradouro, premissa essencial na análise de qualquer projeto e que se harmoniza à perfeição com as necessidades dos fundos, a regulamentação consistente dessas áreas é outro atrativo, por trazer maior segurança ao sistema.

Os fundos de pensão devem ter uma lógica de investimento distinta daquela observada pelo mercado financeiro: enquanto este fixa seu objetivo na lucratividade de curto prazo, implicitamente especulativa, os fundos devem ter um horizonte mais amplo no longo prazo, referente ao pagamento das aposentadorias e pensões, implicitamente em sintonia com políticas que tenham como objetivo o desenvolvimento econômico e social.

Todos esses processos apresentam dificuldades, sobretudo porque afetam a lógica do mercado existente nos dias atuais, que é avesso a qualquer medida que regulamente e estabeleça algum tipo de controle, principalmente quando se

trata de impor limitações às políticas de investimento de perfil agressivo, as quais objetivam exclusivamente elevados retornos financeiros.

No Brasil, a atual conjuntura tem sugerido perspectivas de retomada de um novo ciclo de crescimento econômico sustentado. Entretanto o esgotamento da capacidade ociosa, a baixa taxa de investimento da economia nacional, a restrição externa do investimento e os estrangulamentos da infra-estrutura econômica e social da Nação abrem perspectivas para a realização de investimentos e empreendimentos balizados pelos critérios da responsabilidade social, assim como todo o empreendimento que busque boa governança e uma relação integral com a sociedade.

Em relação aos fundos de investimento éticos, seria interessante verificar o perfil dos clientes que optam por esse tipo de fundo. Através de um melhor conhecimento do público consumidor desses produtos nos diversos países, talvez fosse possível deduzir se o nascente e crescente interesse nesses investimentos é uma fase passageira ou uma tendência auto-reforçadora.

As empresas, entendidas como unidades fundamentais no contexto global, são cada vez mais desafiadas a aplicarem princípios éticos e a se responsabilizarem por atos relacionados direta ou indiretamente com os problemas da sociedade. Em casos como esses, elas não podem se limitar a uma visão rígida e estreita de seus interesses particulares, mas devem desenvolver critérios específicos, fazendo jus à realidade, isto é, considerando não somente fatores econômicos, como também fatores políticos, impactos sociais e ambientais e vários outros aspectos associados às suas atividades.

Por fim, o crescente interesse pelo assunto em todas as áreas parece sinalizar um período de revisão dos valores e de opiniões sobre o tema. Existem evidências de que as questões éticas têm mobilizado esforços de acadêmicos, empresários e executivos brasileiros. Portanto, deve-se focalizar a importância do

conhecimento já construído, repassando, por meio de seus múltiplos agentes, as experimentações comprovadas, permitindo sua difusão em empresas, organizações não governamentais, órgãos internacionais, comunidades e em outros grupos que se unam para práticas com fins reflexivos e abertos a considerações sobre ética e preocupações socioambientais.

## REFERÊNCIAS

ABREU, Luiz E. F. **Fundos de pensão têm responsabilidade social?** Caderno 2 – Formação e qualificação profissional em previdência complementar. São Paulo. Gushiken Associados CNB-CUT, 2000.

AMOÊDO, Sebastião. **Ética do trabalho**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

ANAPAR. **ANAIS DO 1º CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE FUNDO DE PENSÃO**. Belo Horizonte, 2000.

BAIMA, Francisco R. **Análise de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil**. UFSC, Florianópolis, 1998.

BALERA, Wagner (coordenador). **Curso de Direito Previdenciário**. Benefícios. São Paulo: LTr, 1999.

BALERA, Wagner (coordenador), e outros. **Comentários à Lei de Previdência Privada LC 109/2001**. Editora Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2005.

BANCO MUNDIAL. **Averting the old age crisis**. Policies to protect the old and promote economic growth. Oxford, 1994.

BARR, Nicholas. **A economia política da reforma da previdência**. Coleção previdência social, v. 09, Série traduções. Brasília.MPAS. Secretária da Previdência social. 2001.

BARRETO, Flávio A. CASTELAR, Luís M. **Os determinantes reais e financeiros dos mercados de fundos de pensão**. CAEN/UFC. 1997.

BARROS, Lousanne C. **Avaliação da Performance dos fundos de pensão.** Mestrado de Administração. UFMG, 2003.

BECKER, Dinizar Fermiano. **Desenvolvimento Sustentável, Necessidade e/ou Possibilidade.** 2ª ed. EDUNISC. Santa Cruz do Sul, 1999.

BLOCH, March S. D. **Introdução a História.** 4º edição. Ed. Europa-América, Coleção Saber, 1941.

BLOMMESTEIN, Hans J. **Eight implications of population ageing and pension fund growth for the financial sector.** OECD, 2001.

BOBBIO, Norberto. **Dicionário de Política.** Ed.UNB. 4ª ed., 1983.

BOBBIO, Norberto. **O Futuro da Democracia. Uma Defesa das Regras do Jogo.** Tradução: Marco Aurélio Nogueira, 3ª Ed., Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

BOULIER, J. ; DUPRÈ, D. **Gestão Financeira dos Fundos de Pensão.** São Paulo. Pearson Education, 2003.

BRUSEKE, F. J. **Sustentabilidade, técnica e risco ambiental.** ANPPAS. UNICAMP, Campinas, impresso, 2003.

CENTRAL ÚNICA DOS TRABALHADORES. **Uma Nova Previdência Social no Brasil. Proposta da CUT para Discussão com a Sociedade.** São Paulo. Agosto de 1985.

CHESNAIS, François. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos.** Ed. Xamã. São Paulo, 1998.



CHESSAIS, François. **Crise da Ásia ou do capitalismo?** Revista Adusp. São Paulo, julho, 1998.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. **Livro verde:** Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas. Bruxelas, 2001.

CONSTITUIÇÃO FEDERAL DO BRASIL DE 1988

COUTINHO, Luciano. **Desenvolvimento e cidadania:** Emprego e desenvolvimento regional. 25º congresso brasileiro dos fundos de pensão. Fortaleza, 2004.

DOBSON, John. **The role of ethics in finance.** Financial Analysts Journal, p.57-61, Nov/Dec, 1993.

CUT/CNB. **Formação e Qualificação Profissional em Previdência Complementar.** Cadernos 2 e 3, 2000.

DWORKIN, Ronald. **Uma questão de princípio.** São Paulo: Martins Fontes, 2005.

ELY, Aloísio. **Economia do Meio Ambiente.** FEE. Porto Alegre/RS: 1986.

ESTRADA, Santiago de. **Previdência social e complementar e os mercados comuns.** Rio de Janeiro: Anais do XVII Congresso brasileiro dos fundos de pensão, 1995.

FARAH, Moacyr. **Ranking de responsabilidade social.** 26º Congresso brasileiro dos fundos de pensão. Porto Alegre, 2005.

FELDSTEIN, Martin. **Social security, induced retirement, and aggregate capital accumulation.** Journal of Political Economy, v. 82, nº4, p.905-926, 1984.

FERRARI, Augusto T. ;GUSHIKEN, Luiz; FREITAS, Wanderlei J. **O velho debate- “BD” ou “CD”?** Caderno 3 – Formação e qualificação profissional em previdência complementar. São Paulo. Gushiken Associados CNB-CUT, 2000.

FERNANDES, Reynaldo. **O Mercado de Trabalho no Brasil:** Políticas, Resultados e Desafios. USP, 2002.

FILHO, Nelson s. **Governança corporativa:** padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil, nos anos 90. BNDES, 2000.

FRANÇA, Renata C. **A influência dos fundos de pensão para o crescimento econômico brasileiro.** UFMG. Belo Horizonte, 2002.

FUNCEF. **Código de conduta corporativa.** Brasília, 2004.

FUNCEF. **Manual de Governança corporativa.** Brasília, 2005.

FUNCEF. **Relatório anual de atividades 2005.** Brasília, 2005.

GENDRON, Corinne. **Fonds de pension à la québécoise.** Le monde diplomatique, abril, 2002.

GIL, Antonio C. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** São Paulo: Atlas, 1994.

GONÇALVES, Daniel B. **Desenvolvimento sustentável:** o desafio da presente geração. Revista espaço Acadêmico, nº5 ,agosto, 2005.

GRUN, Roberto. **Fundos de pensão no Brasil do final do séc. XX:** guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. Mana, oct. 2003, vol. 9, nº2, p.7-38. ISSN 0104-9313.

GUSHIKEN, Luiz. **Elementos de Doutrina Previdenciária**: Reflexões atuais. Caderno 1 – Formação e qualificação profissional em previdência complementar. São Paulo. Gushiken Associados CNB-CUT, 2000.

GUSHIKEN, Luiz. GONÇALVES, Reinaldo. **Nova perspectiva sindical em fundos de pensão e os fundamentos de um código de ética para investimentos**. Caderno 3 – Formação e qualificação profissional em previdência complementar. São Paulo. Gushiken Associados CNB-CUT, 2000.

HOBBSAWM, Eric J. **Era dos Extremos – O Breve Século XX**. 2ª ed. Companhia das Letras. São Paulo, 1995.

HOBBSAWM, Eric. J. **Da revolução industrial inglesa ao imperialismo**. Rio de Janeiro: Ed. Forense-Universitária, 1969.

HOBBSAWM, Eric J. **Sobre história**: Ensaios, São Paulo, Cia das letras, 1998.

HOLANDA, Silvio F. **Impacto intergerações de mudanças em sistemas previdenciários**: uma aplicação da Generational Accounting no Brasil. 5º Prêmio tesouro nacional. 2001

HOLZMANN, Robert. **Pension reform, financial market development, and economic growth**: preliminary evidence from Chile. IMF Staff Papers, vol. 44, nº2, p.149-178. 1997.

LIMA, Silvio Wanderley do Nascimento. **Regulação e Previdência Complementar Fechada**. Ed. LTR, São Paulo, novembro de 2004.

LODI, J. B. **Governança Corporativa**: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

LOWY, Michel. **História do Movimento Operário**. Ed. Veja, 1980.

MARTINEZ, Wladimir Novaes. **Primeiras lições de previdência complementar**. São Paulo: ED. LTR, 1996.

MARTYN, Anthony F. **Os planos de aposentadoria nos Estados Unidos**. Recife: Anais do XVII Congresso brasileiro dos fundos de pensão, 1996.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL. **Previdência Complementar, Coletânea dos Princípios e Normas**. Brasília, 2001.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL. **Regime Próprio da Previdência dos Servidores**. Brasília, 2002.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Coletânea de Normas dos Fundos de Pensão**. Brasília, 2004.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. **Previdência Complementar: Plano de Instituidor**. Brasília, 2003.

MONKS, Robert A. G. **Uma época produtiva para a governança corporativa**. 22º Congresso de fundos de pensão, 2001.

NASH, Laura. L. **Ética nas empresas: boas intenções à parte**. São Paulo: Makron Books, Cap. 1, 1993.

OLIVEIRA, Fátima B.; KASZNAR, Istvan K. **Saúde e Previdência Social - Desafios para a Gestão no Próximo Milênio**. Ed. Makron Books, Porto Alegre, 2002.

OLIVEIRA, Francisco E. B.; PASINATO, Maria T. M. ; PEYNEAU, Fernanda P. L. **Evolução recente do sistema de previdência complementar no Brasil e mercado potencial.** IPEA, Rio de Janeiro, 1999.

OLIVEIRA, Wagner P. **A gestão dos ativos:** visão de um diretor financeiro eleito. Caderno 2 – Formação e qualificação profissional em previdência complementar. São Paulo. Gushiken Associados CNB-CUT, 2000.

PEREIRA, Francisco; MIRANDA, Rogério B; SILVA, Marly M. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna.** Rio de Janeiro: IPEA, 1997.

PETROS. **Balanço Social.** Relatório anual de responsabilidade social empresarial. Rio de Janeiro. 2005.

PETROS. **Políticas de investimentos 2007-2011.** Revista PETROS, Edição especial. Rio de Janeiro. Dezembro, 2006.

PETROS. **Relatório anual de atividades 2005.** Rio de Janeiro. 2005.

PIMENTEL, Ruderico F. **O ambiente institucional e as formas de organização dos fundos de pensão do Brasil.** UFRJ. 2004.

PINHEIRO, A.C. **Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento:** o papel do BNDES. Revista do BNDES. V. 1q, nº2, p.47-76, 1994.

PINHEIRO, Paulo S. HALL, Michel M. **A classe operária no Brasil.** V. 1, São Paulo, Alfa- Omega, 1979.

PINHEIRO, Ricardo P. **Os investimentos dos fundos de pensão no Brasil numa perspectiva macroeconômica.** SPC/MPAS, 2003.

PINHEIRO, Ricardo P.; PAIXÃO, Leonardo A.; CHEDEAK, José C. S. **Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios.** Revista da previdência da UERJ. Faculdade de Direito/CEPED, nº3, 2005.

POITRAS, Geoffrey. **Shareholder wealth maximization, business ethics and social responsibility.** Journal of Business Ethics, v.13, n.2, p.125-134, Feb, 1994.

PREVI. **Balço social de 2005.** Rio de Janeiro, 2005.

PREVI. **Código PREVI de melhores práticas de governança corporativa.** Rio de Janeiro, 2004.

RABELO, Flávio M. **A inclusão social através da previdência social e complementar.** 25º congresso brasileiro dos fundos de pensão. Fortaleza, 2004.

RABELO, Flávio M. **Fundos de pensão, mercado de capitais e corporate governace:** lições para os mercados emergentes. São Paulo: ERA – Revista de Administração de Empresas – v.38, nº1, p.38-51, jan./mar., 1998.

RABELO, Flávio M. **Novas fronteiras de investimento das Entidades Fechadas de Previdência Privada.** MPAS. Brasília, 2000.

RAWLS, John. **A Theory of Justice.** Harvard University Press: USA, 1971.

RIECHE, Fernando C. **Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil:** situação atual da legislação e perspectivas. Revista do BNDES nº23, junho, 2005.

ROMITA, Arion S. **Estrutura da relação de previdência privada (Entidades fechadas).** Revista da previdência social, nº252, São Paulo, novembro, 2001.

ROSENBERG, Luis Paulo; FARIA JÚNIOR, Francisco. **Aprendendo com a experiência previdenciária européia**. Rio de Janeiro: Anais do XVI Congresso brasileiro dos fundos de pensão, 1995.

SADER, Eder. LOWY, Michel. CASTRO, Sandra. HIRATA, Helena. **Movimento Operário Brasileiro 1900/1979**. Belo Horizonte, 1985.

SAMUELSON, P. A. **A turnpike refutation of the golden rule in a well-fare-maximizing many-year plan**. In: the collected scientific papers of Paul Samuelson. Ed. Merton. Massachusetts, 1967.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 7ª ed. Best-Seller.

SCHWARZER, Helmut. NISTCH, Manfred. **De paradigmas e mitos**: notas sobre os fundos de pensão chilenos. Revista de Economia Política, São Paulo: vol. 18, nº2, abril-junho/1998.

SECRETARIA DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. Boletim da Secretaria da Previdência Complementar. **Quinze Princípios para a Regulamentação dos Sistemas de Previdência Fechada**.

SEN, Amartya. **Desenvolvimento como liberdade**. São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

SINGER, Paul. **Fundos de pensão**: instrumento de poupança interna? Recife: Anais do XVII Congresso brasileiro de fundos de pensão, 1996.

STEPHANES, R. **Reforma da previdência sem segredos**. Record, Rio de Janeiro, 1999.

STIGLITZ, Josephs E. ORSZAG, Peter R. **Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems.** Whashington, D. C. 1999.

TODESCHINI, Remígio. **Gestão da Previdência Pública e Fundos de Pensão – A participação da Comunidade.** LTr. São Paulo. 2000.

THOMPSON, E. P. **Time, work-discipline, and industrial capitalism.** Past & Present, n.38, p. 59-97, Feb. 1967.

YIN, Robert K. **Estudo de caso.** Planejamento e Métodos. Ed. Bookman. Porto Alegre. 2005.

[www.abrapp.org.br](http://www.abrapp.org.br)

[www.anapar.org.br](http://www.anapar.org.br)

[www.monde-diplomatique.fr](http://www.monde-diplomatique.fr)

[www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br)

<http://www.oecd.org>



## ANEXO 1

### Ranking dos investimentos – abr./06

POSIÇÃO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ 1000)	PARTICIPANTES	DEPENDENTES	ASSISTIDOS
1	Previ	90.278.023	82.973	244.874	78.624
2	Petros	30.285.457	40.298	170.263	53.175
3	Funcef	22.428.813	54.352	175.461	23.216
4	CESP	11.400.606	18.847	79.778	28.966
5	Sistel	8.142.479	6.579	61.984	27.140
6	Valia	7.603.269	34.941	127.993	20.089
7	Centrus	7.400.952	102	1.778	1.716
8	Itaubanco	7.151.555	31.430	6.704	7.072
9	Forluz	5.214.784	10.484	44.878	11.773
10	Real Grandeza	4.200.744	4.353	22.485	7.107
11	Banesprev	3.810.493	9.841	21.521	7.094
12	FAPES	3.753.774	2.055	4.735	1.325
13	Fundação Copel	3.426.934	8.607	20.809	5.845
14	Postalis	2.921.132	97.965	309.825	14.352
15	TELOS	2.901.833	6.620	20.491	5.815
16	HSBC Fundo	2.752.710	52.482	72.261	6.102
17	Caixa Usiminas	2.736.824	14.983	36.379	10.322
18	Fundação Atlântico	2.662.652	14.230	44.469	6.092
19	Visaoprev	2.601.199	10.848	18.028	2.992
20	Eletroceee	2.568.931	6.616	16.000	6.474
21	IBM	2.421.140	7.539	10.367	1.086
22	Economus	2.121.688	11.878	20.493	3.705
23	Fundação Refer	2.109.692	6.451	51.117	40.196
24	Funbep	2.035.483	2.467	10.377	4.981
25	Fachesf	1.926.976	5.494	34.107	7.377
26	CBS	1.833.616	8.256	36.396	19.976
27	Eletros	1.821.270	2.169	5.262	1.656
28	Ceres	1.617.092	9.119	29.895	4.646
29	Capef	1.606.292	2.587	10.545	4.423
30	PSS	1.550.652	11.570	17.921	3.883
31	Serpros	1.490.180	8.154	19.809	2.858
32	Aerus	1.291.773	22.331	51.234	9.023
33	Fusesc	1.273.390	3.524	12.855	4.340
34	Citiprev	1.143.858	11.132	28.120	376
35	Fibra	1.139.764	1.472	3.932	863
36	Unileverprev	1.106.151	11.961	15.647	846
37	Attilio Fontana	1.106.120	17.660	48.049	3.941
38	Elos	1.098.586	1.319	6.080	2.524
39	Volkswagen	1.092.141	28.395	44.740	1.561
40	Fundação 14	1.088.313	4.150	15.137	1.347
41	Fundação Banrisul	1.068.285	8.179	21.404	4.812
42	Fundação Itausa	1.061.285	8.787	14.109	714
43	Celos	1.060.020	4.205	11.104	3.817
44	Bandeprev	1.014.545	444	4.255	1.757
45	GEAP	1.001.840	82.324	198.811	0
46	FEMCO	994.920	5.969	27.926	9.223
47	Brasligth	941.467	4.006	11.496	6.327

POSIÇÃO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ 1000)	PARTICIPANTES	DEPENDENTES	ASSISTIDOS
48	BB previdência	934.364	45.430	28.890	785
49	Acos	929.819	4.771	10.400	1.283
50	Instituto Ambev	919.968	3.356	6.803	2.444
51	Previminas	906.050	22.247	39.954	3.575
52	Funsset	902.091	4.476	12.692	1.226
53	Sabesprev	885.150	17.573	42.834	3.937
54	Previrb	876.991	537	2.001	1.345
55	Faelba	831.431	3.225	12.450	1.351
56	Infraprev	823.585	8.583	10.507	2.411
57	Fundação Brtprev	794.369	2.239	7.927	4.360
58	Prece	769.320	5.832	17.857	8.586
59	Previnorte	721.615	3.003	6.527	1.137
60	Multiprev	721.520	30.758	77.138	341
61	Preberg	694.016	685	2.877	1.358
62	Johnson & Johnson	649.981	5.251	8.605	453
63	Funep	647.687	12.676	39.430	1.472
64	Holandaprevi	643.964	27.920	41.736	104
65	Regius	633.861	1.748	5.226	548
66	Metrus	618.290	8.089	17.977	1.678
67	São Rafael	611.730	2.519	4.479	385
68	Previbayer	594.817	2.239	3.901	1.456
69	Baneses	582.049	2.139	8.639	1.730
70	FFMB	580.498	3.730	6.213	487
71	Sanprev	578.002	4.743	7.086	357
72	Fundo Promon	576.770	901	2.370	571
73	PRHSPER	575.686	3.697	6.547	1.665
74	FIPECQ	566.984	2.935	8.924	363
75	Brasiletros	559.664	1.407	5.284	2.655
76	Previ-Siemens	551.243	11.295	17.598	411
77	Núcleos	547.923	2.156	4.956	736
78	Previdow	547.541	2.279	4.366	176
79	Bases	534.501	1.270	3.835	1.266
80	Ecos	525.476	276	873	793
81	Ford	494.845	11.287	15.710	1.342
82	Ubbprev	489.838	8.214	14.654	365
83	Fasass	488.596	374	1.630	788
84	Previnor	462.769	2.496	3.384	871
85	Fusan	456.885	5.178	11.832	2.004
86	Desban	455.864	511	1.728	366
87	São Bernardo	452.858	9.833	19.723	1.320
88	Previ-Ericsson	452.291	1.968	3.540	330
89	Faelce	440.452	1.360	5.084	2.250
90	Redeprev	435.941	5.819	14.367	1.529
91	Faceb	425.604	1.111	3.337	899
92	Agros	407.739	4.264	14.037	748
93	Prevunião	405.544	4.935	9.086	477
94	Aceprev	400.873	3.342	11.566	529
95	Múltipla	397.649	7.985	8.182	299
96	Arus	395.971	3.793	7.422	543
97	Previhab	393.990	71	784	608
98	Previbosch	389.734	13.529	21.344	449
99	Previdexxon	369.220	1.661	4.078	345
100	Previ Novartis	367.943	1.998	5.255	351

POSIÇÃO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ 1000)	PARTICIPANTES	DEPENDENTES	ASSISTIDOS
101	Multipensions	362.536	19.313	30.842	416
102	Basf	361.765	3.385	10.428	208
103	Escelsos	352.519	1.353	4.283	986
104	Isbre	346.302	449	1.276	300
105	Celpos	341.854	1.783	6.341	3.246
106	Alcoa-Previ	326.281	7.123	14.662	71
107	Previsc	325.526	6.092	8.192	963
108	Sarahprevidencia	323.816	7.391	14.888	30
109	Previg	295.091	838	2.648	345
110	Fundação Corsan	294.033	4.497	12.779	2.063
111	Comshell	290.390	1.645	2.874	343
112	Cyamprev	283.431	22.509	45.563	166
113	Portus	281.900	2.516	16.307	9.669
114	Capaf	276.131	1.048	6.362	2.484
115	Syngenta Previ	270.356	1.392	2.086	145
116	Funseaem	261.696	26.840	46.762	179
117	Fundabras	261.277	2.608	5.345	230
118	Unisysprevi	253.017	1.734	4.752	45
119	Odeprev	251.697	4.632	6.977	30
120	Cibrius	250.723	1.684	5.212	1.382
121	Abrilprev	245.822	5.786	7.162	178
122	Cargillprev	245.201	9.302	15.562	70
123	Goodyear	227.493	6.286	7.013	177
124	Bank Boston	225.025	4.326	8.410	20
125	Enersul	215.771	898	3.383	336
126	Previdata	215.111	2.303	4.884	1.171
127	Duprev	213.346	809	1.385	127
128	laia	213.072	3.654	6.794	813
129	Cabec	211.430	754	3.238	607
130	Sergus	208.255	1.082	2.426	266
131	São Francisco	206.281	1.012	2.264	639
132	Previcat	205.644	4.861	12.132	379
133	Suprev	201.419	1.257	4.014	1.177
134	Prevsan	193.165	2.364	9.844	1.401
135	Derminas	188.222	8.767	13.645	3.219
136	WEG	182.669	11.084	10.677	55
137	Indusprevi	182.290	3.490	5.480	394
138	Previkodak	178.485	1.269	2.376	247
139	Eletra	175.426	1.424	5.274	1.063
140	Faceal	175.145	858	3.036	493
141	Planejar	174.795	1.753	2.313	207
142	Mendesprev	172.188	1.354	3.536	365
143	Gasius	167.640	158	1.389	1.106
144	Cafaprev	163.628	6.730	10.891	444
145	Previscania	160.858	2.695	4.608	109
146	Previcoke	159.864	548	1.431	108
147	Capof	152.665	369	1.311	418
148	Gebssa-Prev	150.548	4.470	6.659	79
149	Mais Vida Prev	146.701	3.934	4.952	4
150	Kraftprev	144.410	6.853	10.139	171
151	Bungeprev	140.743	27.650	38.910	87
152	Cabea	138.364	358	1.164	189
153	Fapers	137.310	1.823	4.904	267

POSIÇÃO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ 1000)	PARTICIPANTES	DEPENDENTES	ASSISTIDOS
154	Funterra	134.553	240	792	88
155	Danaprev	128.980	5.011	8.222	37
156	Edsprev	128.135	2.842	4.425	19
157	Magnus	126.849	3.736	6.950	132
158	Fasern	125.708	693	2.783	357
159	Fapa	122.296	954	2.744	294
160	Fioprev	122.223	4.095	6.912	286
161	Previndus	121.328	3.554	7.976	1.069
162	Capesesp	121.281	33.993	78.450	489
163	Instituto Geiprev	118.820	190	742	241
164	Previm	118.512	3.366	3.121	36
165	Prevcummins	116.834	1.410	2.019	53
166	Somupp	115.933	0	98	165
167	Fabasa	109.870	3.374	10.605	232
168	Vikingprev	109.818	2.601	4.328	59
169	Texprev	107.416	862	1.532	95
170	Spasaprev	106.644	12.424	4.097	94
171	FGV-Previ	105.569	1.000	1.317	47
172	Cifrao	102.513	701	2.127	832
173	Lillyprev	101.263	805	1.218	99
174	Prevmon	95.466	2.367	4.440	19
175	Perdigão	94.122	20.321	74.333	80
176	Abbprev	92.679	6.209	8.092	42
177	Previgillette	91.992	1.653	2.612	57
178	Previciba	90.171	357	417	73
179	Portoprev	89.898	2.311	2.209	15
180	Icatu Hartford	86.481	4.917	14.798	110
181	MSDPREV	85.640	754	1.104	28
182	HSBCInstituidor	84.023	11.626	4.437	63
183	Prev Pepsico	79.886	2.160	3.851	16
184	Carboprev	78.533	405	693	12
185	Supre	78.440	599	1.431	190
186	Casfam	75.608	2.071	4.600	1.015
187	Pfizer Prev	72.624	1.769	2.082	37
188	RBS Prev	72.370	5.115	4.527	64
189	Faeces	70.948	825	2.159	589
190	Banorte	70.660	8	444	613
191	Randonprev	70.333	4.775	5.968	44
192	Mercaprev	69.604	930	1.651	12
193	Maua Prev	66.003	1.230	1.881	57
194	Voith Prev	64.948	2.107	4.165	10
195	Facepi	64.765	1.001	3.781	690
196	Fucap	61.002	1.622	1.710	261
197	Previda	60.673	90	224	98
198	Prevbep	59.562	98	369	109
199	Cisper	58.146	3.034	6.069	50
200	Funasa	56.756	649	2.120	788
201	Fundação Garoto	55.655	1.517	4.080	146
202	Previcel	53.987	634	786	35
203	Reckittprev	53.323	846	1.316	53
204	Avonprev	52.180	5.244	5.476	83
205	Rocheprev	49.593	1.076	1.887	16
206	Alpha	47.928	1.332	1.750	114

POSIÇÃO	FUNDOS DE PENSÃO	INVESTIMENTOS (R\$ 1000)	PARTICIPANTES	DEPENDENTES	ASSISTIDOS
207	Wyethprev	46.468	952	1.314	51
208	Visteon	44.983	2.834	2.701	81
209	Azenprev	44.282	1.193	2.055	8
210	Previhonda	43.978	9.297	15.170	21
211	Corrente	42.047	3.103	3.854	76
212	Gtmprevi	40.281	12.350	16.538	38
213	Prever Haas	38.223	202	344	8
214	Inergus	38.073	1.075	1.838	442
215	Swprev	37.027	1.243	2.339	25
216	Sias	36.674	10.145	9.240	1.258
217	Prevyasuda	36.669	384	283	69
218	Cava	36.575	2.725	0	611
219	Cafbep	35.733	768	1.841	323
220	Previmina	35.352	392	653	4
221	Facopac	34.318	1.597	2.697	36
222	Utcprev	33.521	nd	nd	nd
223	Pouprev	31.311	788	1.030	8
224	Itaufundo	30.438	31	80	14
225	Fumpresc	29.400	1.297	2.631	288
226	Dcprev	28.650	136	281	7
227	Previ-Fiern	26.517	556	900	132
228	Messius	25.129	574	683	26
229	J&HPP	25.050	114	196	34
230	Prevchevron	23.896	144	297	23
231	Nalcoprev	23.558	577	729	3
232	Previban	23.419	74	290	124
233	Prev America Latina	21.476	272	336	15
234	Previleaf	21.407	6.295	6.266	4
235	Boticario Prev	20.198	870	0	5
236	Cageprev	19.479	929	1.657	11
237	Fucae	17.434	4.459	8.234	0
238	KPMGPREV	17.096	1.311	1.959	33
239	Fapece	16.977	302	699	152
240	Fund Quanta	16.705	2.911	4.914	0
241	Uniprev	16.334	6	45	23
242	GZM-Previ	15.970	16	25	13
243	Banco Sumitomo	15.437	77	128	19
244	Funcasal	14.674	960	2.543	435
245	Uranus	9.613	8	26	69
246	UMS	8.780	25.900	57.663	322
247	Cremerprev	8.759	1.806	2.267	5
248	Cohaprev	8.725	281	451	0
249	Elba	8.179	5.861	11.447	0
250	Armprev	7.852	2.582	3.785	0
251	Mercerprev	7.478	222	37	0
252	Fapieb	6.481	45	95	41
253	Silius	6.303	105	663	274
254	Orius	5.859	0	35	53
255	Mongeral	4.608	251	6	4
256	Fundadepar	4.287	128	297	89
257	Mappin	2.923	3.411	2.895	74
258	Produban	2.260	30	67	185
259	Feniprev	1.188	8.405	18.100	26

<b>POSIÇÃO</b>	<b>FUNDOS DE PENSÃO</b>	<b>INVESTIMENTOS (R\$ 1000)</b>	<b>PARTICIPANTES</b>	<b>DEPENDENTES</b>	<b>ASSISTIDOS</b>
260	Fundo Paraná	946	290	257	0
261	Darexprev	615	0	0	0
262	Previff	1	289	465	13
263	Vulacprev	0	1.438	3.309	71
<b>TOTAL</b>		<b>311.714.681</b>	<b>1.682.399</b>	<b>3.917.906</b>	<b>595.063</b>

FONTE: ABRAPP

# Livros Grátis

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

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

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

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

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