

Jefferson Milton Marinho

**Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento na  
Perspectiva Pós-keynesiana: uma análise de países selecionados**

Belo Horizonte, MG  
UFMG / CEDEPLAR  
2004

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

Jefferson Milton Marinho

**Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento na Perspectiva Pós-keynesiana: uma análise países selecionados**

Dissertação apresentada ao curso de mestrado do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito à obtenção do Título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Marco Aurélio Crocco Afonso

Belo Horizonte, MG

Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional

Faculdade de Ciências Econômicas – UFMG

2004

## RESUMO

O presente trabalho propõe analisar o papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento. A partir de uma resenha crítica das teorias que tratam do financiamento do investimento, optamos por analisar o assunto numa perspectiva pós-keynesiana. Em seguida, discutimos temas que se relacionam com os fundos de pensão – poupança interna, inovações financeiras, governança corporativa e estrutura do sistema financeiro. O trabalho passa, então, a analisar as experiências dos fundos de pensão nos países do OCDE e na América Latina para, finalmente, avaliar a experiência brasileira. Dessa análise, encontramos uma heterogeneidade muito grande, mesmo entre países de uma região. O perfil de aplicações é bastante distinto, evidenciando que a contribuição de cada experiência para o financiamento do desenvolvimento também é distinta. No caso brasileiro, embora os ativos dos fundos de pensão cresceram recentemente, o potencial dessas instituições para o financiamento do desenvolvimento não foi plenamente explorado.

**Palavras-chaves:** teoria pós-keynesiana, fundos de pensão, financiamento do investimento, poupança, inovações financeiras, governança corporativa, consolidação financeira, reforma da previdência, etc.

## ABSTRACT

This work aims at analyzing pension funds' role in financing development. After a revision of the theories about financing investment, we opt for analyzing the subject from a post-Keynesian perspective. Then, we discuss subjects that are related to pension funds - domestic saving, financial innovations, corporative governance and structure of financial system. The experiences of pension funds in OCDE and Latin American countries are examined in order to assess the Brazilian experience. In this analysis, important heterogeneities were found, even between countries of a same region. Their portfolios were quite dissimilar, evidencing that the contribution of each experience of financing development is also distinct. In the Brazilian case, although the assets of pension funds have grown recently, the potential of those institutions for the financing of the development has not yet been fully explored.

**Palavras-chaves:** teoria pós-keynesiana, fundos de pensão, financiamento do investimento, poupança, inovações financeiras, governança corporativa, consolidação financeira, reforma da previdência, etc.

## **Agradecimentos**

À meu pai Milton, minha mãe Iraci, meus irmãos Agnaldo, Carol e Lucinea.

Aos professores do Mestrado de Economia do CEDEPLAR/UFMG, em especial ao professor Marco Aurélio Crocco Afonso, pela paciência e dedicação na orientação desta dissertação.

Aos amigos e colegas do CEDEPLAR, pela convivência agradável que passamos juntos. Em especial, Andresa, Regina, Rutelly, Euler, Hailton, Mauricio, Fernando, Leandro, João Carlos, Vinícius, Betânia, Nildred, Catari, Lílían, Otávio, Fernando Baiano, Fabiano Maia, Andrey, Leonardo, Luís Fernando, Jomar, Kênia e Adriano.

A todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a conclusão deste trabalho.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO 1 – ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO .....</b>	<b>12</b>
1.1 – INTRODUÇÃO .....	12
1.2 – A ABORDAGEM MONETARISTA DA LIBERALIZAÇÃO DA “REPRESSÃO FINANCEIRA”.....	12
1.3 –A ABORDAGEM NOVOKEYNESIANA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA.....	19
1.4 – A ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA: O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING.....	25
1.4.1 – Crítica às abordagens da liberalização financeira e da informação assimétrica .....	25
1.4.2 – Incerteza e risco numa economia pós-keynesiana.....	29
1.4.3 – O circuito financiamento-investimento-poupança-funding.....	31
1.5 – CONCLUSÕES E INTRODUÇÃO DA TEMÁTICA DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	36
<b>CAPÍTULO 2 – ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE PENSÃO.....</b>	<b>42</b>
2.1 – INTRODUÇÃO .....	42
2.2 – DEFINIÇÕES BÁSICAS.....	43
2.2.1 – Introdução.....	43
2.2.2 – Planos de Contribuição Definida e de Benefício Definido.....	46
2.3 – O ARGUMENTO DA POUPANÇA INTERNA.....	51
2.4 – OS FUNDOS DE PENSÃO, AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A ALOCAÇÃO DA POUPANÇA-INVESTIMENTO.....	56
2.5 – AS PRÁTICAS DE GOVERNANCE CORPORATIVA E O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	59
2.6 – ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO E A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	61
2.7 – CONCLUSÕES.....	67

### **CAPÍTULO 3 – ANÁLISE DE ALGUMAS EXPERIÊNCIAS: PAÍSES DO OCDE, AMÉRICA LATINA E BRASIL..... 69**

3.1 – INTRODUÇÃO.....	69
3.2 – PAÍSES DO OCDE – ANÁLISE GERAL.....	70
3.3 – PAÍSES DA AMÉRICA LATINA.....	81
3.3.1 – A Experiência Chilena .....	90
3.4 – FUNDOS DE PENSÃO – A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	98
3.4.1 – Fundos de Pensão no Brasil – Análise Geral.....	99
3.4.2 - A Reforma da Previdência e a Previdência Complementar.....	116
3.4. – CONCLUSÕES.....	128

### **4 – CONTRIBUIÇÕES DAS EXPERIÊNCIAS PARA O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO..... 131**

### **5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....141**

### **6. ANEXOS..... 149**

### **TABELAS**

Tabela 1 – Quantidade de EFPP Dezembro/2001.....	46
Tabela 2 – Quantidade de Participantes em Dezembro/2001.....	46
Tabela 3 – Dados de Poupança e Ativos de Fundos de Pensão versus PIB.....	53
Tabela 4 – Poupança Interna Bruta do Chile (1970-2000).....	54
Tabela 5 – Síntese dos Modelos de Sistema Financeiro e de Financiamento.....	64
Tabela 6 – Ativos dos Fundos de Pensão dos Países do OCDE Seleccionados (final de 2000).....	71
Tabela 7 – Ativos dos Fundos de Pensão (% PIB).....	72
Tabela 8 – Portfólio dos Fundos de Pensão de Países do OCDE Seleccionados – Final de 1998.....	75
Tabela 9 – Limites Máximos Fixados Para os Investimentos.....	76
Tabela 10 – Estimativa dos Retornos dos Portfólios dos Fundos de Pensão (1980-95).....	78
Tabela 11 – Ativos dos Fundos de Pensão da América Latina (1996-2002).....	83
Tabela 12 – Ativos dos Fundos de Pensão dos Países Latino-Americanos (em milhões de dólares).....	83



Tabela 13 – Carteira de Aplicações dos Fundos de Pensão Latino Americanos – Dez/98..84	
Tabela 14 - Investimentos em Ativos Estrangeiros.....	87
Tabela 15 – Taxas de Rentabilidades Acumuladas (Média Anual).....	88
Tabela 16 – Ativos dos Fundos de Pensão Chilenos.....	91
Tabela 17 – Carteira Consolidada Por Tipo de Aplicação.....	93
Tabela 18 – Rentabilidades dos Fundos de Pensão Chilenos.....	95
Tabela 19 – Ranking dos Fundos de Pensão Chilenos.....	96
Tabela 20 – Ativos dos Fundos de Pensão Brasileiros x PIB.....	100
Tabela 21 – Evolução dos Participantes das EFPPs Por Categoria.....	101
Tabela 22 – Rentabilidade Anual dos Fundos de Pensão (Líquida do IGP-DI).....	102
Tabela 23 – Carteira Consolidada Por Tipo de Aplicação.....	103
Tabela 24 – Participação dos Fundos de Pensão na Privatização.....	105
Tabela 25 – Ativos Imobiliários dos Fundos de Pensão.....	105
Tabela 26 – Investimentos Imobiliários dos Fundos de Pensão.....	106
Tabela 27 – Limites de Investimentos Imobiliários.....	106
Tabela 28 – Rentabilidade do Mercado Acionário e dos Títulos Indexados à SELIC.....	109
Tabela 29 – Ranking dos 10 Maiores Investimentos dos Fundos de Pensão.....	110
Tabela 30 – Distribuição dos Ativos Totais em Carteira dos Fundos de Pensão entre as Maiores Instituições.....	113
Tabela 31– Ranking 10 Maiores Ativos dos Fundos de Pensão Brasileiros.....	114
Tabela 32 – Origem das Reservas dos Fundos de Pensão.....	115
Tabela 33 - Receita, Despesa e Resultado da Previdência dos Servidores Públicos: União, Estados e Municípios (1995 a 2002).....	117

## GRÁFICOS

Gráfico 1 - Poupança e Investimento Sob Teto da Taxa de Juros.....	16
--	----

## ANEXOS

Anexo I – Maiores Mercados dos Fundos de Pensão.....	149
Anexo II – Alocação de Ativos Maiores Mercados dos Fundos de Pensão final de 2000.....	149
Anexo III – Limites de Investimentos Para Fundos de Pensão.....	150
Anexo IV – Ranking dos Fundos de Pensão Argentinos.....	151
Anexo V – Ranking dos Fundos de Pensão Colombianos.....	151
Anexo VI – Ranking dos Fundos de Pensão Chilenos.....	151

Anexo VII – Ranking dos Fundos de Pensão Mexicanos.....	152
Anexo VIII – Ranking dos Fundos de Pensão Peruanos.....	152
Anexo IX – Taxas de Rentabilidades Anuais na América Latina.....	152
Anexo X – Rentabilidades das Bolsas Brasileiras.....	153
Anexo XI – Ranking dos Investimentos 10 Maiores Fundos Brasileiros (Outubro/03)...	153
Anexo XII – Ativos das EFPPs em Outubro/03.....	153
Anexo XIII – Limites Legais de Investimentos.....	154
Anexo XIV – Limites do Segmento de Renda Fixa (Resolução CMN nº 31.121).....	155
Anexo XV – Limites Máximos do Segmento de Renda Variável (Resol. nº 31.121).....	156
Anexo XVI – Limites de Investimentos no Segmento de Imóveis (Resolução CMN nº 31.121).....	157
Anexo XVII – Limites Gerais (Resolução CMN nº 31.121).....	158
Anexo XVIII – Projeto de Emenda Constitucional – Alterações na Reforma da Previdência.....	159

## INTRODUÇÃO

Na última década, os fundos de pensão consolidaram-se como importantes agentes no mercado financeiro brasileiro. A Reforma da Previdência abre espaço para o prosseguimento consistente do crescimento dos ativos durante os próximos anos. No nível internacional, nos principais países do OCDE, essas instituições começaram a crescer a partir da década de 70, alcançando em alguns deles, volumes significativos de ativos financeiros como proporção do PIB no final da década passada. Na América Latina, o marco inicial foi a reforma da previdência pública chilena de 1981, responsável por aumento dos ativos dos fundos de pensão naquele país. Em outros países da região, a década 90 foi marcante em termos de reformas previdenciárias que estimularam o desenvolvimento dos fundos de pensão.

A principal característica introduzida pelos fundos de pensão nos sistemas de previdência tradicionais está ligada à acumulação de ativos financeiros em regime de capitalização. Este fato tem pelo menos duas implicações: a primeira, é que essas instituições têm potencial de acumulação de recursos significativos; a segunda, é que esses recursos precisam encontrar bens financeiros para aplicação, e que tenham rentabilidades compatíveis com suas obrigações.

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, os recursos acumulados pelos fundos de pensão podem constituir-se em fonte para o financiamento do desenvolvimento. Nesse sentido, é possível que um aumento dos recursos dessas instituições possa elevar os recursos disponíveis para o financiamento em longo prazo. Esta dissertação pretende contribuir para o debate em torno da importância do desenvolvimento dos fundos de pensão para a provisão de “*funding*” - recursos de longo prazo - para o financiamento do desenvolvimento no Brasil. A hipótese básica é que essas instituições podem não só proporcionar previdência para as famílias como também são potenciais ofertantes de recursos de longo prazo para a economia. A característica temporal de suas obrigações permite a aplicação de recursos em prazo mais largo para obterem maior rendimento. No entanto, a conversão dos recursos provindos das contribuições em ativos de longo prazo não ocorre de forma automática, mas é potencialmente possível de ser concretizada.

Essa dissertação é dividida em quatro capítulos, além desta introdução. No primeiro capítulo, é feita uma resenha crítica das principais teorias de financiamento do desenvolvimento. O objetivo é a obtenção de subsídio teórico para a análise dos fundos de pensão dentre as estruturas de financiamento existentes nas modernas economias.

No segundo capítulo, apresentamos algumas características dos fundos de pensão, além da análise de alguns temas de relevância para o nosso trabalho. O ponto central aqui é saber em que medida os fundos de pensão afetam – ou sofrem influência - a poupança interna, a *governance* corporativa das empresas, as inovações financeiras e as distintas estruturas de sistema financeiro.

No terceiro capítulo, primeiramente, analisaremos a experiência internacional – países do OCDE e América Latina -, para em seguida, analisarmos a experiência brasileira. Na experiência internacional destaca-se a chilena, em virtude de sua capacidade de influência sobre reformas nos mais diversos países. Além disso, ela fornecerá alguns elementos de análise comparativa para o estudo da experiência brasileira. Por fim, numa seção do caso brasileiro, discorreremos a respeito da reforma da previdência e seus possíveis impactos sobre as entidades de fundos de pensão e a provisão de *funding*.

No quarto capítulo, apresentamos algumas considerações para conclusão. O objetivo é refletir sobre os assuntos discutidos ao longo do trabalho à luz da potencialidade dos fundos de pensão em elevar os recursos disponíveis para o financiamento em longo prazo na economia brasileira. Nesse ponto, em que medida os fundos de pensão podem contribuir para um novo modelo de financiamento da economia brasileira, em que pese uma menor dependência em relação às fontes públicas na provisão de fundos de longo prazo.

## **CAPÍTULO 1 – ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO**

### **1.1 – INTRODUÇÃO**

Neste capítulo primeiro faremos uma resenha crítica das três principais teorias que tratam do financiamento do desenvolvimento. Nosso objetivo é obtermos uma base teórica para a discussão dos fundos de pensão dentre as estruturas de financiamento presentes nas modernas economias. O capítulo é dividido em três seções, além desta introdução e a conclusão. Na primeira seção, é discutida a abordagem monetarista da liberalização da “repressão financeira”. Em seguida, é feita a análise da abordagem novokeynesiana da informação assimétrica. Na seção seguinte, apresentamos a teoria pós-keynesiana como uma alternativa teórica às duas primeiras. Por fim, destacamos alguns pontos de conclusão e aproveitamos para inserir a temática dos fundos de pensão.

Na primeira parte, analisamos a abordagem monetarista e/ou neowalsariana, a teoria da liberalização da “repressão financeira” de MCKINNON (1973) e SHAW (1973). Segundo essa teoria, a carência de fontes para o financiamento do investimento em países em desenvolvimento seria resultado de uma “repressão financeira”, determinada pela prática de juros abaixo daquela que equilibraria o mercado. Ao longo do capítulo, levantamos as contradições e equívocos dessa teoria, bem como sua insuficiência para a interpretação do financiamento do investimento nas economias atuais.

Na segunda parte, apresentamos a abordagem novokeynesiana da informação assimétrica. Por essa teoria, problemas relacionados à assimetria de informação causam racionamento de crédito por parte dos emprestadores, reduzindo o investimento agregado. Da mesma forma que a abordagem anterior, esta também é inadequada para o entendimento do financiamento do investimento.

Na terceira parte, a abordagem feita pelos pós-keynesianos que enfoca a macroeconomia do financiamento do investimento. Defendemos esta última como instrumento analítico que melhor se adapta à interpretação do processo de financiamento do investimento nas modernas economias. Por fim, serão explicitados os principais pontos de conclusão.

## **1.2 – A ABORDAGEM MONETARISTA DA LIBERALIZAÇÃO DA “REPRESSÃO FINANCEIRA”**

No mundo clássico, na vigência da moeda-mercadoria, o crédito representava uma transferência de recursos de moeda-mercadoria dos agentes superavitários para os deficitários. Nesse sentido, não há uma distinção importante entre o ato de poupar e o investir. O investimento é financiado com a existência de poupança prévia. Assim, a poupança, que é previamente igual ao investimento, funciona como um limite superior para o financiamento do investimento, uma vez que não há outra fonte disponível para financiá-lo<sup>1</sup>. O mercado financeiro seria um mero intermediador<sup>2</sup> de recursos entre as duas categorias de agentes, não sendo capaz de criar moeda.

Na emergência do moderno mercado bancário, há mudanças significativas no modo de operação dos bancos. Não havia mais a moeda-mercadoria. Esta havia sido substituída pela moeda fiduciária, em que o Estado é a garantia de sua conversão. Este passou a ter na sua estrutura os bancos centrais, responsáveis pela emissão de moeda e a solvência do sistema financeiro, passando a regulamentar a atuação dos demais bancos. Além disso, o crédito poderia ser simplesmente convertido numa operação contábil em que o ativo (empréstimo) e o passivo (depósitos) são criados simultaneamente. Nesse ambiente, os bancos podiam alterar a oferta monetária e de capital, sem que seja necessário aumento na poupança agregada. Esta não seria mais um limite superior ao financiamento do investimento.

A Teoria de Fundos Empréstáveis compatibiliza o moderno mercado bancário com a visão neoclássica tradicional. Essa teoria afirma que o equilíbrio de fundos para os empréstimos ocorre quando se iguala a oferta e a demanda de fundos empréstáveis. A oferta de fundos para empréstimo seria composta pela poupança dos agentes, que seria função da taxa de juros, mais o acréscimo na oferta monetária pela ação do sistema bancário na criação de moeda. Entretanto, esta teoria não modifica o papel do mercado financeiro como intermediador de poupanças entre os agentes. Conforme STUART (1993, p.103), essa visão é reforçada, pois “o crédito acima (ou abaixo da “poupança voluntária”) é tratado como um fenômeno de desequilíbrio e/ou ligado a imperfeições na intermediação

---

<sup>1</sup> Há aqui a suposição de que a oferta monetária seja constante.

<sup>2</sup> A transferência de recursos dos agentes superavitários para deficitários poderia também ser feita diretamente sem a interferência do mercado financeiro.

financeira, tais como estruturas não competitivas ou distribuição ineficiente de informações”. Assim, tal visão reforça o papel do mercado financeiro como lócus de intermediação. A aplicação deste tipo de abordagem à economia do desenvolvimento tem como principal vertente, a teoria da liberalização da “repressão” financeira.

A literatura que trata da “repressão” financeira<sup>3</sup> parte das obras clássicas de Ronald Mckinnon (1973) e Eduard Shaw (1973). O argumento central presente nos seus trabalhos é que a “repressão” financeira reduz a taxa de crescimento econômico e o tamanho real do setor financeiro em relação ao não-financeiro. A repressão resultaria de distorções indiscriminadas de preços financeiros como taxa de juros e de câmbio. As distorções teriam origem em imposições governamentais, sendo responsáveis por retardamentos nos processos de desenvolvimento. A remoção da “repressão” financeira solucionaria por si só os problemas de baixas taxas de investimento e crescimento econômico.

Os modelos de desenvolvimento apresentados por Mckinnon e Shaw têm na liberalização a chave para o desenvolvimento financeiro e a conseqüente aceleração da taxa de crescimento econômico. Os autores também ressaltaram alguns efeitos<sup>4</sup> deletérios surgidos da “repressão” financeira no crescimento econômico. O estabelecimento de um teto para as taxas de juros abaixo do nível de equilíbrio e as políticas de crédito seletivo são suas principais manifestações. A primeira seria responsável por uma geração de poupança e de fundos emprestáveis abaixo do potencial, o que elevaria a taxa de juros para empréstimos. A elevação da taxa de juros dificulta o financiamento investimento, reprimindo-o. A segunda seria resultado de taxas de juros subsidiadas – abaixo da taxa de equilíbrio ou natural – que também geraria nos países em desenvolvimento um nível de poupança interna abaixo do potencial. A escassez de poupança faz surgir políticas de crédito seletivas para orientar a alocação dos recursos poupados. Assim, essas políticas seriam uma conseqüência direta de uma geração de poupança interna insuficiente em função do teto de taxas de juros para os poupadores.

---

<sup>3</sup> Deste ponto em diante o tópico foi baseado em FRY(1995, p. 20-38).

<sup>4</sup> Os autores citam como efeitos deletérios o estabelecimento de teto de taxas de juros, altos requerimentos de reservas bancárias (compulsórios), políticas de crédito direcionadas (ou seletivas) e taxa discriminatória dos intermediários financeiros FRY(1995, p. 23)

A origem da “repressão” financeira pode estar associada a restrições surgidas de déficits governamentais. A restrição financeira estimula instituições e instrumentos financeiros dos quais os governos podem expropriar senhoriagem significativa. Para isto, FRY (1995, p.21) aponta que o governo favorece e protege a aquisição de bens financeiros em forma de moeda e papéis bancários. Isso acontece pela imposição dos governos da manutenção de títulos governamentais em forma de reservas, compulsórias e obrigatórias, com vistas a utilizar desta fonte de poupança com custo zero ou juros baixos pelo setor público. Assim, os custos de financiamento dos déficits governamentais são reduzidos. Do outro lado, mercados de títulos privados e de ações são suprimidos com taxações e mecanismos legais, pois a senhoriagem não pode ser extraída facilmente nestes mercados. A competição pelos fundos de poupança leva os governos a adotar medidas que desestimulam o desenvolvimento desses mercados. Assim, há uma elevação da proporção de fundos do sistema financeiro transferidos para o setor público. FRY (1973) e NICHOLS (1974) apud FRY (1995) apontam nessa direção:

*“Measures such as the imposition of foreign exchange controls, interest rate ceiling, high reserve requirements, and the suppression or nondevelopment of private markets can all increase the flow of domestic resources to the public sector without higher tax, inflation, or interest rates (FRY, 1973; NICHOLS, 1974; apud FRY, 1995, p. 21).*

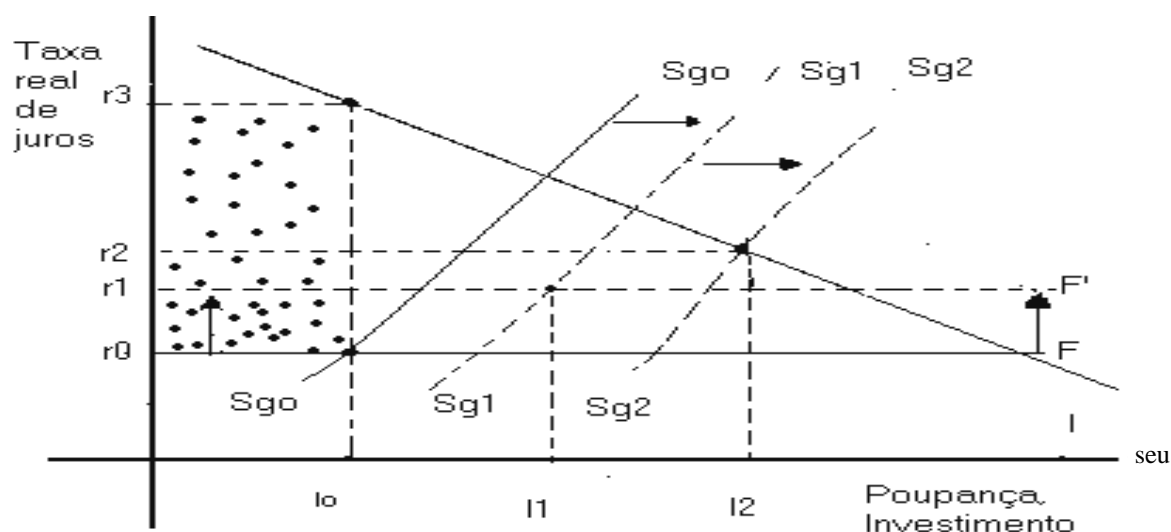
Políticas de crédito seletivas ou setoriais são comuns da repressão financeira. A técnica usada para reduzir os custos de financiamento dos déficits governamentais pode também ser usada para estimular investimentos privados em que os governos consideram como atividades prioritárias (FRY, 1995, p.24). As taxas de juros de empréstimos para investimentos aprovados são subsidiadas. Como resultado temos mercados financeiros mais segmentados e restringidos. A intervenção do governo na alocação dos escassos recursos de poupança acaba gerando ineficiências, como uma taxa de rendimento médio do investimento menor, pois a alocação é feita não mais por mecanismos de preços.



A aceleração da inflação ou a queda da taxa nominal de juros pode levar a uma queda da poupança agregada pelos seus efeitos nos preços dos ativos<sup>5</sup> com oferta fixa, a exemplo de terras e os demais imóveis (FRY, 1995, p.23-24). Esses ativos têm características que os tornam proteção eficiente contra choques inflacionários. Sendo assim, uma queda na taxa de juros faz com que tornem substitutos atrativos para a poupança em comparação com os depósitos. No entanto, como possuem oferta fixa, a compra deles não aumenta o investimento da economia como um todo. A queda na taxa de juros desloca recursos de poupança das famílias dos bancos para a compra desses ativos. Nesse processo o preço dos ativos com oferta fixa tendem a crescer mais que o nível geral de preços, em consequência, cresce a riqueza das famílias. Segundo (FRY, 1995, p. 24), o aumento da riqueza das famílias tem o efeito de elevar o consumo tanto presente quanto futuro, declinando a poupança agregada, o que é compatível com as teorias sobre poupança com base na maximização da utilidade intertemporal.

No Gráfico 1, ilustraremos um modelo de moeda com os principais elementos comuns a MCKINNON-SHAW. Nesse modelo, as instituições financeiras exercem o papel de intermediação entre poupadores e investidores.  $Sg_0$  é a poupança compatível com a taxa de crescimento  $g_0$  como uma função positiva da taxa de juros real (MCKINNON, 1973:67; SHAW, 1973:77-78 apud FRY, 1995). A linha FF representa repressão financeira, sendo aqui uma taxa de juros nominal fixada administrativamente que mantém a taxa real  $r$  abaixo do equilíbrio (MCKINNON, 1973:71-77; SHAW, 1973:81-87 apud FRY, 1995). O investimento atual é limitado em  $I_0$ , a quantidade de poupança gerada na taxa de juros  $r_0$ . O Gráfico 1 demonstra a existência da repressão financeira na taxa de juros fixada.

**Gráfico 1 – Poupança e Investimento sob Teto da Taxa de Juros**



O Gráfico 1 mostra a relação entre poupança e investimento sob teto na taxa de juros. Com o estabelecimento de um teto<sup>6</sup> para os juros somente para os poupadores em  $r_0$ , o investidor/tomador enfrenta uma taxa de juros  $r_3$ , pois esta é a taxa que equilibra o mercado com a oferta restringida de poupança em  $I_0$ . O “spread bancário” ( $r_3 - r_0$ ) pode levar a uma competição não preço (abertura de novas agências, publicidade) em lugar de um sistema bancário competitivo. No entanto, FRY (1995, p.26) aponta que teto de juros para empréstimos assim como para depósitos é uma realidade em muitas economias com repressão financeira. Segundo o autor, isso é a causa de uma maior participação do setor público na concessão de empréstimos, e de uma grande quantidade de bancos de propriedade estatal. O teto para taxa de juros de empréstimos faz com que o crédito seja alocado não de acordo com a produtividade esperada do investimento, mas conforme os custos de transação e risco percebido de “default” (garantias, tamanho do empréstimo, pressão política, etc). FRY (1995, p.26) apresenta quatro distorções na economia do estabelecimento de teto para as taxas de juros:

*“First, low interest rates produces a bias in favor of current consumption and against future consumption. Therefore, they may reduce saving below the socially optimum level. Second, potential lenders may engage in relatively low-yielding direct investment instead of lending by way of depositing money in a bank. Third, bank borrowers able to obtain all the funds they want at low loan rates will choose relatively capital-intensive projects. Fourth, the pool of potential borrowers contains entrepreneurs with low-yielding projects who not want to borrow at the higher market-clearing interest rate”.* (FRY, 1995, p.26)

Os bancos são obrigados a alocarem um percentual mínimo da sua carteira de ativos para empréstimos em setores prioritários da economia (FRY, 1995, p.26). Nesse caso, as taxas de juros são subsidiadas, uma característica das políticas de crédito seletivas. Segundo FRY (1995, p.26), parte do problema crítico da “delinquência”<sup>7</sup> de empréstimos encontrada nos programas de crédito direcionadas é devido ao fato de que as taxas subsidiadas,

---

<sup>6</sup> Nesse caso estamos falando de teto para taxa de juros somente para os depósitos, não para empréstimos.

<sup>7</sup> FRY (1995, p. 26) usa a expressão *loan delinquency* (delinquência de empréstimos) para caracterizar as dificuldades de recebimento pontual dos empréstimos concedidos.

geralmente negativas em termos reais, desencorajam o pagamento pontual dos empréstimos.

Na Figura 1, crescendo o teto das taxas de juros de FF para  $F'F'$  haveria um aumento da poupança e do investimento. O aumento dos juros deslocaria investimentos de menor lucratividade para projetos de investimentos mais lucrativos, elevando a média de retorno dos investimentos, o que contribui para o aumento da eficiência dos investimentos e da economia. A taxa de crescimento da economia cresce e a função poupança passa para  $Sg_1$ . Porém, nesse ponto ainda não foi eliminada a “repressão financeira”. Com o crescimento dos juros para  $r_2$  a função de poupança passa para  $Sg_2$ , correspondendo a um maior nível de investimento em  $I_2$ . Nesse ponto, a “repressão financeira” é eliminada e há uma maior nível de poupança e investimento agregado.

Os modelos de liberalização financeira têm em comum o fato de que por meio dela é possível expandir o crédito bancário deslocando ao mesmo tempo a técnica fiscal, o autofinanciamento e os recursos do exterior. Assim, seria possível inclusive lograr um aumento da taxa de poupança da economia (ZONINSEIN, p. 18). Para que isso aconteça, MCKINNON (1982, p. 160; 1984, p.1-2; apud FRY, 1995, p. 27) aponta que o sucesso da liberalização financeira tem como pré-requisito a disciplina fiscal, pois déficits governamentais são incompatíveis com liberalização e desenvolvimento financeiro. O instrumento principal usado é o aumento da taxa de juros. Esta deveria flutuar até os níveis adequados à eliminação do déficit de poupança interna, provocado por taxas de juros artificialmente baixas. Com o aumento das taxas de juros não somente os depósitos bancários se expandiriam permitindo o aumento do crédito e dos fundos de investimentos, mas também a poupança seria liberada de usos inferiores, viabilizando um aumento da eficiência. A desregulamentação financeira também é apontada como solução para acabar com os aparatos institucionais que permitem as políticas de crédito seletivas, resultantes da “repressão financeira”. Apesar da influência desse modelo em agências internacionais como o Banco Mundial e o FMI, e de ter orientado políticas de liberalização financeira em diversos países, os resultados práticos e os argumentos teóricos vem sendo questionados. As duas abordagens que se seguem são críticas em relação a esse modelo, que serão assuntos dos próximos tópicos.

### 1.3 – A ABORDAGEM NOVOKEYNESIANA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA<sup>8</sup>

O conceito de informação assimétrica<sup>9</sup> surgiu na literatura de microeconomia para avaliar os problemas de informação no funcionamento eficiente dos mercados. Depois de ter larga aceitação no estudo das falhas de mercado microeconômicas, economistas novokeynesianos a trouxeram para a macroeconomia. Em um trabalho de 1981, Stiglitz e Weiss, avaliando os efeitos da informação imperfeita no mercado financeiro, desenvolveram modelos de racionamento de crédito em que problemas de falhas de mercado microeconômicas têm efeitos significativos em variáveis macroeconômicas como a poupança, o investimento e o crescimento econômico. Essa abordagem ganha destaque na literatura do desenvolvimento econômico nas décadas de 80 e 90.

No mundo monetarista dos modelos de liberalização financeira, os bancos têm um papel passivo, ou seja, meros intermediadores de recursos entre os agentes. Por essa análise o foco da atenção concentra-se no lado direito do balanço bancário (passivo ou moeda), uma vez que o crédito é simplesmente o resultado das preferências individuais em relação ao consumo presente e futuro, não tendo os bancos capacidade de afetar o seu volume. No mundo keynesiano, os mercados financeiros têm um papel central na determinação do caminho da economia. Nesse sentido, os bancos passam a exercer um papel ativo na determinação do nível de crédito. Parte deste papel dos bancos é recuperada pela abordagem novokeynesiana da informação assimétrica. Esta desloca a atenção do passivo (moeda) para os ativos (empréstimos). Para NOHARA (1997, p.26), “esse deslocamento da atenção do passivo para o ativo já subtende a aceitação da endogeneidade da moeda”. Assim, seria esse um ponto de discordância da abordagem monetarista, em que a moeda é exógena e não afeta as variáveis reais.

A informação assimétrica é definida aqui como uma situação em que uma parte de um contrato financeiro detém informação bem menos acurada que a outra parte. No mercado financeiro, sua presença leva a existência de dois problemas básicos: a seleção adversa e o risco moral. A seleção adversa é um problema que ocorre antes da transação. Este

---

<sup>8</sup> A principal referência usada para este tópico é encontrada em NOHARA (1997, p. 26-33). Além desse trabalho, usamos os trabalhos de WOLFSON (1996, p. 443-448), FRY (1995), STIGLITZ & WEISS (1981), FAZZARI & VARIATO (1994) e FAZZARI & VARIATO (1996).

problema surge quando os demandantes de crédito mais prováveis de produzir um resultado indesejável ou adverso são aqueles que têm maiores chances de serem selecionados para um empréstimo. Tomadores que queiram assumir grandes riscos provavelmente são os mais ansiosos para obter um empréstimo. Nisso, a participação de créditos ruins ou de maus pagadores tendem a se elevar. Considerando que a seleção adversa faz com que seja mais provável que os empréstimos sejam concedidos para riscos de créditos ruins, os emprestadores podem decidir não fazer quaisquer empréstimos, embora haja bons riscos de crédito no mercado. O risco moral é um problema que ocorre após a transação. Ele ocorre porque o tomador tem incentivos para investir em projetos de alto risco, nos quais o tomador se dá bem se o projeto é bem sucedido, mas o emprestador arca com a maior parte da perda se o projeto é mal sucedido. O conflito de interesses entre o tomador e o emprestador – problemas de agenciamento – implica que muitos emprestadores decidirão não fazer empréstimos, de forma que tanto o empréstimo quanto o investimento se situarão em níveis sub-ótimos.

A teoria novokeynesiana do racionamento de crédito vem da análise desses problemas surgidos da informação assimétrica. Tal teoria assume que existe uma distribuição precisa da probabilidade dos retornos de cada projeto que um tomador potencial quer comprometer-se. Esta distribuição é conhecida do tomador, mas não do banco. Embora o banco conheça a expectativa de retorno de um projeto, *“the bank cannot ascertain the riskness of a project”* (STIGLITZ and WEISS, 1981, p. 395 apud WOLFSON, 1996). O banco assume que o crescimento da taxa de juros eleva os encargos dos empréstimos afetando de forma adversa o risco dos projetos. O risco pode mudar em virtude da seleção adversa e do risco moral. O efeito da seleção adversa refere-se a idéia de que a disposição dos tomadores em pagar uma alta taxa de juros pode aumentar o risco. Tomadores com projetos arriscados estão dispostos a pagar uma taxa de juros mais elevada, porém sua probabilidade de pagamento do empréstimo é baixa. Ou seja, seus projetos não são prováveis de serem liquidados, mas quando são, eles vão reembolsar com retornos grandes o suficiente para cobrir os custos dos juros dos empréstimos. Desde que as distribuições de retornos são relativamente baixas, as melhores possibilidades de resultados também são pequenas para honrarem o pagamento da alta taxa de juros. O efeito incentivo – risco moral – refere-se à suposição do banco que uma maior taxa de juros vai influenciar a

---

<sup>9</sup> O paper de George Akerlof (1970), *“The Market for Lemmons: Quality Uncertainty and the Market*

escolha de projeto do tomador. Quando a taxa de juros cresce, o tomador tenderá a escolher projetos mais arriscados: aqueles com alto reembolso quando ocorre sucesso (e baixo retorno quando ocorre insucesso). A racionalidade é que os tomadores irão procurar aqueles projetos com retornos elevados o suficiente para reembolsar os altos juros.

Segundo WOLFSON (1996), o medo da falência pode desencorajar os tomadores a escolher projetos com alto risco. Entretanto, os modelos assumem que tomadores são neutros ao risco - eles consideram somente suas expectativas de retorno e não seus riscos -, o menor recebimento sempre resulta em não pagamento, projetos são considerados em isolados das fortunas gerais dos tomadores, e não existe custo de falência. Sobre essas condições, a escolha de um projeto arriscado vai crescer a expectativa de retorno do tomador para um resultado de sucesso, mas não irá decrescer se ele fracassa – será sempre zero. Desde que o projeto é considerado isolado da riqueza em geral do tomador, um não pagamento de um empréstimo é equivalente a uma falência para o banco; não é possível uma grande perda num projeto empurrar o tomador para a falência. Sem essas suposições, um tomador não necessariamente escolhe o projeto arriscado. Assim a relevância empírica da teoria é questionável, podendo ser relativamente pequena.

No entanto, dadas as suposições, ao crescer a taxa de juros irá atrair tomadores de riscos elevados, ou induzir tomadores a escolher projetos com altos riscos. Ambos os casos reduzem a expectativa de lucro do banco, pois este ao receber um contrato com retorno fixo, não se beneficia da elevação do lucro do tomador, mas perde se o lucro do tomador cai. Naturalmente, existe um efeito direto no lucro do banco de uma taxa de juros maior, mas JAFFE e STIGLITZ (1990, p.857 apud WOLFSON, 1996, p. 445) argumentam que:

*“the adverse selection effect [and the moral hazard effect] can easily outweigh the direct effect.....There is a critical interest rate,  $r^*$ , at which the safer borrowers stop applying. Thus, the return to the bank declines precipitously at  $r^*$ .”*

O banco poderia escolher uma taxa de juros para os tomadores de alto risco, mas devido a assimetria de informação, ele não consegue distinguir os tomadores “bons” (baixo-risco)

dos “maus” (alto-risco). A solução para o banco maximizar seus lucros é o racionamento de crédito, que surge sobre condições de informação imperfeita. Nesse caso, os indivíduos que recebem os empréstimos são aparentemente idênticos, não havendo distinção entre os tomadores. Aqui os termos dos contratos são iguais para todos os tomadores.

Como notado por STIGLITZ e WEISS (1981, p. 393), “*When the price (interest rate) affects the nature of the transaction, it may not also clear the market*”. Embora a taxa de juros escolhida pelo banco para maximizar lucros seja uma taxa de equilíbrio, ela, no entanto, não iguala a oferta e a demanda por crédito. O banco irá escolher uma taxa de juros  $r^*$  de maximização de lucros, e irá resistir em aumentar essa taxa a um nível acima da escolhida<sup>10</sup>, em virtude do efeito da seleção adversa e do risco moral. Qualquer alteração que leve a diminuição da oferta de fundos emprestáveis levará o banco a racionar o crédito, a despeito da disposição dos tomadores de pagar uma taxa de juros mais alta. Assim, o racionamento de crédito é uma situação na qual a maximização de lucros do banco ocorre a uma taxa de equilíbrio em que há um excesso de demanda por empréstimos, que não é acompanhada por uma maior taxa de juros do banco. Em vez de aumentar a taxa de juros para se adequar a oferta de fundos de empréstimo, o banco prefere como estratégia de maximização de lucro o racionamento do crédito.

Uma outra vertente desta abordagem - a chamada visão do crédito - definiu os bancos como os principais atores do mercado financeiro e elaboram modelos de intermediação bancária<sup>11</sup>. Segundo essa vertente, a informação assimétrica causa problemas para todos os ofertantes de créditos. Porém, focalizando os bancos como representativo dos problemas de todos os emprestadores, enfatiza a relativa habilidade dos bancos de superar a informação incompleta, em comparação com os demais agentes do mercado. Os custos adivinhos dos problemas de informação, que acompanham a concessão de crédito e a recuperação de quantias envolvidas, tornar-se-iam insuportáveis para os agentes econômicos individuais. Por outro lado, os bancos seriam instituições especializadas no processamento de informações relevantes a respeito da viabilidade de projetos de investimentos. Por terem experiência na coleta de dados sobre o desempenho das empresas

---

<sup>10</sup> A oferta de fundos emprestáveis poderia diminuir por causa da política monetária ou redução da entrada de depósitos, o que deveria ser acompanhado de um aumento da taxa de juros.

<sup>11</sup> Esta visão é também encontrada em NOHARA (1997) e WOLFSON (1996), em que baseamos esta exposição.

e por sua habilidade em manter relações no longo prazo, estão bem aparelhados para determinar a qualidade dos devedores. Pode fazer arranjos, restringir e solucionar os problemas de informação, decorrentes de seleção adversa e de risco moral, próprios à concessão de crédito a um custo menor. Tudo isso leva a um aumento da eficiência alocativa do sistema. Nesse sentido, os bancos são instituições criadoras de valor.

Entretanto, a informação no mercado de crédito é altamente assimétrica. Os demandantes de crédito têm maior (isto é, melhor ou privilegiada) informação sobre os seus próprios projetos de investimentos do que os bancos que lhes concedem crédito, o que exige atenção. Por outro lado, a informação dos administradores de bancos sobre o desempenho de suas instituições e os valores reais de seus ativos é melhor do que o dos depositantes. Ou seja, a qualidade da informação dos depositantes sobre o real valor de seus portfólios é inferior àquela dos administradores dos seus ativos, o que confirma a necessidade dos depositantes monitorarem o desempenho da administração bancária.

Os bancos desempenham o papel mais importante nos sistemas financeiros por serem capacitados em reduzir os problemas de seleção adversa e risco moral nos mercados financeiros. Eles têm vantagens particulares sobre outros intermediários financeiros ao resolver problemas decorrentes de assimetria de informação por causa de suas vantagens naturais na coleta de informações e redução do risco moral. Por exemplo, as vantagens dos bancos em termos de coleta de informações são melhoradas por sua habilidade em se envolver em relacionamentos de longo prazo com os clientes e fazer empréstimos mediante linhas de crédito. Ademais, a habilidade de analisar os balanços dos tomadores fornece aos bancos uma vantagem adicional em termos de monitoramento. Do lado dos tomadores, a expertise para tomar empréstimos junto aos bancos não é mesma, uma vez que alguns têm habilidade para lidar com os bancos e conseguem os empréstimos, outros têm pouca habilidade para obterem empréstimos ou só conseguem aumentando os custos. Isto implica que qualquer perturbação na atividade normal dos bancos pode reduzir a oferta de crédito para estes tomadores dependentes dos bancos, e assim ter implicações macroeconômicas. Nesse sentido, o racionamento de crédito atingiria aqueles tomadores poucos habilitados na obtenção de empréstimos com os bancos, e geralmente está associado a momentos como Grande Depressão, controles de crédito, restrições de capital, e política monetária recessiva. O racionamento de crédito pelos bancos está associado a um aumento da



preferência pela liquidez deles em virtude do aumento da incerteza, o que eleva os custos de informação e diminui o valor de seus ativos. Estes ao dificultarem o crédito acabam atingindo aqueles tomadores com dificuldades e/ou pouca habilidade em negociarem com os bancos. A presença de um colateral e/ou garantia geralmente faz diferença na escolha dos bancos de quais tomadores conseguirão empréstimos, independente da rentabilidade dos projetos de investimentos. Bons colaterais são garantia suficiente para se obter o crédito, independente da qualidade do projeto de investimento ou do devedor. Para o credor, é o que basta. O uso de colaterais<sup>12</sup> reduz os custos de agenciamento.(NOHARA, 1997).

A abordagem da informação assimétrica não foi capaz de superar o papel do sistema financeiro como mero intermediário de recursos entre agentes superavitários e deficitários, a despeito da crítica ao papel passivo dos bancos na literatura da liberalização financeira. Ademais, essa abordagem sugere que as falhas de mercado são maiores no sistema financeiro que em outros setores da economia, o que pode justificar uma interferência do Estado como forma de corrigir algumas delas. No entanto, o mercado financeiro competitivo ainda é o modelo paradigmático a ser perseguido. Isso pode levar a sugestão de políticas para minimizar e/ou reduzir os impactos das falhas de mercados, sem avançar na compreensão do papel do sistema financeiro como variável causal fundamental para a economia liderada pelo investimento. Essa compreensão é fundamental para o entendimento do processo do investimento, porém, ela não está presente nas abordagens anteriores que têm na poupança prévia o argumento referencial para a análise do investimento. Assim, o papel dos bancos ainda é relegado a um papel simplista de intermediário entre agentes superavitários e deficitários. No sentido de superar o paradigma da poupança prévia, a abordagem pós-keynesiana buscar restabelecer o papel do sistema financeiro como elemento-chave na compreensão dos processos de desenvolvimento das economias empresariais, que é o assunto do próximo tópico.

---

<sup>12</sup> O uso de colaterais sugere mais um mecanismo que pode conduzir a distúrbios na atividade financeira e afetar negativamente a atividade econômica: a redução do valor dos próprios colaterais (NOHARA, 1997, p.30). Qualquer incerteza ou distúrbio que reduz o valor dos ativos dos colaterais pode aumentar a exposição ao risco do sistema financeiro, o que pode gerar implicações macroeconômicas.

## **1.4 – A ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA: O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING**

### **1.4.1 – Crítica às abordagens da liberalização financeira e da informação assimétrica**

As duas abordagens teóricas anteriormente descritas sobre o financiamento do desenvolvimento têm em comum o fato de limitar o mercado financeiro como simples intermediário entre poupança e investimento. A taxa de juros seria o resultado da demanda e oferta de fundos emprestáveis, representando uma variável de ajuste entre poupança e investimento. Tais abordagens são compatíveis com o argumento da necessidade de poupança prévia para detonar um processo de crescimento. Assim, como mostra STUDART (1995), “poupadores, como ofertadores de poupança/capital, determinam em última instância o espaço de acumulação”. Além disso, o argumento da poupança prévia presente naquelas abordagens faz surgir propostas recessivas em que primeiramente é suprimido o consumo das famílias e/ou do governo como forma de elevar a poupança, e assim o investimento. Assim, o crescimento liderado pelo investimento exigiria inicialmente um sacrifício recessivo.

Em relação à literatura da liberalização financeira, STUDART (1993, p.106) apresenta algumas críticas dentro do enfoque pós-keynesiano:

- i) O papel do sistema bancário no processo de financiamento da acumulação: em economias com um sistema bancário desenvolvido<sup>13</sup> o financiamento do investimento independe de poupança prévia; o financiamento do investimento é que possibilita a criação posterior da

---

<sup>13</sup> CHICK (1986) apresenta cinco estágios de desenvolvimento do sistema bancário. A autora demonstra que apenas no primeiro estágio a poupança prévia é condição necessária para o financiamento do investimento. A partir do estágio 2 o sistema bancário já tem uma significativa autonomia na criação de depósitos (e crédito) para o financiamento das despesas de seus clientes.

renda através do efeito multiplicador; a poupança agregada representa um subproduto desse mesmo processo multiplicador;

- ii) A determinação e o papel da taxa de juros: esta não representa a variável de ajuste na relação entre investimento e poupança, mas sim o resultado das forças que afetam a demanda e oferta de moeda – respectivamente, a preferência pela liquidez dos possuidores de riqueza na forma financeira e as decisões dos bancos; por outro lado, dadas as perspectivas empresariais, o nível de investimento é inversamente relacionado ao nível das taxas de juros;
- iii) O papel do mercado de capitais na alocação das poupanças individuais: a alocação das poupanças individuais determinará a disponibilidade de fundos para a consolidação financeira (funding) dos passivos das empresas endividadas e do sistema bancário; o funding pode ser um fator importante na redução da fragilidade financeira, que tende a aumentar no crescimento em economias cujo financiamento do investimento se dá com base no crédito.

As três críticas apresentadas por STUDART (1993) estão de certa maneira inter-relacionadas. Em economias empresariais, com sistema bancário desenvolvido e um mercado de capitais organizados para a colocação de títulos de dívidas e de propriedade, os bancos passam a ter um papel mais ativo no financiamento do investimento, como também na determinação das taxas de juros ao lado da preferência pela liquidez dos agentes possuidores de riqueza financeira. Ademais, o mercado de capitais tem uma importante função na alocação da poupança gerada pelo multiplicador para a provisão de funding para sustentar os investimentos. É, portanto, bem distinto de como a literatura da liberalização financeira vê o sistema bancário, a determinação e papel das taxas de juros e dos mercados de capitais. STUDART (1993) também é pessimista em relação aos resultados das propostas de elevação da taxa de juros e desregulamentação financeira em países em desenvolvimento, geralmente presentes nas abordagens referentes à liberalização financeira. Para o caso da elevação das taxas de juros, STUDART (1993, p.113) assinala três pontos: i) não há por que esperar como consequência que os fundos de financiamento

do investimento aumentem, já que a taxa de juros não determina o nível de poupança agregada, mas simplesmente a distribuição da riqueza na forma financeira; ii) um aumento da taxa de juros pode exercer efeitos negativos sobre o nível de investimento; iii) o aumento das taxas de juros pode redundar em dificuldades financeiras das empresas inversoras e estancar projetos de investimento em curso. Nesse sentido, não há nenhuma garantia de que a política de elevação da taxas de juros gere impactos positivos para o crescimento econômico, embora haja boas razões para acreditar nos seus impactos negativos. No caso da desregulamentação financeira, STUDART (1993) faz as seguintes observações:

“Nada garante que a segmentação do mercado de capitais e as políticas seletivas de crédito sejam efeito da “repressão financeira”. Tendo em vista que a maior parte dos países em desenvolvimento parece dotada de um sistema financeiro com base em crédito, tudo indica que a segmentação do mercado de capitais e as políticas de crédito seletivo correspondam a arranjos institucionais criados exatamente para cobrir a inexistência de fontes privadas de financiamento de longo prazo”.  
(STUDART, 1993, p. 113-114)

A conclusão do autor é que além de não haver garantia de aumento dos fundos para o financiamento do investimento como resultado de uma desregulamentação financeira, há o risco de rompimento dos arranjos institucionais existentes sem a criação de outro que o substitua. Para finalizar as críticas à liberalização financeira, cabe assinalar uma feita por SNOWDEN (1987 apud Zoninsein, 1988, p. 19): “Taxas de juros artificialmente mais baixas teriam o efeito de subsidiar a acumulação de capital próprio, caracteristicamente escasso nas economias em processo de industrialização. A redução dos lucros retidos nas empresas produtivas, provocada pela elevação da taxa de juros, faria declinar a formação de capital próprio, impedindo que estas empresas pudessem se beneficiar da maior disponibilidade de crédito bancário”. Nesse sentido, o autor coloca também em dúvida a eficácia da liberalização financeira como mecanismo de elevação dos fundos disponíveis para o investimento.

No que tange à literatura da informação assimétrica com seus modelos de racionamento de crédito, ela surge da crítica aos modelos de liberalização financeira, principalmente no que tange a atuação governamental. STIGLITZ (1994), um expoente desta abordagem, faz críticas à liberalização financeira focalizando seus argumentos na prevalência de falhas de mercados nos mercados financeiros. Isso justificaria a intervenção governamental e a presença de racionamento de crédito. Segundo o autor, “*there exist forms of government intervention that will not only make these markets function better but will also improve the performance of the economy*” (STIGLITZ, 1994, p.20). Nesse sentido, o governo teria um papel a desempenhar para a melhoria da funcionalidade dos mercados financeiros, com impactos sobre o desempenho da economia. No entanto, a abordagem da informação assimétrica não foge à crítica da teoria pós-keynesiana.

Em primeiro lugar, seus modelos têm como suposição a existência de um mercado perfeito. Diante disso, seus autores constroem modelos de racionamento de crédito tendo com base as falhas do mercado de crédito, que seriam responsáveis por um nível sub-ótimo do investimento na economia. Assim, os modelos surgidos desta abordagem ainda são prisioneiros do “paradigma” do mercado perfeito. Porém, este tipo de mercado não necessariamente espelha o comportamento do mercado financeiro em geral, e do mercado de crédito, em particular (geralmente não é).

Além disso, o fato de não considerar o ambiente de incerteza em um mundo não ergódico, levam esses modelos a fazerem uma confusão entre assimetria de expectativas entre os agentes com assimetria de informação. É plenamente provável que haja assimetria de informação, mas mesmo que os dois lados (tomadores e emprestadores) tenham a mesma informação, não há nenhum motivo para acreditar que as expectativas destes agentes em relação a um projeto de investimento sejam as mesmas. Da mesma forma, o empresário/tomador geralmente é mais otimista em relação ao resultado de um determinado projeto que o banco/emprestador. Ademais, as expectativas de retorno de um projeto podem ser frustradas, levando a um não pagamento da dívida. Isso não quer dizer o empresário/tomador se envolveu em projetos mais arriscados que o acordado com o emprestador, mas simplesmente que houve uma frustração de expectativas.

A presença de assimetria de informações nos modelos de racionamento de crédito leva em consideração o risco<sup>14</sup>, com agentes motivados por variáveis estocásticas e com distribuições probabilísticas bem definidas. Porém, em um ambiente em que a incerteza predomina, não há informações com relação às distribuições de probabilidades dos possíveis cenários (DAVIDSON, 1986). Uma alta probabilidade não implica maior certeza do que uma inferior, já que a incerteza caracteriza-se, basicamente, por uma falta de confiança em probabilidades, sejam elas altas ou baixas. Quando a incerteza cresce consideravelmente, tal como ocorre em situações subseqüentes a crises financeiras, nas quais a probabilidade subjetiva de ocorrência de desastres sobe acima da objetiva, os bancos fazem menos empréstimos e racionam o crédito. Esse comportamento é baseado não em uma avaliação objetiva da lucratividade potencial, mas em um desejo de se manterem líquidos para se precaverem contra um futuro incerto. Nesse sentido, em uma economia onde predomina a incerteza, os bancos podem promover o racionamento do crédito em virtude do aumento da preferência pela liquidez e não por uma avaliação probabilística de risco dos retornos esperados.

No entanto, a principal crítica pós-keynesiana é o fato que esta abordagem não supera o papel do sistema financeiro como mero intermediário entre poupadores e investidores. A solução de problemas de informação imperfeita e outras falhas de mercado apenas restaura a prevalência do mercado financeiro competitivo na alocação eficiente dos recursos. Nesse sentido, novamente está presente nesta abordagem o argumento da poupança prévia como pré-requisito para detonar o processo de investimento. Assim, há a necessidade de uma visão alternativa capaz de dar a verdadeira dimensão do sistema financeiro no financiamento do investimento e do crescimento. Esta alternativa teórica é apresentada nos sub-tópicos seguintes.

#### **1.4.2 – Incerteza e risco na economia pós-keynesiana<sup>15</sup>**

O conceito de incerteza é fundamental na análise feita por Keynes acerca do papel do sistema financeiro no crescimento econômico. As decisões de investimento e da preferência pela liquidez por parte dos agentes baseiam-se na incerteza econômica, em

---

<sup>14</sup> Mais adiante discutiremos o papel do risco e da incerteza na economia pós-keynesiana.

<sup>15</sup> A principal referência deste tópico é encontrada em DAVIDSON (1988) e NEAL (1996).

contraponto a clássica identificação do processo de acumulação com a expansão da poupança. As condições de financiamento, à medida que deslocam a incerteza, cria condições para o aumento do endividamento e, conseqüentemente, aceleram o caráter especulativo da economia. A incerteza keynesiana e a probabilidade apresentam-se como conceitos complementares, sendo a primeira relacionada à escolha das premissas, e a segunda, ao desenvolvimento lógico das mesmas. O reconhecimento da incerteza implica mudança de comportamento dos agentes.

Incerteza e risco estão intimamente relacionados. A primeira não pode ser prevista estatisticamente por distribuições probabilísticas, enquanto o risco é perfeitamente previsível. Em razão da incerteza, são construídos cenários sobre o futuro que servem de premissas para a tomada de decisões. Porém, nada garante a ocorrência dos cenários propostos. Ao contrário da incerteza, o risco trata de fenômenos já conhecidos ou que tiveram ocorrência no passado. Assim, é possível estabelecer uma distribuição de probabilidade objetiva que permita o seu conhecimento com certo grau de previsibilidade.

Desde que Knigh publicou seu clássico *Risco, Incerteza e Lucro*, em 1921, alguns economistas têm traçado a distinção entre incerteza e risco, com o propósito de demonstrar as suas implicações na compreensão de uma economia de empreendedores (DAVIDSON, 1988). Na visão de muitos pós-keynesianos, a existência da incerteza, em contraposição ao risco, afeta profundamente a operação de qualquer economia, assim como o modelo utilizado para compreendê-la. Em um mundo onde se pode distinguir a incerteza do risco, a moeda não é neutra, nem no longo prazo. Isso está associado ao fato de que os indivíduos reconhecem que, em um mundo incerto – o que é diferente de um mundo estatisticamente previsível, mas arriscado –, possuir moeda permite a flexibilidade que leva alguém a poder tirar proveito de oportunidades imprevisíveis e resulta em uma espécie de seguro contra eventos inesperados e não-desejáveis.

Em uma economia monetária não-neutra, os mercados financeiros são essenciais para o crescimento econômico. Segundo NEAL (1996), “o comportamento dos agentes em mercados financeiros pode ser melhores compreendido quando há algum grau de conciliação entre risco e incerteza”. Os bancos, às vezes, podem basear suas decisões relativas a empréstimos na avaliação de riscos calculados e, em outras vezes, podem ter seu

comportamento influenciado por regras ou convenções que predominam quando a incerteza passa a imperar no cenário econômico.

A distinção entre risco e incerteza é importante para o entendimento do comportamento dos agentes econômicos numa economia monetária. A não-neutralidade da moeda tem implicações para o investimento e crescimento agregados. Nesse tópico, pretendemos caracterizar melhor o modo de funcionamento da economia pós-keynesiana a partir da distinção entre risco e incerteza. Numa economia em que predomina a incerteza, esta afeta o comportamento dos agentes econômicos. O próximo passo é apresentar a macroeconomia do financiamento do investimento por meio do circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*.

### **1.4.3 - O circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*<sup>16</sup>**

Keynes insistiu na Teoria Geral, que o investimento agregado precede a poupança. Na Teoria Geral, os bancos e os empreendedores são agentes essenciais na determinação da demanda efetiva e, conseqüentemente, do emprego e da produção. Consumidores e poupadores têm um papel secundário na determinação do multiplicador de renda. Assim, está claro que a poupança não financia todo o investimento e que o financiamento precede o investimento.

A abordagem keynesiana ao processo de formação de capital é distinta da ortodoxa principalmente por seu caráter monetário. O processo de investimento começa com a oferta de moeda dos investidores. Uma vez que o investimento tenha sido feito, poupança é criada e a renda cresce. O destino desta poupança depende, novamente, de fatores monetários, incluindo a política monetária que indica o curso provável das taxas de juros futuras. Keynes insistia que, em uma economia de empreendedores, o valor da poupança é sempre igual ao valor do investimento realizado. O problema a ser solucionado neste tipo de economia não é como gerar poupança, mas como tornar moeda disponível para investidores, em primeiro lugar, e, posteriormente, como tornar disponível a maior parte de poupança resultante, para permitir recursos para cobrir as dívidas dos investidores.

---

<sup>16</sup> Este tópico foi baseado em ZONINSEIN (1988), mas com contribuições de STUDART (1993), STUDART (1995) e DAVIDSON (1986).



Na alternativa pós-keynesiana, com base no circuito financiamento-investimento-poupança-funding (FIPF), o papel do sistema financeiro é mais complexo e essencial que o de um simples intermediador entre investidores e poupadores. Essa abordagem é um contraponto às duas primeiras baseadas na poupança prévia. A poupança dentro do circuito FIPF deriva do processo de investimento não sendo uma condição para o investimento. A maior dificuldade para a compreensão deste circuito é o entendimento da distinção entre *finance* e “*funding*” (consolidação financeira). Essa distinção é importante para entender como se dá o processo do investimento com a criação simultânea de poupança a partir da renda gerada. Há inicialmente um primeiro passo que independe de poupança prévia, mas simplesmente da disposição dos bancos em aumentar o grau de exposição financeira ao concederem crédito via criação de moeda creditícia. Num segundo momento, este processo está ligado à transformação da poupança gerada no processo de investimento em obrigações de longa maturação de forma a permitir a consolidação financeira do investimento.

No primeiro momento, o investimento ( $I_t$ ) deverá ser financiado por uma parcela ( $F_{t-1}$ ) da quantidade total dos meios de pagamento ( $M_{t-1}$ ). Nenhum recurso real é envolvido nesta operação, ou seja, não há o envolvimento de nenhuma poupança neste processo. Apenas há uma elevação da alavancagem financeira dos bancos, ou seja, a relação Depósitos/Reservas Bancárias aumenta. Nesse sentido, o *finance* é o processo de criação de moeda pelas instituições com o poder de fazê-lo. Para simplificar, suporemos que o financiamento do investimento é totalmente atendido pelo crédito de curto prazo concedido pelo setor monetário do sistema financeiro, que inexistente autofinanciamento<sup>17</sup>, que  $F_{t-1} = I_t$ , que se trata de uma economia fechada e que a despesa e a arrecadação governamentais são negligenciáveis. A procura preliminar por crédito ( $F_{t-1}$ ) visa atender às necessidades das empresas durante o intervalo de tempo entre o momento em que são tomadas as decisões de investimento, e, o momento em que elas se transformam em produção de bens de capital ( $I_t$ ). As empresas então implementam suas ordens de compra e produção dos bens de capital, tendo em vista essa liquidez preliminar. Para completar, temos que por definição, a poupança gerada será igual ao valor do investimento ( $I_t = S_t$ ). A taxa de juros da qual esta procura preliminar de crédito é atendida é determinada pela quantidade total dos meios de

---

<sup>17</sup> Em economias menos desenvolvidas o autofinanciamento é uma importante forma de financiamento do investimento via retenção de lucros. No entanto, o autofinanciamento está limitado a geração de lucros das firmas e aos dividendos legais, e sua inclusão não muda a análise apenas torna mais complicada.

pagamento ( $M_{t-1}$ ), administrada pelas Autoridades Monetárias e a procura por moeda como um todo, incluindo toda a gama de motivos ( $L_{t-1}$ ) (ZONINSTEIN, 1988, p.7). Ou seja, não há uma taxa de juros determinada somente na oferta e procura de fundos de investimento, no sentido de primeira aquisição de um bem de capital. A função do setor monetário do sistema financeiro – ou seja, os bancos – no processo de formação de capital é suprir os meios líquidos requeridos pelas empresas previamente ao momento dos seus gastos de produção e investimento durante o período de tempo em que os receptores dos rendimentos derivados destes gastos decidem como empregar estes fundos líquidos. Nesse sentido, os bancos deixam de ser meros intermediadores entre agentes superavitários e deficitários, passando a ter um papel fundamental na provisão de *finance* via expansão de seus empréstimos para os investimentos, sendo determinantes do volume destes investimentos. Conforme STUART (1995, p. 58), “*individual savings and financial intermediation are secondary in the determination of the aggregate supply of investment finance*”. Isso não quer dizer que a poupança não tem nenhum papel na economia pós-keynesiana, exercendo uma função primordial na questão do “*funding*” (consolidação financeira). O *finance* obtido do setor financeiro monetário no primeiro momento é constituído de empréstimos de curto prazo, e tem o objetivo de iniciar o processo de investimento. No entanto, o *finance* não sustenta o investimento, pois o retorno deste tem longa maturação. O financiamento do investimento num segundo momento depende da existência de um processo de troca de obrigações de curto prazo com obrigações de longo prazo. Esse é o processo de consolidação financeira do investimento, também chamado de “*funding*”, que será agora relatado.

No segundo momento do processo de investimento, deverá haver a concretização do processo de troca de obrigações de curto prazo por obrigações de longo prazo. Passemos, então, a descrever essa segunda fase. No momento em que a procura preliminar por crédito de curto prazo se materializa, as empresas que investem deverão negociar junto aos bancos de investimento e outros intermediários atuando no mercado de capitais (“*underwriters*”) a mobilização de fundos de longo prazo necessários para a consolidação financeira (“*funding*”) do investimento. Para simplificar, assumimos a hipótese de que os fundos de longo prazo são inteiramente mobilizados fora das empresas que investiram, diretamente com outros empresários e o público em geral - bancos de investimento e outras instituições do mercado de capitais. No caso em que acionistas antigos comprem as novas ações, estamos supondo que o fazem com recursos outros que não os fundos retidos nas empresas.

O investimento é um compromisso de longo prazo para o empresário, um produto não disponível para o consumo e um ativo ilíquido para a instituição financiadora. Em um mundo incerto e na ausência de consolidação financeira, ou os bancos seriam obrigados a reduzir sua margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos), ou os investidores seriam obrigados a rolar seu passivo de longo prazo até a maturação e o retorno dos investimentos. Em ambos os casos – e dadas às características do passivo dos bancos –, a possibilidade de mudanças futuras das taxas de juros e/ou condições de crédito traria um risco excessivo para ambos os agentes (STUDART, 1993, p.110). Nesse sentido, conforme Keynes:

“O empresário, quando decide investir, tem de satisfazer-se em dois pontos: primeiramente, que possa obter financiamento de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; e em segundo lugar, que possa eventualmente consolidar, em condições satisfatórias, suas obrigações de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo. Ocasionalmente o empresário pode utilizar-se de recursos próprios ou fazer emissão de longo prazo diretamente; mas isso não modifica o volume de financiamento, que tem de ser encontrado pelo mercado como um todo, mas simplesmente o canal pelo qual chega ao empresário e a probabilidade de que parte do volume possa ser levantada pela liberação de dinheiro de seu próprio bolso ou do resto do público. Dessa forma, é conveniente ver o processo duplo (*finance/funding*) como o característico (no financiamento do investimento)”. (Keynes, 1973, p.166 apud Studart, 1993, p. 110 (tradução livre de Studart)).

O *finance* viabiliza os gastos de investimento no momento  $t$ . Estes gastos através do multiplicador gerarão uma renda no período  $t$  e uma poupança igual ao investimento planejado no mesmo período. Nesse sentido, há uma geração de poupança ex-post que mantém a igualdade entre poupança e investimento. No entanto, o fato de haver uma poupança igual ao investimento não garante por si só o financiamento efetivo do investimento. A consolidação financeira (“*funding*”) do investimento ocorre por meio da colocação no mercado de capitais de dívida direta de longo prazo e direitos de propriedade (ações, debêntures, etc.) das empresas que tomaram os empréstimos  $F_{t-1}$ . Os fundos para

adquirir estes ativos financeiros de longo prazo (isto é, a poupança financeira  $FS_t$ ) são aqueles originados nas receitas geradas pelos gastos de investimento das empresas que investiram no momento  $t$ . É apenas através dessa última operação via mercado financeiro que torna compatível as expectativas do investidor e do poupador. DAVIDSON (1986) chama a atenção para o fato de que para completar o circuito FIPF com a operação de *funding* é necessário que o público esteja disposto a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda. Sobre esse assunto, STUART (1993) fala do papel da infra-estrutura institucional (instituições e mercados financeiros) que permite a diversificação de ativos colocados à disposição das unidades superavitárias e a administração de estruturas passivas e ativas com diferentes horizontes de maturação. Nesse sentido, há um papel do ambiente institucional<sup>18</sup> na mobilização da poupança interna gerada por um processo de investimento para a consolidação financeira do investimento.

STUART (1993) aponta uma vertente da hipótese da fragilidade financeira de Minsky para reforçar a importância do *funding* para a sustentação e estabilidade do financiamento do investimento. Minsky propõe um modelo baseado nas posturas<sup>19</sup> financeiras das empresas para sustentar seus investimentos para demonstrar que a fragilidade financeira é uma característica intrínseca a economias onde, dado à existência de mecanismos de crédito desenvolvidos, é possível financiar posições de longo prazo através da administração de um fundo rotativo de passivos de curto prazo. Para Minsky, nos momentos de rápido crescimento do investimento, a euforia de expectativas otimistas geradas pelo “boom” leva a uma redução das “margens de segurança”, tanto por parte das empresas quanto das instituições financeiras prestadoras<sup>20</sup>. Nesse sentido, há um

---

<sup>18</sup> Como nota, a economia pós-keynesiana dá à estrutura institucional um importante papel na funcionalidade do sistema financeiro. Stuart (1993) e Stuart (1995) apontam que análise de Keynes tem como pilares um sistema bancário desenvolvido para o *finance* e a existência de mercados organizados de ações e títulos de propriedade para o *funding*. Ademais, as diferentes estruturas do sistema financeiro, como a classificação de Zysman (1983) de sistema com base no mercado de capitais e sistema com base no crédito bancário, sugerem diferentes estruturas institucionais para o financiamento das economias monetárias.

<sup>19</sup> Minsky propõe três posturas financeiras: a “hedge” (defensiva), em que o investidor só aceita empréstimos cuja maturação seja equivalente à maturação do ativo que se está adquirindo, ou seja, não aceita o *finance*, mas somente o *funding*; a especulativa, em que as saídas monetárias em pagamento das dívidas são superiores às entradas monetárias esperadas em alguns curtos períodos, mas o investidor pode se refinarçar; e, “ponzi”, em que no prazo de maturação da dívida, o investidor não gerou recursos para pagar o principal e parcela dos juros, incorporando-os ao principal renegociado. Na postura “hedge”, o investidor está vulnerável somente ao que acontece nos mercados específicos de seus produtos, o mesmo não ocorre com as posturas especulativas e “ponzi”, onde o investidor é vulnerável ao que se passa nos mercados financeiros. O grau de fragilidade financeira é determinado pela proporção entre os agentes na postura “hedge”, especulativa e “ponzi” na economia.

<sup>20</sup> Estamos falando aqui de um aumento da participação das operações de financiamento do tipo ponzi e especulativa, em detrimento de hedge, seguindo a classificação de Minsky.

aumento da fragilidade financeira devido às modificações das posições patrimoniais, o que indica que a economia pode sofrer um processo de deflação de dívidas. Conforme STUART (1993, p.111), “a existência de canais de consolidação financeira pode ser uma das possíveis formas de reduzir o risco de instabilidade financeira, o que poderia gerar uma ruptura das condições de crescimento por fatores puramente financeiros”.

Para finalizar, o circuito FIPF demonstra como o processo de investimento se dá nas modernas economias capitalistas. Primeiramente, destaca-se o papel dos bancos na provisão de *finance* para o financiamento do investimento. Os bancos têm um papel chave no financiamento do investimento, pois podem expandir o crédito independente do nível de poupança, apenas elevando a razão depósitos/moeda. Nesse sentido, eles provêem inicialmente o *finance* para as empresas iniciar os investimentos. Este é um recurso de curto prazo que os bancos adiantam para as empresas contratarem bens de capital para novos investimentos, que geram uma renda e uma poupança por meio do multiplicador. Como os investimentos têm longa maturação, o circuito FIPF é completado com a operação de *funding*, em que as obrigações de curto prazo são trocadas por obrigações de longo prazo. É o processo de consolidação financeira. Esse último processo é importante na medida que diminui a fragilidade financeira da economia, o que contribui para uma maior estabilidade do crescimento. Além disso, para que o circuito FIPF se realize, o ambiente institucional é crucial, na medida que a simples existência de uma poupança gerada pelo investimento não garante por si só a canalização desse recurso para a consolidação financeira do investimento.

## **1.5 – CONCLUSÕES E INTRODUÇÃO DA TEMÁTICA DOS FUNDOS DE PENSÃO**

O objetivo deste capítulo foi buscar confrontar as principais abordagens que tratam do financiamento do desenvolvimento para obter um subsídio teórico para lidar com os fundos de pensão numa perspectiva de estratégia de desenvolvimento.

No mundo neoclássico tradicional e seus modelos de liberalização financeira, o investimento agregado é financiado pela oferta de fundos emprestáveis, que seria constituída, na maioria, pela poupança dos agentes, mais o acréscimo na oferta monetária

pela ação do sistema bancário na criação de moeda. Deixando de lado os recursos criados pelo sistema bancário<sup>21</sup>, e analisando a poupança agregada, esta é vista como a soma das poupanças individuais, e se relaciona positivamente com a taxa de juros. A poupança individual representa a renda não consumida pelo agente no presente, com o objetivo de aumentar seu consumo no futuro. A incidência de taxa de juros sobre a renda poupada possibilita um maior consumo futuro. Assim, a poupança individual tem uma relação positiva com a taxa de juros, e representa uma decisão de consumo intertemporal. A poupança agregada, nesse caso, seria composta pela renda não consumida, no presente e no passado (entesouramento), pelos agentes, e depende da taxa de juros e das preferências de consumo intertemporais dos agentes.

No que se refere ao financiamento do desenvolvimento e o papel dos fundos de pensão, como já dito anteriormente, dentro deste enfoque o investimento tem como pré-condição a poupança prévia, ou seja, primeiro é necessário um esforço de poupança (menor consumo) para o financiamento do investimento. Nessa visão convencional, poupança e investimento agregados são determinados de forma independente. Além disso, aqui é assumida a hipótese de que a poupança é direcionada de forma automática por intermédio do mercado de capitais para o financiamento do investimento. Os fundos de pensão representam uma forma de poupança no sentido de sacrifício do consumo presente para obtenção de um maior consumo futuro. O aumento dos recursos<sup>22</sup> em poder destas instituições pode representar um significativo acréscimo na poupança agregada, que é direcionada para os investimentos. Ademais, para que os fundos de pensão exerçam a função de financiadores do investimento, deverá haver um mercado de capitais que funcione de forma eficiente (ou perfeito), ou seja, distribua de forma simétrica as informações relevantes entre agentes poupadores e investidores, além de permitir que a taxa de juros flutue para satisfazer as preferências dos agentes.

A abordagem neoclássica para literatura do desenvolvimento sugere modelos de liberalização de uma suposta “repressão” financeira por parte de economias que sofrem

---

<sup>21</sup> Como bem disse Studart (1993) esse acréscimo (ou decréscimo) na oferta monetária causado pela ação do sistema bancário é visto como um fator de desequilíbrio pela teoria neoclássica.

<sup>22</sup> Boa parte do argumento em defesa de uma reforma previdenciária que aumente a participação da previdência privada capitalizada, em detrimento da previdência pública, e outras reformas para incentivar o ingresso de trabalhadores nos fundos de pensão está assentado na possibilidade de um aumento da poupança agregada.

problemas de baixas taxas de investimento e crescimento. Por suporem que em muitas economias subdesenvolvidas as taxas de juros são abaixo do equilíbrio entre a oferta e demanda de fundos emprestáveis, sugerem uma liberalização financeira como antídoto aos problemas de baixa taxa de poupança e investimento. Um aumento da taxas de juros elevaria a poupança agregada e, conseqüentemente, o investimento agregado. Seria então possível lograr um aumento da poupança agregada com a simples política de aumento da taxa de juros e desregulamentação financeira. Ademais, como a poupança externa é aqui considerada uma substituta à poupança doméstica, seria possível acabar com o hiato entre a poupança e investimento agregado. O crescimento dos fundos de pensão pode levar a uma maior poupança doméstica em virtude de mudança das preferências intertemporais, pois as pessoas podem estar mais dispostas a pouparem uma quantidade maior de recursos, o que eleva a poupança e o investimento agregado. No entanto, não há nenhuma garantia de que um aumento da participação dos fundos de pensão na provisão de previdência possa levar a uma maior poupança agregada, o que será visto no capítulo seguinte. Além disso, tal enfoque é dúbio, na medida que sugere que a simples liberalização e desregulamentação financeiras seriam capazes de resolver os problemas de carência de poupança para os investimentos. Mas, os fundos de pensão e outros investidores institucionais podem contribuir não só para o crescimento da poupança doméstica, mas também para a redução da dependência de poupança externa, o que diminui a exposição da economia doméstica a choques externos. Isso não é levado em consideração na literatura da liberalização financeira.

No mundo novokeynesiano da informação assimétrica a poupança, assim como na visão tradicional, é um sacrifício do consumo corrente como resultado de uma decisão de consumo intertemporal. Nesse sentido, aqui há a suposição da necessidade de uma poupança *ex-ant* (ou prévia) como pré-condição para o investimento. A motivação que dá sustentação a esta escola é a crítica do paradigma de um mercado perfeito presente na abordagem anterior. O enfoque que dá origem à literatura da liberalização financeira tem como suposição um mercado funcionando perfeitamente, na medida que supõe que a poupança flui automaticamente para o investimento, e que é possível ajustar a quantidade de poupança requerida para os níveis de investimento desejados deixando simplesmente a taxa de juros flutuar. Os novoskeynesianos da informação assimétrica usam micro-fundamentos para questionar tal suposição, centrando sua crítica na existência de falhas de mercado que inibe a realização de resultados de equilíbrios na economia. O relaxamento

da hipótese de perfeita informação permite a este enfoque uma explicação em que intermediários financeiros, como os bancos, assumem o papel de provisão de crédito para os tomadores, podendo interferir na quantidade de crédito na economia. Os bancos podem decidir racionar crédito para alguns tomadores em virtude de problemas de informação.

Apesar de haver por parte dos novoskeynesianos um questionamento do mercado com perfeita informação, o papel do mercado financeiro como mero intermediário entre poupadores/investidores não é superado. Dentro desta perspectiva, os fundos de pensão são uma forma de poupança pelo sacrifício do consumo corrente para maior consumo futuro, e têm o papel parecido com o da abordagem neoclássica tradicional. Porém, os problemas de informação podem dificultar que a poupança flua automaticamente para o investimento, pois os mercados de capitais podem não funcionar perfeitamente. Em vista disso, este enfoque centra suas sugestões na intervenção governamental como forma de melhorar a eficiência do mercado financeiro e da economia mediante a redução dos problemas associados ao risco moral e à informação imperfeita. Assim, há um espaço para a intervenção governamental e a construção de um ambiente institucional para tornar os recursos poupados – como os fundos de pensão – disponíveis para o investimento. Além disso, na medida que questionam a eficácia da liberalização financeira como forma de resolver os problemas de carência de poupança, os fundos de pensão podem ser uma importante fonte de poupança, uma vez que a mobilização de poupança externa não tem a mesma dimensão para os novoskeynesianos que no caso anterior.

No mundo pós-keynesiano, é resgatada a prevalência do investimento sobre a poupança. Esta é gerada a partir de um processo de investimento por meio do multiplicador, muito mais do que uma pré-condição para o investimento. A poupança para os pós-keynesianos não é formada pela soma das poupanças individuais, havendo uma diferença conceitual entre a poupança individual e a poupança agregada. Enquanto a poupança individual reflete uma decisão de quanto cada agente dedicará de sua renda ao consumo presente, e em quais ativos a renda poupada será estocada, a poupança agregada é um componente residual da renda agregada que em vez de financiar o investimento, como acredita a abordagem neoclássica tradicional, é gerada pelo investimento. Nesse sentido, a poupança agregada é um resíduo da renda agregada gerada pelos gastos com investimento, e a poupança individual é aquela parte da renda que excede o consumo do indivíduo. Não há,



portanto, sentido em considerar a poupança agregada como o somatório das poupanças individuais, embora a poupança *ex-post* é sempre igual ao investimento *ex-post*, no nível agregado. Em relação ao financiamento do investimento na perspectiva pós-keynesiana, ele não pode ser financiado pela poupança agregada, na medida que esta representa o acréscimo da renda provocado pelos gastos com investimento. Como vimos no último tópico deste capítulo, o investimento é financiado por uma operação denominada de *finance*, que precede, no sentido temporal, aos gastos com investimento, mediante a criação de moeda creditícia por instituições financeiras bancárias. Nesse sentido, o *finance* é o responsável pelo financiamento do investimento.

De acordo com o último tópico deste capítulo, uma segunda operação deverá ser feita para a consolidação financeira do investimento, uma vez que o *finance* provém recursos de curto prazo e o investimento geralmente tem longa maturação. Esta operação chamada de *funding* representa a conversão do passivo de curto prazo, que é assumido pela instituição que realizou o *finance*, em um passivo de longo prazo compatível com a maturidade do investimento. É aqui que os fundos de pensão podem ter um importante papel, na medida que administram recursos de poupanças individuais com perfil que podem ser aplicados em longo prazo, podendo ser empregados na consolidação financeira do investimento, ou seja, como fontes de recursos para completar a operação de financiamento do investimento. Embora os compromissos dos fundos de pensão sejam de longo prazo, não há nenhuma garantia que os recursos administrados por estas instituições estarão disponíveis para a realização da operação de *funding* de investimento. A aquisição de ativos de longo prazo pelos fundos de pensão dependerá de vários fatores que influenciarão a forma de aplicação de seus recursos. Dependendo do conjunto de fatores, os fundos de pensão poderão direcionar seus recursos para aplicações de curto prazo, em detrimento àquelas de prazo mais longo relacionadas à provisão de *funding* de investimento. No entanto, são instituições que se colocam ao lado de outros investidores institucionais como os principais fornecedores potenciais para proverem recursos para a consolidação financeira (“*funding*”) do investimento, contribuindo para um ambiente econômico mais estável.

Dentre as três visões apresentadas para o financiamento do desenvolvimento, acreditamos que a abordagem pós-keynesiana e seu circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* é a que melhor se adapta à compreensão das modernas economias empresarias. De

acordo com esta abordagem, os fundos de pensão podem ter uma função específica para o desenvolvimento das economias, na medida que seus recursos contribuirão para a consolidação financeira do investimento, o que diminui a fragilidade financeira da economia, além da necessidade de poupança externa. Nas outras abordagens, como os fundos de pensão são uma forma qualquer de poupança, não há distinção se os recursos são aplicados no curto ou longo prazo, e há a suposição de que a poupança é canalizada automaticamente para o financiamento do investimento, o que é questionável. Isso só não aconteceria por problemas de falhas de mercado, como sugere a abordagem da informação assimétrica, mas seriam recursos armazenados sem outra aplicação, sendo apenas racionados por parte das instituições financeiras. Na perspectiva pós-keynesiana, os recursos dos fundos de pensão não podem financiar o investimento, uma vez que a poupança é gerada por seu intermédio. Porém, esses recursos têm uma importante função na consolidação financeira do investimento, que não ocorre de forma automática. Como os fundos de pensão poderão executar essa função é uma resposta que pretendemos obter ao longo desta dissertação, além de analisarmos a experiência dos países da OCDE e da América Latina e, por fim, a brasileira, de forma a termos uma clareza da participação dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento.

## CAPÍTULO 2 – ALGUNS ASPECTOS GERAIS SOBRE OS FUNDOS DE PENSÃO

### 2.1 – INTRODUÇÃO

No primeiro capítulo fizemos um breve resumo das principais abordagens que tratam do financiamento do desenvolvimento. O objetivo foi buscarmos uma sustentação teórica capaz de lidar com os fundos de pensão no contexto das estruturas de financiamento existentes nas modernas economias.

Neste capítulo faremos uma exposição dos principais aspectos ligados aos fundos de pensão, de forma a avaliar a relação de cada um deles no crescimento dos fundos de pensão e sua contribuição para o crescimento econômico. O capítulo foi dividido em cinco seções, além desta introdução e da conclusão.

Na primeira seção trataremos das definições para caracterizar os fundos de pensão no universo dos demais investidores institucionais<sup>23</sup>. Na segunda seção faremos uma discussão da relação entre os fundos de pensão e a formação de poupança interna, tendo como referencial teórico o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* discutido no capítulo anterior. Na terceira seção analisaremos a existência da relação entre o crescimento dos fundos de pensão e o surgimento das inovações financeiras. Na quarta seção serão feitas algumas discussões a respeito da melhoria da Governança Corporativa como resultado do aumento da participação dos fundos de pensão na compra de títulos de dívida e de propriedade das empresas. Na quinta seção, analisaremos as diferentes estruturas de sistema financeiro, que se associam a distintos modelos de financiamento, e as conseqüências disso para a atuação dos fundos de pensão. Por fim, serão explicitados os principais pontos de conclusão do capítulo à luz do papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento.

---

<sup>23</sup> Os investidores institucionais incluem as seguradoras, os fundos mútuos de investimentos, os fundos de capitalização, as entidades abertas de previdência privada e as entidades fechadas de previdência privada, etc.

## 2.2 – DEFINIÇÕES BÁSICAS

### 2.2.1 – Introdução

No mundo atual existem dois sistemas de previdência: sistema de repartição (ou sistema pay-as-you-go) e de capitalização. No primeiro, os contribuintes do período  $t$  pagam os benefícios dos aposentados do período  $t$  e os contribuintes do período  $t + 1$  pagarão os benefícios dos contribuintes de hoje (aposentados no período  $t + 1$ ). Neste caso, há apenas uma transferência de recursos dos ativos para os inativos, descontados os custos administrativos do sistema. Não há, nesse sistema, acumulação de recursos<sup>24</sup>. No segundo, o benefício pago à geração  $t$  (no período  $t + 1$ ) será o valor acumulado de sua contribuição capitalizado por uma taxa de retorno  $r_t$ . Assim, há uma acumulação de recursos injetados no sistema. Enquanto os planos de previdência capitalizados dependem da acumulação de bens financeiros, os planos de repartição simples dependem de promessas dos governos para a garantia das aposentadorias futuras.

Os sistemas de previdência públicos<sup>25</sup> tendem a funcionarem na forma de repartição, e os privados, na capitalização, embora não haja nenhuma obrigatoriedade para que tal fato aconteça. Os sistemas de previdência adotados nos diferentes países variam substancialmente. Dois extremos são o Chile, com um modelo predominantemente privado em regime de capitalização e contas individuais, e a França, onde o sistema privado é pouco importante e opera na sua maior parte em regime de repartição com benefício definido (PINHEIRO, 1994, p. 54).

Quanto à cobertura dos sistemas de previdência, podemos separá-las em três pilares. O primeiro pilar refere-se a uma cobertura mínima de assistência à velhice, a exemplo dos benefícios de assistência à velhice, capaz de cobrir as necessidades essenciais mínimas do idoso carente. Este pilar é eminentemente público<sup>26</sup>, pois se espera que os governos sejam provedores exclusivos de assistência. A sua principal característica é o aspecto

---

<sup>24</sup> Todavia, mesmo no sistema de repartição, geralmente as contribuições são maiores que os benefícios no início do sistema.

<sup>25</sup> O sistema público pode funcionar em regime de capitalização, embora a regra é que funcionem como repartição simples.

<sup>26</sup> Na reforma chilena o governo fornece subsídios para completar a aposentadoria de trabalhadores de baixa renda. Os recursos têm administração privada, mas a garantia é pública.

redistributivo que geralmente está presente. O segundo pilar paga benefícios acima e além da assistência básica e seu propósito é prover renda de aposentadoria que permita aos beneficiários manter um padrão mínimo de vida, compatível com o que desfrutavam antes da aposentadoria. Este pilar pode ser oferecido pelo sistema privado no regime de capitalização ou pelo sistema público no regime de repartição. O terceiro pilar, também chamado de aperfeiçoamento do consumo, é um plano de previdência individual para aqueles indivíduos que queiram receber benefícios acima do segundo pilar sendo, portanto, de caráter opcional. Este pilar é eminentemente privado, não sendo ofertado pelo sistema público, e opera no regime de capitalização. Em alguns países, o sistema público oferece o primeiro pilar, mas torna-se obrigatória participação do trabalhador no segundo pilar, mantendo opcional a participação no terceiro pilar. Em outros países, o sistema público cobre o primeiro e o segundo pilar, sendo que o sistema privado fica responsável pelo terceiro pilar. Nesse caso, o sistema público provê aposentadoria capaz de proporcionar uma renda que mantenha o mesmo padrão de vida na inatividade. O aspecto redistributivo geralmente está presente nessa configuração. Há também países que, no segundo pilar, o sistema público oferece a opção<sup>27</sup> para o trabalhador contribuir para um plano de previdência privada ou um plano público de previdência. O certo é que pode haver diversas combinações de sistemas de previdência, inclusive em relação à extensão da cobertura em cada um dos pilares.

O primeiro pilar, no caso brasileiro, corresponde ao teto do INSS, que após a Reforma da Previdência passou a ser o limite também para os trabalhadores públicos. O segundo pilar não é obrigatório para os trabalhadores privados, embora algumas empresas ofereçam para seus funcionários. Para os servidores públicos, o governo deverá instituir um plano de previdência complementar capitalizado para os servidores, o que corresponde ao segundo pilar. A participação do servidor é opcional, embora na prática torna-se obrigatória. Para os trabalhadores que não têm cobertura do segundo pilar – não são servidores públicos nem trabalham em empresas que ofereçam planos de aposentadoria -, a previdência privada aberta ofertada pelos bancos é a alternativa para completarem a renda de aposentadoria. Esses planos de previdência abertos também servem para a garantia de um terceiro pilar para aqueles trabalhadores que desejem receber uma renda maior de aposentadoria.

---

<sup>27</sup> O exemplo de uma opção dessa natureza é a Inglaterra.

No Brasil, a previdência pública é baseada no regime de repartição, enquanto as formas privadas de previdência adotam o regime de capitalização. Esta última só a partir da década de 80 alcançou importância na previdência brasileira. No entanto, as taxas de crescimento das duas últimas décadas podem ser consideradas expressivas.

No universo das instituições privadas de previdência devemos ainda destacar dois tipos de entidades: as Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP) e as Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), ou fundos de pensão. Na primeira, qualquer indivíduo é aceito como associado, independente de qualquer vínculo empregatício. Nesse caso, o valor do benefício depende apenas das contribuições do próprio associado, capitalizado a uma taxa de juros  $r$ , e descontado uma taxa de administração para a administradora. Na segunda, só é aceito o ingresso de funcionários de uma determinada instituição, o que confere a necessidade de algum vínculo empregatício. No Brasil, os fundos de pensão funcionam de forma complementar à previdência pública. A idéia é que os empregados ao se aposentarem recebam, na maioria, duas pensões. Uma garantida pelo governo, através das contribuições dos empregados e empregadores à seguridade social (INSS). Uma outra complementar, optativa, paga pelos fundos de pensão que recebem contribuições<sup>28</sup> regulares dos patrocinadores e dos empregados. Daí o nome de previdência complementar. As contribuições do(s) patrocinador(es) são uma forma de salário diferido, ou seja, são remunerações pagas aos empregados para uso apenas na ocasião de sua aposentadoria (PEREIRA, 1997, p. 8-10).

No Brasil, de acordo com a Secretaria de Previdência Complementar (SPC), em dezembro de 2001 existiam 359 EFPP, sendo 87 públicas e 272 privadas, conforme tabela 1. A administração dos recursos financeiros destas entidades poderá ser feita por uma gestão interna, por uma externa, ou ainda, uma gestão mista. No caso brasileiro, segundo a SPC dos 359 EFPP, 177 têm gestão externa, 97 interna, 83 mista, e 2 não informado. Desse universo, nas entidades privadas a maioria, 173 têm gestão externa, enquanto nas entidades públicas apenas 4 EFPP têm gestão externa. As entidades públicas têm administram preferencialmente seus recursos por uma gestão interna ou mista. No final de 2001, havia

---

<sup>28</sup> Cabe salientar que a proporção entre as contribuições de empregados e empregadores podem variar muito, tanto de país para país, quanto internamente. No Chile, o custo recai exclusivamente sobre os empregados, enquanto em países como o Brasil e os EUA não é incomum empresas privadas patrocinadoras arcarem com a totalidade das contribuições.

2.266.728 participantes, sendo 969.904 de entidades públicas e 1.296.824 de entidades privadas (tabela 2). Nossa proposta é estudar a experiência dos fundos de pensão nos países do OCDE e da América Latina no intuito de obtermos subsídios para a análise do caso brasileiro.

Tabela 1 - Quantidade de EFPP Dezembro/2001							
Entidades		Quantidade		Tipo de Gestão de Recursos Financeiros			
		EFPP	Patrocinadoras	Externa	Interna	Mista	Não Inform.
Públicas	Federais	42	140	2	29	11	0
	Estaduais	43	98	2	23	18	0
	Municipais	2	8	0	0	2	0
	<b>Sub-total</b>	<b>87</b>	<b>246</b>	<b>4</b>	<b>52</b>	<b>31</b>	<b>0</b>
Privadas	Nacionais	168	1.448	82	40	44	2
	Estrangeiras	104	419	91	5	8	0
	<b>Sub-total</b>	<b>272</b>	<b>1.867</b>	<b>173</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>2</b>
<b>Total</b>		<b>359</b>	<b>2.113</b>	<b>177</b>	<b>97</b>	<b>83</b>	<b>2</b>

Fonte: SPC/Ministério da Previdência Social

Tabela 2 - Quantidade de Participantes em Dezembro/2001			
Entidades	Participantes Ativos	Participantes Assistidos	Total
Públicas	Federal	459.328	247.097
	Estadual	176.236	85.055
	Municipal	1.995	193
	<b>Sub-total</b>	<b>637.559</b>	<b>332.345</b>
Privadas	Nacional	765.030	182.333
	Estrangeira	328.962	20.499
	<b>Sub-total</b>	<b>1.093.992</b>	<b>202.832</b>
<b>Total</b>		<b>1.731.551</b>	<b>535.177</b>

Fonte: SPC/Ministério da Previdência Social

### 2.2.2 – Planos de Contribuição Definida e de Benefício Definido

Os sistemas de previdência podem divergir quanto à relação entre benefício e contribuição, podendo ser de contribuição definida ou de benefício definido. Nos planos de contribuição definida (DC), as contribuições periódicas dos participantes são invariáveis. Nesse caso, o benefício fica indefinido, dependendo da rentabilidade alcançada pelos investimentos realizados com os recursos das contribuições. Nos planos de DC, o contribuinte recebe, ao se aposentar, em uma única remessa (*lump sum*) ou em parcelas mensais, o valor acumulado em sua conta individual das contribuições efetuadas por ele e pela instituição

patrocinadora do plano ao longo dos anos de sua vida ativa, além dos rendimentos obtidos com as aplicações destes recursos. O risco de desvalorização dos ativos que compõem a carteira garantidora de sua aposentadoria é assumido integralmente pelo participante, não incorrendo o fundo de pensão em riscos, quando da aposentadoria, quanto à inexistência de ativos suficientes para pagar um valor mínimo<sup>29</sup> esperado pelo participante.

As contribuições nesse caso são especificadas usualmente como fração pré-determinada dos salários, embora esta não precisa ser constante durante toda a carreira do empregado. As contribuições de ambas as partes são geralmente dedutíveis de impostos, e a renda acumulada dos investimentos são livres de impostos. Frequentemente o empregado tem alguma escolha sobre como investir os fundos de sua conta<sup>30</sup>. Geralmente para estes planos, a política de investimento não é muito diferente de como um investidor individual investe seu dinheiro. O principal guia é a diversificação eficiente, ou seja, alcançar o máximo de retorno esperado para um dado nível de risco (BODIE, 1989, p. 5).

A regulamentação destes planos está centrada no estabelecimento de limites máximos de contribuição ao fundo por parte da empresa patrocinadora ou pelo participante individual, na coibição à existência de cláusulas discriminatórias nos contratos dos planos e nas características de gerenciamento das reservas dos fundos que devem ser seguidas pelos administradores (GALE, 1994). A fixação de limites máximos de contribuição visa limitar a renúncia fiscal, principalmente por parte das patrocinadoras. A garantia de não existência de cláusulas discriminatórias visa coibir práticas de distribuição de benefícios e/ou gerenciamento desigual de recursos de acordo com o tipo de participante (RAIMUNDO, 1997, p. 21). As regras para a administração dos recursos dos fundos podem ser fiduciárias (caso americano e britânico), ou podem determinar tetos para a alocação das reservas dos fundos em cada tipo de ativo (caso brasileiro).

Os planos de benefício definido (DB) fixam as retiradas futuras. Assim, o participante efetua um contrato com o fundo de pensão em que este se compromete a pagar uma determinada quantia ao funcionário – em geral baseada nos últimos meses/anos do salário.

---

<sup>29</sup> A regulamentação pode garantir um rendimento mínimo para as contas individuais, como acontece no Chile, onde o governo dá essa garantia, o que diminui o risco para o participante.



Nesse caso, o que fica em aberto são os valores das contribuições, que devem adequar-se, de acordo com a rentabilidade observada dos investimentos, ao plano atuarial de retiradas. Os riscos inerentes à impossibilidade de cumprimento desse contrato são assumidos, nesta modalidade de plano, em parte pelo fundo de pensão e pela empresa patrocinadora, em parte pelo participante (risco de *default*). Segundo BODIE (1998, p.4), um fundo de pensão DB é essencialmente uma companhia seguradora da corporação patrocinadora.

As regras de participação nos planos de DB são mais complexas, e às vezes implícitas. Nestes planos, os benefícios dos empregados geralmente consideram o tempo de serviço para o empregador e os últimos salários. A anuidade prometida para o empregado é de responsabilidade do empregador. As empresas oferecem, em muitos casos, um plano de DB como plano principal, e um plano suplementar voluntário de DC – pode haver diversas combinações. Em um DB os ativos servem como garantia para os compromissos de pensão das firmas. Os fundos de pensão são vistos como separados da empresa patrocinadora. As decisões de alocação da carteira de ativos são supostamente feitos no melhor interesse dos beneficiários, independente das condições financeiras da patrocinadora.

A regulação voltada para os planos de DB tem como preocupação principal assegurar que os benefícios contratados de fato estarão disponíveis aos beneficiários na ocasião de suas aposentadorias. É um sistema mais complexo, geralmente envolve a criação de um sistema de seguro<sup>31</sup> para os benefícios prometidos, na maioria de responsabilidade do poder público que garante os planos até certos limites. É comum também a definição de regras de

---

<sup>30</sup> A taxação das contribuições e dos rendimentos, bem como a política de investimentos dos fundos, são objetos de regulamentação, variando de país para país. No que tange aos investimentos, a regulação pode estabelecer limites de investimentos em títulos públicos e privados, ações, imóveis, etc.

<sup>31</sup> Neste sistema de seguro pode haver a participação do poder público juntamente com instituições privadas. Assim, o poder público garantiria até certos limites, e poderia regulamentar de forma a exigir uma cobertura adicional para os benefícios dos segurados mediante o pagamento de prêmios para seguradoras privadas. A garantia dos benefícios dos participantes pode ser feita de maneiras diferentes.

*funding*<sup>32</sup>(ou de provisionamento), regras atuariais e de portabilidade. Falaremos mais detalhadamente dos sistemas gerados pelas regras<sup>33</sup> de *funding*.

A natureza do seguro proporcionado por um plano de DB varia com o tipo específico do plano e a fórmula do benefício – esta geralmente depende do salário do final da carreira ou uma média dos salários dos últimos anos. As pensões proporcionadas por estes planos são melhores vistas como anuidades que oferecem uma garantia mínima de benefício nominal determinado pela fórmula do benefício do plano. Este benefício garantido é enriquecido de tempo em tempo por arbítrio do administrador baseado nas condições financeiras da patrocinadora, no aumento dos custos de vida do aposentado, e na performance dos ativos dos fundos (BODIE, 1989, p.8). Os três sistemas básicos gerados pelas regras de “*funding*” para os fundos de pensão estão centrados nas diferentes formas de se calcular as obrigações futuras dos fundos de benefício definido. No caso do plano terminar na data presente, o cálculo das obrigações futuras por meio de cada um deles indicaria se o fundo de pensão está *underfunded* (o valor dos ativos não é capaz de pagar os compromissos futuros assumidos pelo empregador quando trazidos a valor presente) ou *overfunded* (o valor dos ativos supera os compromissos assumidos pelo empregador quando trazidos a valor presente), considerando que não há a possibilidade de estar *unfunded* (não há recursos acumulados em um fundo, ou seja, a aposentadoria depende das contribuições de futuros funcionários), pois não opera num regime de repartição. Há três modalidades desses sistemas: o ABO (*accumulated benefit obligation*), o PBO (*projected benefit obligation*) e o IBO (*indexed benefit obligation*).

O ABO indica o nível de solvência dos fundos, ou seja, o nível de recursos minimamente necessários para que o fundo possa pagar as obrigações futuras assumidas até o momento atual. Este sistema não leva em consideração a possibilidade dos salários de seus participantes futuramente aumentados, o que implica em obrigações maiores para os fundos quando de suas aposentadorias. O ABO é tratado como uma medida primária.

---

<sup>32</sup> *Funding* é uma expressão usada aqui de forma distinta que a empregada no capítulo 1. Lá, *funding* é uma expressão usada no sentido de um processo de consolidação financeira do investimento. O investimento que é inicialmente financiado com recursos de curto prazo, mas gera retornos de longo prazo, é consolidado por um passivo cujo perfil também é de longo prazo. Nesta seção *funding* é usada de forma comum na literatura a respeito dos fundos de pensão como sinônimo de nível de provisionamento de um plano ou fundo de pensão.

<sup>33</sup> No sistema de contribuição definida não existem regras de “*funding*”, que são próprias dos planos de benefício definido.

O PBO leva em consideração o fato de que as pensões futuras tomam por base os salários dos últimos meses/anos de contribuição de cada participante. Assim, o PBO implica na capacitação dos fundos para honrar as obrigações futuras com base nos salários dos últimos meses/anos. O PBO parte da suposição que os salários serão maiores no final da vida ativa dos funcionários, em relação àqueles recebidos no momento de ingresso destes no plano de pensão. Na aposentadoria, ABO e PBO têm o mesmo valor. No entanto, eles diferem no montante que a patrocinadora assume de dívida para o trabalhador antes da aposentadoria.

O IBO tem uma suposição adicional, pois assume que haverá indexação das pensões futuras a algum índice de inflação. O IBO é o valor presente das obrigações das pensões assumindo indexação por inflação antes e após a aposentadoria. Os fundos de pensão devem ser capazes de arcarem com as obrigações futuras indexadas. Assim, os níveis de “*funding*” são os maiores dentre os três sistemas observados. Muitos estudiosos argumentam que o IBO é a mais apropriada medida da obrigação da patrocinadora para com o trabalhador. A argumentação deles é que, embora não seja formal, existe um contrato implícito entre empregado e empregador que, em efeito, garante o valor real dos benefícios da pensão para trabalhadores que continuem na empresa até o fim da carreira. Como evidência, esses estudiosos argumentam que trabalhadores comportam-se como se acreditassem que seus benefícios de pensão sejam indexados (BODIE, 1989, p. 16). Este contrato implícito é um valor que excede o valor de um ABO ou PBO. BODIE (1989) argumenta que a obrigação implícita da pensão é uma reivindicação muito complexa, tanto no sentido econômico como legal. As condições financeiras da empresa patrocinadora irão gerar as expectativas para seus empregados, e quando ela não é muito boa, eles não esperam qualquer coisa além de um ABO.

Quanto mais rigorosos os requerimentos de “*funding*”, mais cauteloso tende a ser o comportamento quanto à alocação de portfólio dos fundos (DAVIS, 1995, apud RAIMUNDO, 1997). A escolha das regras de “*funding*”, assim, pode ser um poderoso instrumento para direcionar os investimentos dos fundos de pensão para opções mais arriscadas em sua rentabilidade (como ações) ou menos arrojadas (como os títulos de renda fixa) (RAIMUNDO, 1997, p. 22). Nesse sentido, uma regulamentação dos fundos de pensão deve levar em conta a necessidade de direcionamento dos seus recursos para o

financiamento do investimento de longo prazo. A regulamentação não deve ser rígida o bastante que desestimule aplicações em ativos de renda variável, nem tão liberal que permita a utilização do mercado de opções derivativas para fim diverso da obtenção de *hedge*. Além disso, o sistema fiscal pode incentivar os fundos de pensão a aplicarem seus recursos de forma a favorecer investimentos de longo prazo, a exemplo de títulos de empresas (Alemanha). Atualmente, a regulamentação tem visado eliminar qualquer forma de imposição sobre as aplicações dos fundos de pensão. Porém, nada impede que sejam criados incentivos que estimulem aplicações que favoreçam os investimentos produtivos – financiamento imobiliário, títulos de empresas, pequenas empresas, capital *venture*, infraestrutura, etc. Não é objeto deste trabalho detalhar as questões regulatórias dos fundos de pensão. Nossa intenção foi buscar caracterizar os planos de contribuição definida e de benefício definido.

### **2.3 – O ARGUMENTO DA POUPANÇA INTERNA**

O argumento da poupança interna é forte na defesa de uma maior participação dos fundos de pensão na provisão de previdência. Segundo ele, uma migração de um regime de previdência tipo repartição, em que há uma dívida implícita do sistema não fundada, para um regime em que a capitalização adquire uma maior importância, como os fundos de pensão, levaria a um aumento da poupança agregada e, conseqüentemente, do investimento. Para alguns autores, os fundos de pensão poderiam ser a solução para os problemas de baixa poupança e investimento agregados. Nossa hipótese é que tal argumento não se sustenta numa análise cuidadosa das experiências, e que não podemos justificar uma reforma dessa natureza no sistema previdenciário com base no argumento da poupança interna.

A relação entre regime de previdência e poupança interna foi objeto de estudo de diversos autores desde o trabalho clássico de FELDSTEIN (1974). Não é propósito deste trabalho fazer uma análise aprofundada desta relação, mas alguns pontos serão levantados para situarmos na discussão. O trabalho de FELDSTEIN (1974) baseou-se num modelo de ciclo de vida de Modigliani, e relaciona a instauração de um sistema de previdência à formação de poupança voluntária na economia. Seus resultados indicam que a adoção de um sistema

de capitalização aumenta a poupança agregada como resultado de um efeito educacional, pois o indivíduo passaria a reconhecer a importância da poupança para a velhice.

Em contraponto com essa visão, BARRO (1974) desenvolve uma argumentação na qual os indivíduos preocupam com o bem-estar de seus descendentes. Para o autor, a implementação de um sistema de previdência do tipo repartição leva os indivíduos a ampliarem suas transferências intergeracionais, como forma de compensar o aumento de encargos sobre as gerações mais novas no futuro. Tal resultado é conhecido como equivalência ricardiana<sup>34</sup>, o que implicaria numa neutralidade da previdência em relação à formação de poupança agregada. Muitos trabalhos foram feitos a partir destes dois primeiros, sendo que a tese defendida por FELDSTEIN (1974) obteve maior êxito. Embora os trabalhos contribuíssem para o debate, a tese de que uma maior participação de fundos capitalizados na provisão de previdência relaciona-se com maior poupança agregada não se sustenta pelos dados. A evidência disponível não comprova nenhuma correlação significativa entre a existência de fundos capitalizados e a taxa de poupança (SHARMA, 1993). Cingapura e Suíça têm fundos bem capitalizados e taxas de poupança elevadas, enquanto EUA e Inglaterra fundos bem capitalizados convivem com baixas taxas de poupança. Ademais, Japão<sup>35</sup> e Alemanha, com fundos de pensão comparativamente poucos desenvolvidos, apresentam taxas de poupança bem mais elevadas. Nesse sentido, não é possível estabelecer uma relação direta entre o grau de capitalização dos fundos de pensão e o volume da poupança agregada. Na tabela 3, apresentamos as relações entre poupança e ativos dos fundos de pensão para alguns países da OCDE e da América Latina.

---

<sup>34</sup> A equivalência ricardiana em sua forma original discutida por Robert Barro parte da suposição de que uma alteração fiscal não terá qualquer efeito sobre as variáveis econômicas agregadas, pois a sociedade não as interpreta como variação de sua riqueza total.

<sup>35</sup> Existem justificativas baseadas na cultura para a explicação da elevada poupança de países como Japão e Coreia do Sul. No entanto, o relacionamento indiscriminado do aspecto cultural com a poupança agregada é extremamente questionável.

Tabela 3 - Dados de Poupança e Ativos de Fundos de Pensão versus PIB

Países	Poupança / PIB	Ativos Fundos de Pensão / PIB
	Ano 2000	Ano 2000
<b>Países da OCDE</b>	<b>25,99%</b>	<b>31,77%</b>
Alemanha	23,00%	16,00%
Austrália	22,80%	62,00%
Bélgica	24,90%	6,00%
Canadá	25,70%	48,00%
Coréia do Sul	32,50%	3,00%
Dinamarca	27,50%	24,00%
Espanha	23,60%	7,00%
Estados Unidos	17,70%	75,00%
Finlândia	29,70%	9,00%
França	22,60%	7,00%
Irlanda	38,70%	51,00%
Itália	21,60%	3,00%
Japão	27,40%	21,00%
Noruega	37,30%	0,27%
Países Baixos	27,50%	111,00%
Reino Unido	15,90%	81,00%
Suécia	23,20%	57,00%
Suíça	26,30%	11,39%
<b>América Latina</b>	<b>19,91%</b>	<b>10,40%</b>
Argentina	17,00%	7,66%
Bolívia	9,50%	11,76%
Brasil	20,10%	12,40%
Chile	24,50%	49,48%
Colômbia	10,50%	5,99%
Costa Rica	26,80%	0,13%
Equador	28,40%	0,07%
México	21,50%	4,19%
Peru	18,30%	6,70%
Uruguai	12,50%	5,63%
Venezuela	29,90%	n.d

**Fonte:** Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (Poupança/PIB)

EFRP (Dados de Países Europeus - final de 2000)

FIAP (Dados da América Latina - final de 2001)

OCDE (Estados Unidos, Canadá, Japão, Coréia do Sul, Austrália e Nova Zelândia - final de 2001)

No entanto, se para o caso dos principais países industrializados não é possível relacionar desenvolvimento relativo dos fundos de pensão com elevada poupança doméstica, o sucesso relativo de um país latino-americano é que tem gerado as maiores discussões a respeito do assunto. O Chile adotou um regime de previdência capitalizada de contribuição definida, compulsória para os trabalhadores assalariados, e opcional para o restante dos trabalhadores no ano de 1981. Desde então, houve um aumento significativo dos ativos dos

fundos de pensão com relação ao PIB, e a poupança agregada doméstica apresentou um desempenho surpreendente.

Tabela 4 - Poupança Interna Bruta do Chile (1970-2000)			
Ano	Poupança / PIB (%)	Ano	Poupança / PIB (%)
1970-80	14,3	1990	28,4
1980	16,8	1991	27,0
1981	12,4	1992	25,2
1982	9,4	1993	24,1
1983	12,5	1994	25,4
1984	12,6	1995	27,6
1985	19,6	1996	24,5
1986	21,9	1997	24,5
1987	25,1	1998	25,2
1988	29,7	1999	23,9
1989	29,8	2000	24,5

**Fonte:** Ministério do Planejamento e Gestão

O país é apresentado como exemplo de que uma reforma do sistema de previdência em direção a um sistema mais capitalizado lograria um aumento da poupança interna, o que diminuiria a necessidade de poupança externa. Entretanto, embora este país tenha logrado um aumento considerável na sua poupança doméstica pós-reforma, não é possível atribuir unicamente a esta tal fato. UTHOFF (1996) em um competente trabalho mostra que, no caso chileno, o aumento da poupança do governo e da poupança não previdenciária privada (como a poupança das empresas) foram os maiores responsáveis pelo aumento da poupança chilena no período. O impacto da reforma de forma isolada tem resultados bem mais modestos. A avaliação do impacto de uma reforma dessa natureza sobre a poupança agregada não pode deixar de lado o fato de que esta deixa um passivo importante que deve de alguma forma ser assumido pelo Estado. Com a reforma, o Estado continua sendo obrigado a pagar as aposentadorias do antigo sistema, porém não conta mais com os recursos das contribuições dos trabalhadores ativos. O resultado disso é um custo de transição que deve ser financiado com superávit fiscal, aumento do endividamento público ou uma combinação de ambos. Para BARR (2000), os custos de transição podem ser tão elevados que podem inviabilizar a reforma. Para ele, em muitos casos, é mais barato equilibrar um sistema antigo de repartição simples que arcar com os custos de transição para um sistema de capitalização. Nesse sentido, o acréscimo da poupança não pode ser simplesmente medido pelo acréscimo nas contribuições do novo sistema de fundos de pensões. O país durante as décadas de 80 e 90 apresentou um superávit fiscal que em

muitos anos chegou a 5% do PIB, no intuito de financiar as aposentadorias do antigo sistema (UTHOFF, 1996). Além disso, o fundo de estabilização do cobre (FEC) permitiu um acréscimo da poupança que chegou a ser 3% do PIB em alguns anos. O FEC foi criado na metade da década de 80 objetivando equilibrar as receitas públicas adivinhas do cobre, responsável por grande parte das fontes externas do Chile. Entre os anos de 1987 e 1992, o FEC proporcionou um acréscimo na poupança chilena de 0,5% a 3,7% do PIB. (UTHOFF, 1996, p.28). O esforço de poupança do governo deveria ser acrescido do FEC, o que demonstra a importância da poupança pública para aumento da poupança chilena. Ademais, o país empreendeu uma reforma tributária favorecendo a retenção de lucros para os investimentos, o que incentiva o aumento da poupança das empresas. De fato, conforme UTHOFF (1996), a poupança privada não previdenciária foi a que obteve o maior crescimento no período, passando de 8% em 1986 para 16,4% em 1994. Nesse sentido, o impacto direto da reforma sobre a poupança agregada parece ter sido pequeno. Além disto, o conjunto de reformas que o país realizou após a reforma do sistema de pensões foi decisivo para o acréscimo na poupança agregada. Caso o governo não realizasse nenhuma outra reforma, a poupança nacional poderia inclusive diminuir, em virtude da necessidade de cobrir o passivo previdenciário que a reforma deixa ao retirar as receitas previdenciárias do governo sem uma cobertura. Nesse sentido, não é possível atribuir unicamente à reforma do sistema previdenciário o aumento da poupança agregada do Chile pós-reforma.

DAVIS (1995) ao estudar a atuação dos fundos de pensão nos países da OCDE conclui que os efeitos sobre a oferta de *funding* de longo prazo são mais importantes que os efeitos sobre a acumulação de capital. Nesse sentido, é difícil comprovar nas experiências com os fundos de pensão o argumento da poupança interna. No entanto, se este argumento é frágil como justificativa para uma reforma previdenciária de natureza capitalizada, isso não invalida a hipótese de que os recursos dos fundos de pensão possam contribuir para o financiamento do desenvolvimento. O fato de possuírem obrigações de longo prazo lhes permite, em tese, concentrar portfólios em ativos de longa maturação, que proporcionam maior rendimento. No entanto, o aumento dos seus ativos não necessariamente corresponde a uma maior poupança agregada, como já mostramos anteriormente. Além disso, a poupança financeira só transforma em poupança real quando canalizada para novos investimentos. A natureza de longo prazo de suas obrigações oferece a oportunidade de que seus recursos sejam alocados tendo em vista a função de consolidação financeira do investimento. Nesse sentido, estas instituições podem ter papel importante na diminuição



da fragilidade financeira da economia, e possibilitar um maior crescimento do investimento e do produto agregado, a despeito de sua influência na poupança agregada.

## **2.4 – OS FUNDOS DE PENSÃO, AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A ALOCAÇÃO DA POUPANÇA-INVESTIMENTO**

O desenvolvimento do mercado financeiro é imprescindível para o desenvolvimento econômico na moderna economia capitalista. Uma razão apontada para a reforma do sistema previdenciário em direção a sistema capitalizado, com gestão privada, é que favoreceria ao desenvolvimento de um conjunto de instituições – entidades gestoras de investimentos, empresas de seguro e bancos – e isso contribui para o crescimento da economia. Na presença de um mercado financeiro com capacidade mínima de gerenciamento desses recursos, o crescimento dos fundos de pensão aprofundaria o desenvolvimento financeiro, viabilizando o crescimento do mercado financeiro em termos de segurança, tamanho, profundidade e complexidade. Para os países em desenvolvimento, um efeito provável seria a realocação de poupanças individuais para investimentos de longo prazo no mercado financeiro. A economia seria beneficiada, pois isso aumenta a eficiência da alocação de recursos na economia.

O desenvolvimento dos fundos de pensão<sup>36</sup> nas últimas décadas é apontado em parte como responsável por uma gama de inovações financeiras que mudou a característica do mercado financeiro. Desde o trabalho clássico de BODIE (1989b), uma literatura extensa tem ligado os fundos de pensão ao surgimento das inovações financeiras (BLAKE, 1995; DAVIS, 1995; DAVIS, 2002; DAVIS, 2003; UTHOFF, 1995; UTHOFF, 1997; UTHOFF, 1998; VITTAS, 1998). Estas teriam surgido em resposta à demanda de investimentos dos fundos de pensão. Os trabalhos que tratam do assunto geralmente as relacionam com a melhoria da performance da economia, na medida que reduz o risco e a incerteza e favorecem os investimentos de longo prazo. Nesse sentido, o desenvolvimento dos fundos de pensão contribuiria indiretamente para o desenvolvimento do mercado financeiro, tendo consequências benéficas para toda a economia.

---

<sup>36</sup> Consideramos “desenvolvimento dos fundos de pensão” a proporção de ativos dos fundos de pensão sobre o PIB. Quanto maior essa proporção, maior o desenvolvimento dos fundos de pensão de determinado país.

VITTAS (1998, p. 9) chama a atenção para as mudanças regulatórias na indústria de fundos de pensão que têm influenciado as inovações financeiras. BLAKE (1995, p. 38) sustenta que a presença de grandes investidores institucionais estimula o desenvolvimento de serviços especializados de intermediação financeira (ex. corretagem e pesquisa) na economia, elevando o montante de informação disponível. Assim, a ação dos fundos de pensão estimula a inovação no mercado financeiro. A experiência de países da OCDE revela uma crescente demanda dos fundos de pensão por *securities* derivativas, instrumentos de indexação, estratégias de portfólio e instrumentos de *hedge*. A experiência chilena também é rica de exemplos como o desenvolvimento do mercado de seguros e resseguros, de instrumentos de capitalização e de instrumentos de derivativos de *hedge*.

A principal crítica a este tipo de literatura é a exagerada importância dada às inovações financeiras como promotoras do desenvolvimento e alocadoras de recursos de longo prazo. Seus resultados geralmente têm como pano de fundo a hipótese da liberalização financeira, que tem resultados questionáveis como discutido no primeiro capítulo. A nosso ver, elas podem contribuir para o desenvolvimento na medida que permitem a emissão de papéis e títulos de longo prazo, principalmente de empresas, favorecendo a consolidação financeira do investimento. Isso acontece porque as inovações podem aumentar a liquidez de papéis de longa maturação, o que facilita a colocação desses papéis no mercado. Nesse sentido, elas beneficiam o investimento de longo prazo. Porém, esse resultado é controverso. Elas também podem aprofundar o aspecto especulativo e curto-prazista do mercado financeiro. KREGEL (1996, p.29-49) apresenta como as inovações podem transformar instrumentos de longo prazo em ativos de curto prazo, com conseqüências negativas para a estabilidade da economia. Segundo ele o conceito de investimento permanente ou do “vencimento do investimento” está sendo eliminado pelas inovações financeiras. Um título de 30 anos, que pode ser considerado investimento de longo prazo ou permanente, pode ser decomposto em 61 títulos com taxas de juros zero e vencimentos de 6 meses a 30 anos (KREGEL, 1996, p. 35). Além disso, alguns contratos de opções e futuros oferecem alternativas que permitem ao investidor reter a posse do título, porém, reduzindo a permanência do investimento e a exposição a riscos de mercado. Ativos supostamente de longo prazo podem gerar saídas rápidas de capital, gerando instabilidade na economia. Isso também vale para investimentos estrangeiros diretos (IED). Segundo KREGEL (1996, p.36), “embora um investidor direto normalmente possua alguns ativos fixos, não há, em princípio, razão alguma pela qual esses não possam ser inteiramente compensados por

passivos domésticos”. Um investidor direto pode tomar empréstimos para exportar capital e, dessa forma, gerar saídas de capital rápidas. Assim, as inovações transformam investimentos de longo prazo em passivos que podem ser convertidos no curto-prazo, aumentando a instabilidade da economia. Para países com grande participação de investimentos estrangeiros diretos, é cada vez mais difícil a classificação de investimentos de longo prazo. Nesse sentido, se de um lado elas podem ajudar a emissão de papéis de longo prazo ao fornecerem liquidez para papéis de longa maturação, de outro, podem aumentar a instabilidade da economia.

Dentro dessa linha, MINSKY (1986) destacou o papel duplo desempenhado pelas inovações financeiras na economia capitalista contemporânea. Na dimensão microeconômica, a pesquisa e o desenvolvimento de inovações financeiras são submetidos à lógica da valorização do capital, e os bancos procuram criar novos instrumentos e práticas na busca de vantagens competitivas de caráter monopolista, mesmo se de curtíssima duração, pelas características do setor financeiro. Na dimensão macroeconômica, as inovações desempenham o papel de atenuar o aumento pró-cíclico das taxas de juros, tornando possível a ampliação do nível de endividamento da economia. Todavia, elas enfraquecem a capacidade do Banco Central de influenciar o processo de criação monetária e contribuem para o aumento da fragilidade financeira na economia e do risco sistêmico, pois introduz uma maior complexidade nas relações de débito e crédito.

As inovações financeiras podem contribuir para a alocação de recursos de longo prazo, mas não devemos exagerar sua importância. É preciso atenção com os seus aspectos negativos. Além disso, na medida que a aplicação de recursos dos fundos de pensão sejam direcionados para o financiamento do investimento<sup>37</sup>, espera-se que o mercado financeiro desenvolva os instrumentos financeiros adequados para tal finalidade. Conclui-se que a principal tarefa é o aumento dos fundos de longo prazo disponíveis, como o caso dos fundos de pensão, e que as inovações financeiras podem ter um papel na alocação desses fundos.

---

<sup>37</sup> Os fundos de pensão podem sim contribuir para o financiamento do desenvolvimento. No entanto, como a sua principal função é prover poupança de aposentadoria, a rentabilidade dos seus investimentos deve assegurar que sua função principal seja concretizada, sem comprometimento de sua viabilidade financeira.

## **2.5 – AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

A atuação dos investidores institucionais, em particular dos fundos de pensão, está diretamente relacionada com as estruturas de financiamento, de controle e de propriedade das corporações. Diante disso, a análise do papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento não pode ser feita sem uma avaliação dos sistemas de governança corporativa. Existe uma classificação que analisa o mercado de controle corporativo, ou seja, “os mecanismos de mercado por meio dos quais o controle e a propriedade das empresas são negociados” (RABELO, 1997, p. 35). O que importa é a maneira que a propriedade e o controle são negociados na economia. Assim, podemos classificar os sistemas em controle interno e controle externo.

Os sistemas de controle externo caracterizam-se por possuírem elevado número de empresas listadas nas bolsas de valores, pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações e mercados de capitais líquidos, onde é possível constantemente a negociação do direito e controle da propriedade. Em contraste, os sistemas de controle interno caracterizam-se por um número relativamente pequeno de empresas listadas nas bolsas de valores, sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações e mercados de capitais com pouca liquidez, de forma que o controle e a propriedade são dificilmente negociados. Os sistemas de controle externo são característicos dos Estados Unidos e Inglaterra, enquanto os de controle interno estão presentes na Alemanha e Japão.

Nos países que vigoram os sistemas de controle externo, a legislação que rege os mercados garante maior transparência e os direitos dos acionistas minoritários são garantidos. A presença de liquidez nos mercados de capitais e uma legislação que limita o poder das grandes corporações, permite uma maior atuação de outros agentes, a exemplo dos investidores institucionais como os fundos de pensão. De outro lado, nos países de sistemas de controle interno, a legislação de proteção dos acionistas minoritários é, geralmente, muito falha. As grandes corporações são os principais atores do mercado e, geralmente, têm interesse controlador nas empresas que investem. Ao lado da baixa liquidez do mercado de capitais, estes fatores tornam o espaço de atuação de outros agentes

limitado, entre eles os fundos de pensão. O papel do mercado de capitais enquanto lócus de alavancagem de capital é muito reduzido.

DAVIS (1995) propõe uma outra forma de classificação, e está relacionada à forma pela qual as empresas alavancam seu capital e seu impacto sobre o controle da empresa. Para o autor, os distintos sistemas de controle vigentes nos países anglo-saxões e os da Europa Continental e Japão pode ser traduzida pela dicotomia entre controle de mercado via *equity* e controle direto via débito.

No controle direto via débito, o elemento central é o relacionamento entre banco e empresa, bastante característico da Alemanha e Japão. Nesse sistema de controle, as corporações desenvolvem relacionamentos de longo prazo com um pequeno número de credores e de detentores de *equity*. Outra característica é o grande número de posse cruzada de ações entre as corporações, as quais funcionam mais como mecanismo para sedimentarem alianças do que propriamente exercício de controle. Os bancos apresentam como importante ator de coordenação, tanto na qualidade de acionistas quanto de credores. Além disso, o papel do Estado é central na alocação de recursos. Dentro dessa configuração, os acionistas corporativos são aqueles que dominam a empresa e têm amplo poder. Ademais, os bancos por serem os grandes credores das corporações exercem o monitoramento da gerência. O papel de investidores institucionais, entre os quais os fundos de pensão, sofre limitação na sua atuação pela existência de restrições de voto, pela influência dos acionistas corporativos e pela dificuldade de obtenção de informações financeiras. Há forte concentração de propriedade nas mãos dos acionistas corporativos, o que torna os fundos dominados pelas grandes corporações que se relacionam com o sistema bancário financiador. Observa-se nesses mercados uma legislação de aplicação e de *fundig* mais restritiva, de forma a limitar a atuação livre dos investidores institucionais.

No controle de mercado via *equity* encontra-se a atividade de aquisições hostis (*takeovers*) como mecanismo de resolução dos conflitos de interesse entre os executivos e a gerência. A ameaça da possibilidade de uma aquisição hostil funciona como restrição a medidas tomadas pelos executivos que não estão de acordo com os interesses dos acionistas. O descontentamento dos acionistas com a gerência se concretiza pela negociação de suas ações. Os investidores institucionais têm papel de destaque nesse sistema, exercido de

forma indireta via ação disciplinadora das aquisições. No entanto, o uso desse mecanismo de disciplina da gerência tem sido questionado com o esgotamento das aquisições hostis no final dos anos 80.

Os fundos de pensão podem exercer papéis bem distintos, a depender dos sistemas de governança corporativa presentes na economia. A análise dos casos mais puros é importante para compreendermos os casos intermediários ou ainda sem um amadurecimento, como o caso brasileiro. A pergunta que devemos fazer é qual o modelo de governança corporativa atenderia ao objetivo de financiamento do investimento. Nos sistemas de controle externo/mercado via *equity*, como nos Estados Unidos e Inglaterra, os fundos de pensão têm mais liberdade de aplicação e maiores possibilidades de valorização do capital, como veremos no próximo capítulo na análise dos países da OCDE. Os sistemas de controle interno/direto via débito, presentes na Alemanha e Japão, é onde os fundos de pensão têm mais restrição na sua atuação. Em contrapartida, é nesse grupo que quantidades maiores de recursos são direcionados para o financiamento do investimento. No próximo capítulo faremos uma avaliação das distintas experiências, e aproveitaremos para a análise dos casos mais notórios da influência dos sistemas de governança corporativa na estrutura de aplicação dos fundos de pensão.

## **2.6 – ESTRUTURAS DE SISTEMA FINANCEIRO E A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Ao analisar a experiência internacional de desenvolvimento de algumas economias dos países desenvolvidos, ZYSMAN (1983) classifica três modelos paradigmáticos de sistema financeiro, associados a diferentes padrões ou mecanismos de financiamento: os Sistemas de Mercado de Capitais (SMC), desenvolvidos nos Estados Unidos e Inglaterra; os Sistema de Crédito Privado (SCP), característico do sistema alemão; e, os Sistema de Crédito Governamental (ou público) (SCG), presentes nas experiências francesas e japonesas pós-II Guerra. Os SCP e SCG correspondem a duas formas de sistema financeiro baseado no crédito bancário.

O modelo de SMC<sup>38</sup> caracteriza-se pela importância do mercado de capitais e do financiamento direto no processo de captação de recursos pelas firmas, que se dá pela emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívida (debêntures e outros) diretamente junto ao público poupador – e não junto a bancos. Esses títulos, por representarem direitos sobre o capital ou a receita futura das firmas, são indicados para aplicações de longo prazo. Os demandantes típicos são o poupador individual com tal perfil e, no setor financeiro, as instituições financeiras não bancárias que, não sendo autorizadas a captarem recursos de longo prazo, operam com passivos e ativos de prazos maiores que os dos bancos. Estes, por sua vez, atuam no crédito de curto prazo (crédito direto ao consumidor e capital de giro), em consonância com o prazo relativamente mais curto de suas fontes de captação.

A estrutura do SMC é diversificada e especializada. A especialização é determinada pelos tipos de instrumentos de captação e aplicação que, de acordo com a regulamentação vigente, a instituição pode ter acesso. A ampla regulamentação e a segmentação do setor são, portanto, características do sistema. A partir dos anos 80, a segmentação vem sendo gradativamente erodida nos países-modelo por um processo contínuo de desregulamentação, principalmente em função das inovações financeiras e da concorrência externa. No entanto, como as inovações financeiras recentes têm se caracterizado pelo avanço e sofisticação das operações securitizadas, a desregulamentação em curso não altera a principal característica desse modelo de sistema financeiro – o papel preponderante do mercado de capitais no processo de financiamento da atividade econômica – e tende, inclusive, a reforçá-la (HERMANN, 200X).

No SCP, cujo caso típico é o da economia alemã, o financiamento do investimento apóia-se, predominantemente, em empréstimos de longo prazo, providos por bancos privados de grande porte, organizados sob a forma de “bancos universais”. Esse tipo de organização opera estruturas de ativo e passivo diversificadas que refletem sua atuação simultânea em diversos segmentos do mercado financeiro, como o crédito de curto e longo prazo, a corretagem de ações e títulos e outros tipos de operação de financiamento.

---

<sup>38</sup> A descrição dos três modelos de sistemas financeiros será baseada em HERMANN e STUART (2001, p. 14-17) e HERMANN (199X, p. 2-3).

Quanto à estrutura do sistema financeiro, esse modelo caracteriza-se pela concentração em dois sentidos: primeiro, quanto à variedade de instituições financeiras, que é reduzida, sendo predominante a figura dos bancos universais e pouco significativa a atuação de instituições especializadas (bancárias e não bancárias); segundo, quanto ao porte das instituições bancárias, que é, tipicamente, elevado. Outra característica desse modelo é a debilidade do mercado de capitais como fonte de financiamento das firmas – inclusive as de grande porte que, em tese, teriam fácil acesso a recursos diretos. A concentração da poupança financeira nas instituições bancárias torna essas mesmas instituições as principais compradoras potenciais de títulos e ações. Isso tende a deprimir a demanda pelos papéis, que concorrem diretamente com o negócio bancário por excelência – a concessão de empréstimos.

A regulamentação foi também importante na formação desse tipo de SF, embora em sentido oposto ao das experiências dos EUA e Inglaterra. No caso alemão, por razões culturais e históricas, a regulamentação da atividade financeira voltou-se sempre para o objetivo de propiciar condições de financiamento para o rápido crescimento econômico, ou mesmo reconstrução, nos períodos pós-guerra<sup>39</sup>. Nessas condições, a atuação das instituições bancárias em qualquer área jamais foi vetada. Ao contrário, até a atuação dos bancos no setor não financeiro, por meio de participações ou mesmo controle acionário, era, e ainda é, explicitamente permitida pelas autoridades locais. Essa regulamentação explica, em grande parte, a tendência do sistema financeiro alemão à concentração e à conglomeração.

Os SCG, ilustrados nas experiências francesa e japonesa no pós-guerra, assemelham-se ao modelo alemão no aspecto instrumental, tendo no crédito bancário o meio típico de financiamento da formação de capital. Quanto ao modo de operação, contudo, há diferenças importantes. Em primeiro lugar, destaca-se a liderança de instituições públicas no processo de financiamento. Em segundo lugar, essas instituições aparecem organizadas não só sob a forma de bancos de desenvolvimento, atuando prioritariamente no setor industrial, mas também de diversos tipos de agências governamentais atuando em setores específicos de atividade (especialmente no setor imobiliário e na agricultura) e na formulação de políticas financeiras.



A liderança de instituições públicas nos SCG pode traduzir-se pela predominância de bancos públicos na provisão de fundos em longo prazo – caso francês – ou pela forte influência do Estado sobre as atividades do sistema bancário, via regulamentação e políticas específicas, no sentido de orientá-lo para as áreas consideradas prioritárias – caso japonês. Do ponto de vista estrutural, esse modelo apresenta-se mais diversificado e menos concentrado que o alemão, porém, mantém a condição de debilidade do mercado de capitais e a predominância do financiamento indireto. Outra característica é a importância do planejamento estatal na sua formação. A formação dos SMC e SCP acompanhou espontaneamente o processo de desenvolvimento econômico local. A atuação do Estado ocorreu após a própria constituição do sistema, visando discipliná-lo – caso inglês e americano – ou induzi-lo a comportamentos específicos – caso alemão. Os SCG foram quase inteiramente criados pelo planejamento estatal, sendo característicos de países em que o Estado assumiu a responsabilidade de comandar o esforço de industrialização tardia em curto espaço de tempo, não dispondo à época de uma estrutura financeira privada capaz de captar e alocar recursos para o setor não financeiro.

Os três sistemas financeiros descritos diferem entre si em quatro aspectos fundamentais, no que se refere ao padrão de financiamento em longo prazo: i) quanto à mecânica da operação: financiamento direto ‘versus’ indireto (bancário); ii) quanto ao instrumento financeiro básico: empréstimos ‘versus’ títulos (de capital ou de dívida); iii) quanto à natureza das instituições financeiras intermediárias: privada ‘versus’ pública; e iv) quanto à estrutura do sistema financeiro: segmentada ‘versus’ concentrada. A tabela 5 apresenta uma síntese dessas condições em cada um dos modelos de sistema financeiro analisados.

<b>Tabela 5 - Síntese dos Modelos de Sistema Financeiro e de Financiamento</b>			
<b>Condições</b>	<b>Sistemas de Mercado de Capitais</b>	<b>Sistemas de Crédito Privado</b>	<b>Sistemas de Crédito Público</b>
Financiamento	Direto	Indireto	Indireto
Instrumento	Títulos	Empréstimos	Empréstimos
Natureza da instituição financeira	Privada	Privada	Pública
Estrutura do sistema financeiro	Segmentada	Concentrada	Concentrada

**Fonte:** HERMANN e STUDART (2001, p. 18)

<sup>39</sup> ZYSMAN, 1983, p. 251-265; POZDENA e ALEXANDER, 1992, p. 571-575, citados por HERMANN e STUDART (2001, p. 16).

No SMC, a importância dos mercados de capitais neste tipo de modelo de financiamento, facilita a atuação dos fundos de pensão e permite uma valorização dos ativos dos detentores de grandes parcelas de capital, como é o caso dos fundos de pensão. Nesse sistema, o sistema bancário não alarga os prazos de seus empréstimos. A transformação para dívidas de longo prazo (*funding*) processa-se essencialmente no mercado de capitais, estabelecendo-se uma alavancagem em que este mercado é fundamental. Conforme (VIEIRA, p.19), “o mercado de capitais é o centro de alavancagem de recursos de longo prazo, e comporta a permanência constante de um número significativo de empresas que se reportam ao mercado para alavancar seus recursos”. Em conformidade com este padrão de financiamento, os modelos de governança corporativa predominantes são os de controle de mercado externo/controle de mercado via *equity*. Em consequência, há uma maior liberdade na aplicação dos fundos de pensão e isso contribui para um maior dinamismo na atuação deles. Nesse tipo de configuração, o mercado de capitais é extremamente líquido e dinâmico, sendo que o espaço de atuação dos fundos de pensão não é obstruído.

Do outro lado, países com SCB, como é o caso da Alemanha e Japão, ou SCG, como é o caso da França, o espaço de atuação dos fundos de pensão é mais limitado. Neles, os desenvolveu-se uma forte relação dos grandes bancos e as indústrias locais, constituindo-se em grandes conglomerados financeiros com ampla participação no setor industrial. O papel do sistema bancário não se restringe à concessão de *finance* (empréstimos de curto-prazo), mas também são preponderantes no crédito bancário de longo prazo (*funding*) em detrimento do mercado de capitais locais. Nesse sistema, a alocação de recursos concentra-se nas mãos de um número relativamente pequeno de agentes, facilitando o seu controle. Este padrão de financiamento tem como correspondente, a predominância dos sistemas de governança corporativa classificados de controle interno/direto via débito. Com isso, há uma menor liberdade na aplicação dos recursos, limitando a atuação dos fundos de pensão. Para VIEIRA (2001, p. 29), a limitação do papel dos fundos de pensão nos mercados de capitais contribuíram para que eles tivessem um comportamento mais direcionado às aplicações em ativos de longo prazo.

No Brasil, em outras economias latino-americanas, na condição de economias de industrialização tardia<sup>40</sup>, os sistemas financeiros caracterizam-se por serem

---

<sup>40</sup> Também chamadas de economias em desenvolvimento e, mais recentemente, países emergentes.

predominantemente bancários, com forte participação de bancos públicos em alguns casos (Brasil), mercados de capitais ainda pouco desenvolvidos e, principalmente, pouco atuantes na provisão de recursos para a produção e investimentos. Nesse sentido, são sistemas financeiros com base no crédito bancário. No caso brasileiro, nossa legislação é assentada na Reforma Financeira de 1964-67, que buscou recriar no Brasil o padrão americano de um sistema financeiro segmentado, com forte apoio no mercado de capitais. Porém, a segmentação do mercado e o desenvolvimento do mercado de capitais como *locus* de alocação de poupança de longo prazo para o investimento, como era a intenção da Reforma, não aconteceu. Este, conforme destaca STUDART & HERMMANN (1999, p. 12), “encontra-se retraído no segmento primário e especulativo no mercado secundário, refletindo a carência de investidores institucionais capazes de expandir, de forma permanente, seus volumes de negociação e, assim, reduzir sua volatilidade”. A respeito disso, esses autores apontam que os fundos de pensão têm potencial de transformarem em importantes agentes de expansão do mercado brasileiro de capitais.

O modelo de financiamento brasileiro não se assemelhou a qualquer dos sistemas privados conhecidos – mercados de capitais ou de crédito. O Estado, embora tenha participação declinante nos anos mais recentes, continua sendo o principal ofertante doméstico de crédito de longo prazo para a indústria e o setor de infra-estrutura, principalmente, por intermédio, do BNDES. Porém, STUDART & HERMANN (2001) afirmam que não parece apropriado definir o sistema financeiro brasileiro como de crédito público em face da falta de planejamento e da importância relativa<sup>41</sup> que o financiamento externo e o autofinanciamento sempre mantiveram no Brasil. Segundo esses autores, atualmente, a organização do sistema financeiro brasileiro é na forma de bancos universais (ou múltiplos, conforme denominado no Brasil), dominado por grandes conglomerados financeiros, com uma atuação ainda bastante significativa – porém declinante – do setor público, especialmente do BNDES, Banco do Brasil e alguns bancos estaduais.

No Brasil e outros países latino-americanos, a regulamentação tem um importante papel a cumprir no processo de desenvolvimento e moldagem do sistema – na direção de um modelo de crédito bancário ou de um modelo de mercado de capitais ou outro qualquer. Convém destacar, a conveniência de uma regulamentação adequada que insira os fundos

de pensão no contexto dos mecanismos de financiamento da economia, e que atue, principalmente, no sentido de reforçar um modelo ou padrão de financiamento para a economia.

## **2.7 – CONCLUSÕES**

O objetivo deste capítulo foi, primeiramente, explicitarmos as principais características dos fundos de pensão e, além disso, versamos sobre alguns temas importantes para a análise das experiências dos fundos de pensão. Na primeira parte, fizemos uma caracterização conceitual do assunto com alguns dados da indústria de fundos de pensão brasileira. Em seguida, discurremos a respeito de três importantes temas: fundos de pensão e argumento da poupança; fundos de pensão e a governança corporativa; e, fundos de pensão e as inovações financeiras; e, a relação entre as estruturas de sistema financeiro com a atuação dos fundos de pensão.

Na análise das experiências dos fundos de pensão não encontramos uma sustentação convincente do argumento que faz a ligação entre o desenvolvimento dos fundos de pensão e o aumento da poupança agregada da economia. Como vimos, não existem indícios fortes de que essa relação realmente exista. No entanto, as experiências sugerem que embora não hajam efeitos comprovados sobre a acumulação de capital, os efeitos sobre a oferta de fundos de longo prazo são bem mais evidentes. 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 concretizará. Conclui-se que os fundos de pensão são, em tese, potenciais ofertadores de recursos de longo prazo e que, com isso, poderão exercer um papel de destaque na consolidação financeira do investimento.

As inovações financeiras podem beneficiar o alargamento dos prazos das aplicações dos recursos disponíveis pelos fundos de pensão. Na medida que caminha no sentido de desenvolvimento de instrumentos de aplicação de longo prazo estariam em sintonia com o processo de alongamentos das obrigações provenientes do investimento. No entanto, é de

---

<sup>41</sup> O financiamento externo refere-se aos investimentos estrangeiro direto e o auto-financiamento são recursos originários da retenção de lucros das empresas para os investimentos.

se ponderar que nem todas as inovações financeiras operam nesse sentido, e que, mais recentemente algumas delas têm acentuado o caráter especulativo da economia, com consequências desestabilizadoras.

Os distintos sistemas de governança corporativa influenciam a atuação dos fundos de pensão. A atuação dessas instituições e a composição de sua carteira de aplicação sofrem influência dos aspectos ligados ao controle da propriedade e seus desdobramentos. No entanto, ressaltamos que não há uma boa governança aplicável a todas as experiências. Esta está condicionada ao padrão de financiamento do país em questão, e o melhor modelo de governança corporativa não pode estar dissociado do modelo de financiamento vigente no país em questão.

Finalmente, discutimos a atuação dos fundos de pensão no contexto de diferentes estruturas de sistema financeiro. Essas estruturas estão relacionadas a três modelos paradigmáticos que se associam a diferentes mecanismos de financiamento: SMC, SCP e SCG. Enquanto no primeiro, a atuação dos fundos de pensão não é obstruída, nos dois últimos, essa atuação encontra limitações que interferem na maneira pelo qual os fundos alocam seus recursos na economia. Destaca-se ainda a influência dos modelos de financiamento na conformação das estruturas de governança corporativa predominantes na economia.

## **CAPÍTULO 3 – ANÁLISE DE ALGUMAS EXPERIÊNCIAS E SUAS CONTRIBUIÇÕES PARA O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO**

### **3.1 – INTRODUÇÃO**

No primeiro capítulo discutimos as três principais teorias a respeito do financiamento do desenvolvimento. O objetivo foi obtermos uma base teórica para a discussão dos fundos de pensão dentre as estruturas de financiamento presentes nas modernas economias. No segundo capítulo fizemos uma exposição dos principais aspectos ligados aos fundos de pensão. Nesse caso, o objetivo foi, primeiramente, caracterizá-los para, em seguida, tratarmos de alguns temas sobre o assunto.

Neste capítulo faremos uma análise das experiências internacional e brasileira dos fundos de pensão para identificar suas contribuições para o financiamento do desenvolvimento. Desse modo, estaremos estabelecendo ligações com os aspectos teóricos discutidos no primeiro capítulo e com alguns temas levantados no segundo capítulo. Além disso, faremos uma análise da reforma da previdência no Brasil contextualizando com as discussões sobre o assunto. O capítulo é dividido em duas partes, além desta introdução e da conclusão.

Na primeira parte, o estudo focará a experiência internacional dos fundos de pensões. Primeiramente, analisamos os países do OCDE para encontrar as especificidades da atuação dos fundos de pensão e sua contribuição para o financiamento do desenvolvimento. Neste caso, o importante é saber se nas experiências encontramos alguma relação entre o modelo de sistema financeiro vigente e seu padrão de financiamento com a atuação dos fundos de pensão. Nossa hipótese é que modelos distintos de financiamento das economias podem gerar formas distintas de atuação dessas instituições. Num segundo momento, é estudada a experiência latino-americana. De origem mais recente, e com padrões de financiamentos apresentando problemas semelhantes aos encontrados no caso brasileiro, esta experiência apresenta características peculiares. Destaca-se aqui, a reforma do sistema de pensões no Chile e seus desdobramentos, que merecerá uma análise mais atenciosa. Isso porque, além de ser uma reforma pioneira na região, o modelo adotado difere do adotado nos países centrais, e é largamente copiado nas reformas dos vários países da região. Além disso, as propostas de reformulação existentes nos países centrais caminham em direção ao modelo chileno de

contas individuais, que é o modelo preferido de agências multilaterais como o Banco Mundial e FMI.

Na segunda parte, estudaremos a experiência brasileira recente. É largamente noticiada a expansão dos fundos de pensão ao longo dos últimos anos na economia brasileira. A reforma da previdência proporcionará uma expansão dessas instituições em tamanho e importância, e contribuirá para a consolidação dessa indústria no país. O estudo da atuação dos fundos de pensão levará em conta a alocação de portfólio, a rentabilidade, a concentração, a origem das reservas e assuntos correlatos. Além disso, analisaremos a contribuição deles para a provisão de *funding*<sup>42</sup> para o investimento no Brasil. Ademais, faremos uma comparação entre a atuação dos fundos de pensão no Brasil com as distintas experiências analisadas. Por fim, estudaremos a reforma da previdência brasileira e seus possíveis desdobramentos.

### 3.2 – PAÍSES DA OCDE<sup>43</sup> - ANÁLISE GERAL

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, de repartição simples e caráter universal. Ao lado de um sistema de saúde pública e de educação de qualidade e universal, o sistema de previdência fazia parte dos pilares deste modelo de Estado. No entanto, em muitos países, principalmente os anglo-saxões, já há muito tempo, os planos privados de previdência convivem com o sistema público. No entanto, o desenvolvimento da indústria de fundos de pensão é bem diferenciado entre os países da OCDE. Na tabela 6, relacionamos os ativos dos fundos de pensão com o PIB dos países, o que em certa medida nos dá o grau de importância dos fundos de pensão na previdência dos países selecionados.

---

<sup>42</sup> *Funding* é uma expressão usada de agora em diante como consolidação financeira do investimento, assim como no primeiro capítulo e de forma bastante distinta do significado do segundo capítulo.

<sup>43</sup> O México, que faz parte dos países do OCDE, é analisado ao lado dos países latino-americanos, pois além da questão regional, suas características são semelhantes às dos demais países da região.

Tabela 6 - Ativos dos Fundos de Pensão dos Países da OCDE Selecionados

Final de 2000			
Países	Ativos Fundos de Pensão (bilhões US\$)	PIB (bilhões de US\$)	Ativos / PIB
Alemanha	294	1.989	15%
Austrália	272	364	75%
Bélgica	33	232	14%
Canadá <sup>1</sup>	418	870	48%
Dinamarca	187	163	115%
Espanha	29	556	5%
Estados Unidos	7.773	9.963	78%
Finlândia	60	121	50%
França	64	1.351	5%
Holanda	417	378	110%
Irlanda	46	85	54%
Itália	250	1.093	23%
Japão	2.277	4.491	51%
Noruega	50	147	34%
Portugal	12	102	12%
Reino Unido	1.128	1.396	81%
Suécia	213	556	38%
Suíça	321	221	145%

Fonte: UBS

**Nota:**<sup>1</sup> Os dados do Canadá são dados preliminares do final de 2001 fornecidos pela OCDE ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

A análise da tabela 6 sugere que a importância relativa dos fundos de pensão entre os países da OCDE é bastante diferenciada. De um lado, encontramos os Estados Unidos, a Inglaterra, a Austrália, a Holanda, a Dinamarca e a Suíça, onde os ativos dos fundos de pensão superam o PIB ou estão muito próximos. De outro, estão a Alemanha, a Espanha, a Bélgica, o Portugal e a França, em que a relação PIB / Ativos é relativamente baixa. Percebe-se que os anglo-saxões têm uma relação de PIB / Ativos relativamente elevada, enquanto na Alemanha e na França esta relação é baixa. Esta diferenciação está cada vez menos significativa, em função do aumento dos ativos dos fundos de pensão na última década. Destaca-se, a elevação dos ativos em países com pouca tradição e que obtiveram crescimento acelerado – Japão e Dinamarca são bons exemplos -, conforme dados da tabela 7.



**Tabela 7 - Ativos dos Fundos de Pensão (% do PIB)**

<b>Países</b>	<b>1970</b>	<b>1975</b>	<b>1980</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>2000</b>
Alemanha	2	2	2	3	3	15
Canadá	13	13	17	23	28	48 <sup>1</sup>
Dinamarca	5	5	7	12	15	115
Estados Unidos	17	20	24	29	35	78
Japão	0	1	2	4	5	51
Holanda	29	36	46	68	77	110
Reino Unido	17	15	23	47	55	81
Suécia	22	24	30	29	28	38
Suíça	38	41	51	59	69	145

**Fonte:** DAVIS (1995), UBS, OCDE

**Notas:**

<sup>1</sup> Os dados do Canadá referem-se ao final de 2001 (dados preliminares fornecidos pela OCDE)

Podemos assinalar pelo menos três explicações para a diferenciação existente entre os países na importância relativa dos fundos de pensão na provisão de previdência para as famílias. A primeira delas refere-se ao próprio padrão de financiamento da economia, ou seja, o modelo de financiamento que o país adotou em sua estratégia de industrialização. Conforme descrito no capítulo anterior, ZYSMAN (1983), ao analisar as experiências dos países desenvolvidos, classificou em três modelos de sistemas financeiros, relacionados com distintos padrões de financiamento: o Sistema de Mercado de Capitais (SMC), desenvolvido nos Estados Unidos e Inglaterra; o Sistema de Crédito Privado (SCP), característico do sistema alemão; e, o Sistema de Crédito Governamental (SCG), presentes nas experiências francesas e japonesas. Nos países anglo-saxões o padrão de financiamento vigente é o SMC. A importância do mercado de capitais neste tipo de modelo de financiamento facilita a atuação dos fundos de pensão e permite uma valorização de seus ativos, e de outros detentores de grandes parcelas de capital. Em lugares onde vigoram o SMC há uma maior liberdade na aplicação de seus recursos e isso contribui para um maior dinamismo dessa indústria. Do outro lado, países com SCB, como é o caso da Alemanha e Japão, ou SCP, como na França, o espaço de atuação deles é mais limitado. Há menor liberdade na aplicação dos recursos, o que explicaria o atraso relativo dos fundos de pensão, quando comparado com os anglo-saxões. Esta explicação sugere que o desenvolvimento dos fundos de pensão está, de alguma forma, relacionado com um padrão de sistema financeiro que permite maior liberdade na sua atuação.

A segunda explicação está associada à benevolência<sup>44</sup> do sistema público de previdência. Quanto mais benevolente ou generoso o sistema público, menor é a participação dos fundos de pensão na provisão de poupança para as famílias. O fundamento presente no argumento está na extensão da cobertura da previdência pública. Os trabalhos da OCDE (2003), ao expor de uma maneira geral os sistemas previdenciários, e JAMES (1998), ao abordar algumas experiências, sugere esse tipo de argumentação sem apontar causalidade, como exposta acima. Para a OCDE (2003), espera-se que o sistema público cubra uma assistência mínima aos idosos carentes, enquanto o sistema privado se encarregaria de uma aposentadoria que fosse capaz de oferecer padrões de vida pelo menos igual ao desfrutado na vida ativa. ESTELLE (1998, p.17) diz que no governo de Thatcher - Reino Unido -, este criou incentivos para empregados e empregadores optarem por saírem do plano estatal, o que, na prática, equivale a limitar o benefício do sistema público. Pelo argumento, países onde o sistema de bem-estar social é mais desenvolvido com garantia de aposentadoria generosas, o sistema privado de previdência teria um menor desenvolvimento. Da mesma forma que a explicação anterior, esta também aplica-se à França e Alemanha, países com sistemas de aposentadorias tidos como generosos, e onde o sistema privado tem um desenvolvimento relativo menor. De outro lado, embora os EUA e a Inglaterra<sup>45</sup> têm um grande sistema público de previdência, este não garante a seus participantes uma renda capaz de proporcionar uma aposentadoria que mantenha o mesmo padrão de vida após a inatividade, o que faz com que o sistema privado seja desenvolvido. Nos Estados Unidos, o sistema público<sup>46</sup> abrange o primeiro e o segundo pilar, porém, é redistributivo. O trabalhador A ganha o dobro do B. A aposentadoria de A é maior que a do B, porém, ela não corresponde ao dobro da aposentadoria de B. Nesse sentido, o benefício prometido pelo sistema público nunca cobre o padrão de vida de atividade do trabalhador. No entanto, é comum empresas americanas oferecem planos de previdência para seus empregados, complementando o segundo pilar ou mesmo um terceiro pilar opcional. No Reino Unido, ESTELLE (1998, p.17) diz que a maior parte dos trabalhadores atualmente só se qualifica para o benefício (uniforme) básico. Segundo o autor, este benefício básico fica abaixo da linha de pobreza para o Reino Unido. Esta explicação sugere que a forma de desenvolver

<sup>44</sup> O termo benevolência aqui não tem o aspecto que geralmente é empregado. Em sistemas que oferecem acima do primeiro pilar de aposentadoria é classificado como benevolente ou generoso, embora o valor das contribuições e a idade de aposentadoria possam estar ajustados. O Estado que queira garantir uma renda mínima para a velhice deverá fazê-lo com recursos fiscais – e isso é plenamente defensável.

<sup>45</sup> Na Inglaterra o sistema público organizado na forma de repartição garante um primeiro pilar. Além disso, há um segundo pilar capitalizado e obrigatório, e um terceiro pilar capitalizado e opcional.

<sup>46</sup> Para as visões minimalistas, o sistema público americano pode ser considerado benevolente.

os fundos de pensão está relacionado com a limitação dos benefícios do sistema público de previdência.

Uma terceira explicação está associada ao ambiente institucional ou marco regulatório em que os fundos de pensão estão inseridos. A hipótese desta é que países com regulamentações pouco flexíveis em relação à atuação dos fundos de pensão tenderiam a um menor desenvolvimento dessas instituições. Dessa forma, o fato de alguns países como os Estados Unidos, Inglaterra, Austrália e Holanda terem um desenvolvimento relativo maior em comparação com países como Alemanha, França, Itália, Espanha, Japão é resultado de uma maior flexibilidade na atuação. A idéia por trás desta explicação é que a governança corporativa é um fator importante no desenvolvimento dessas instituições. Na classificação dos sistemas de governança existentes, os países com sistema de controle de mercado externo/controle de mercado via *equity* têm uma legislação mais flexível no tocante à atuação dos fundos de pensão, enquanto os de controle interno/direto via débito têm menor liberdade na aplicação dos recursos. O argumento sugere que a liberdade de atuação dos fundos na aplicação dos recursos relaciona-se com o desenvolvimento dessas instituições. Acreditamos que a governança corporativa não é causa em si, mas consequência do padrão de financiamento da economia. Nesse sentido, os distintos modelos de governança corporativa em que eles estão inseridos tem relação direta com os aspectos históricos e institucionais que caracterizaram o padrão de financiamento vigente. Esta visão é defendida por RAIMUNDO (1997), o qual ao analisar a experiência de alguns países desenvolvidos - Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, Japão, Itália e França -, relaciona os padrões regulatórios que configuram os sistemas de governança corporativa como resultado dos padrões de financiamento originários de distintas estruturas de sistema financeiro. Assim, esta argumentação está inserida na discussão da primeira explicação, que relaciona os fundos de pensão com os padrões de financiamento.

A despeito das diferenças entre os países no tocante aos fundos de pensão, o fato novo diz relação com as expectativas. Mais recentemente, com os problemas de financiamento dos sistemas públicos de previdência, os fundos de pensão têm-se apresentado como uma alternativa viável de provisão de aposentadoria. Assim, há uma expansão considerável, mesmo em países com pouca tradição. De forma similar, o papel do mercado de capitais na consolidação financeira do investimento tem aumentado em países denominados como

SCP ou SCG. Com isso, os fundos de pensão e outros investidores institucionais devem ter maior participação no financiamento do desenvolvimento.

Na análise da carteira de aplicação dos fundos de pensão dos países da OCDE encontramos uma grande diferenciação entre os países. A tabela 8 mostra o portfólio dos fundos de pensão de 17 países da OCDE selecionados, o que permite uma avaliação das diferenças na alocação de portfólio.

<b>Tabela 8 - Portfólio dos Fundos de Pensão de Países da OCDE Selecionados – Final de 1998</b>								
<b>Países</b>	<b>Ativos Líquidos</b>	<b>Empréstimos</b>	<b>Títulos Domésticos</b>	<b>Ações Domésticas</b>	<b>Propriedades</b>	<b>Ativos Estrangeiros</b>	<b>Outros Ativos</b>	<b>% Total</b>
Alemanha	0	33	43	10	4	7	3	100
Austrália <sup>3</sup>	20	0	15	41	9	14	1	100
Bélgica <sup>2</sup>	5	1	30	59	0	0	5	100
Canadá	5	3	38	27	3	15	9	100
Dinamarca <sup>2</sup>	0	0	49	19	5	26	1	100
Espanha <sup>2</sup>	25	0	35	5	0	33	2	100
Estados Unidos	4	1	21	53	0	11	10	100
Finlândia	13	0	69	9	7	2	0	100
França	0	18	65	10	2	5	0	100
Holanda	2	10	20	20	7	41	0	100
Itália	0	1	35	16	48	0	0	100
Japão	5	14	34	23	3	15	6	100
Noruega <sup>2</sup>	1	0	54	14	3	21	7	100
Reino Unido	4	0	14	52	3	18	9	100
Suécia	0	0	64	20	8	8	0	100
Suíça <sup>1</sup>	0	49	31	19	0	0	1	100

**Fonte:** ABRAPP, FIAP(2002), DAVIS(2001), DAVIS(2002),DAVIS(2003)

#### **Notas:**

<sup>1</sup> Países com dados de final de 1997

<sup>2</sup> Países com dados de final de 1999

<sup>3</sup> Austrália (1995, Malásia (1996) e Cingapura (1996)

Demais países dados de final de 1998

A primeira observação a ser feita na tabela 8 diz respeito a diferenças no perfil de aplicação de dois grupos de países: os países anglo-saxões, como Estados Unidos, Reino Unido e Austrália; e países como Alemanha, França e Japão. No primeiro grupo, conforme a classificação de ZYSMAN (1983) encontram-se países com SMC e no segundo grupo estão países com SCP e SCG. Enquanto nos EUA e Reino Unido, os investimentos em ações correspondem a mais de 50% dos ativos dos fundos de pensão, na Alemanha e

Japão, esta modalidade de aplicação é bem mais modesta. Em contraste, os empréstimos são praticamente inexistentes na carteira dos fundos anglo-saxões, mais são representativos para os fundos nipo-germânicos e franceses. Além disso, os fundos de pensão germânicos e japoneses são grandes demandantes de títulos de empresas. Notadamente, para o caso alemão e japonês, a legislação obedeceu a um desenho institucional que reforça o modelo de financiamento existente nestes países. Conforme tabela 9, os limites para investimentos em ações e imóveis no Japão e Alemanha contrastam com a liberdade de aplicação dos países anglo-saxões, como é o caso dos Estados Unidos e Reino Unido. Embora mais recentemente houve alterações nas regras de aplicação da Alemanha e do Japão, e este último adotou uma legislação similar à americana e inglesa (ver Anexo III).

**Tabela 9 - Limites Máximos Fixados Para os Investimentos**

Países	Investimentos em Ações	Investimentos em Imóveis	Investimentos em Títulos	Empréstimos e Financiamentos a Patrocinadora	Investimentos em Ativos Estrangeiros
Estados Unidos	Não há limite definido	Não há limite definido	Não há limite definido	10%	Não há limite definido
Reino Unido	Não há limite definido	Não há limite definido	Não há limite definido	5%	Não há limite definido
Japão	30%	20%	50%	Sem Empréstimos	30%
Alemanha	20%	50% residencial 20% não residencial	Não há limite definido	5%	4%

Fonte: FREITAS (1998, p. 28)

Na Alemanha, conforme RAIMUNDO (1997, citado por VIERA, p. 29), “o sistema fiscal incentiva os fundos de pensão a deixar um volume expressivo de recursos, de forma imediata e barata, à disposição das empresas locais”. Neste país, em um dos esquemas de previdência privada, o *internally funded schemes*, os recursos acumulados pelos fundos de pensão são contabilizados pela empresa patrocinadora em seu balanço, tornando-se uma obrigação direta desta para com seu empregado (VIERA, 1997). Este autor ao analisar a experiência dos fundos de pensão alemães e japoneses destacou que a aquisição de títulos de longo prazo emitidos pelas empresas constitui numa das mais importantes modalidades de aplicação de seus fundos. Para o caso japonês, os grandes bancos japoneses – controlados pelas grandes corporações – são os principais administradores dos recursos dos fundos de pensão, de forma que parte é direcionada para as corporações. As diferenças de aplicação dos países anglo-saxões e, principalmente, os casos alemão e japonês, evidenciam a influência dos padrões de financiamento e das estruturas de governança corporativa predominante nestes mercados.

Numa análise mais geral da tabela 8, encontramos diferenciações de perfis de aplicações nos mais variados países da OCDE. Em alguns países, tais como Austrália e Espanha, os fundos de pensão alocam um volume significativo de seus recursos em ativos líquidos, mesmo tendo muitas vezes uma legislação flexível no tocante aos limites de aplicação (ver Anexo III sobre os limites de aplicação dos países da OCDE). Embora tenham passivos de natureza de longo prazo, o perfil de aplicação dos fundos de pensão tem natureza curto-prazista. Isto pode estar relacionado ao desenvolvimento do mercado financeiro local e a rentabilidade elevada de ativos líquidos. Uma outra observação é participação dos empréstimos na carteira de aplicação dos fundos de pensão. Na Alemanha, França, Suíça e Japão, os empréstimos representam quantias significativas dos seus recursos, em contraste com a maioria dos países da OCDE que, geralmente, alocam pouco ou quase nenhum volume de recursos para empréstimos. No tocante a aplicação em ativos estrangeiros, em países como Holanda, Dinamarca, Reino Unido, Espanha e Noruega, são alocadas quantias significativas de seus ativos no exterior.

Essa diferenciação da carteira dos fundos de pensão entre os países membros pode ser resultado de padrões regulatórios diversos, ou ainda, de graus distintos de desenvolvimento do mercado financeiro em geral, e do mercado de capital em particular. No entanto, o ambiente regulatório de um país é influenciado pelo seu padrão de financiamento. Os casos americano, inglês, japonês e alemão são ilustrativos a esse respeito. Nesse sentido, padrões de financiamento distintos geram diferentes ambientes regulatórios.

Como os fundos de pensão dos países da OCDE diferem na alocação de seus recursos, qual será o impacto nas suas rentabilidades em virtude de diferentes perfis de aplicação. A rentabilidade é uma das justificativas utilizadas para uma mudança de um sistema público organizado sob regime de repartição para um sistema privado capitalizado. Advoga-se que um sistema de repartição simples é atuarialmente injusto, pois a rentabilidade deste é vinculada à taxa de expansão demográfica e à do crescimento dos salários que, geralmente, são menores que a taxa de juros reais. Assim, o indivíduo poderia obter retornos maiores aplicando suas contribuições diretamente no mercado de ativos. A migração para um sistema de capitalização seria vantajosa para o trabalhador, na medida que o retorno de seus ativos está ligada ao das atividades econômicas. O problema deste tipo de abordagem é que não podemos simplesmente comparar as rentabilidades, pois não estaríamos

comparando coisas similares. Para uma análise geral de diferenças<sup>47</sup> de retornos entre os sistemas precisaríamos incluir (1) os custos de transição do sistema de repartição para o de capitalização, (2) os riscos comparativos dos dois sistemas, e (3) seus custos administrativos comparativos. Precisamos avaliar os efeitos sobre a economia como um todo e não sobre um indivíduo com o estoque completo de contribuição em particular. Do outro lado, o retorno das aplicações é um dos fatores que influenciam o crescimento dos ativos dos fundos de pensão. Isso explica boa parte do aumento dos ativos dessas instituições nos últimos anos. A tabela 10 apresenta a rentabilidade média dos fundos de pensão de alguns países selecionados de 1980 a 1995. Para fins de comparação, colocamos uma carteira com as 50 maiores ações e 50 maiores títulos domésticos e um *portfólio* global com a mesma composição.

<b>Tabela 10 - Estimativa de Retornos dos Portfólios dos Fundos de Pensão (1980-95)</b>								
<b>Países</b>	<b>Retorno Real (A)</b>	<b>Desvio<sup>1</sup> Padrão</b>	<b>Ações e Títulos 50-50<sup>2</sup> (B)</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Portfólio Global 50-50<sup>3</sup> (C)</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>A – B %</b>	<b>A – C %</b>
	%	%	%	%	%	%		
Alemanha	6,70	6,90	10,4	18,4	9,3	18,4	-3,70	-2,60
Canadá	7,50	10,60	6,6	13,1	10,6	14,1	0,90	-3,10
Estados Unidos	8,40	10,90	8,7	12,6	10	15,5	-0,30	-1,60
Holanda	6,30	6,70	11,4	19,5	9,9	13,7	-5,10	-3,60
Japão	6,90	9,40	9,6	14,5	8,9	9,8	-2,70	-2,00
Reino Unido	9,80	9,70	9,2	11,9	10,2	15,2	0,60	-0,40
Suécia	4,90	15,90	10,3	21,7	10,4	15,3	-5,40	-5,50
<b>Média</b>	<b>7,21</b>	<b>10,01</b>	<b>9,46</b>	<b>15,96</b>	<b>9,90</b>	<b>14,57</b>	<b>-2,24</b>	<b>-2,69</b>

Fonte: DAVIS (2002)

#### Notas:

<sup>1</sup> O desvio-padrão também é uma medida de risco, pois representa a volatilidade da carteira e aplicações

<sup>2</sup> 50 Maiores Companhias mais negociadas na Bolsa doméstica e 50 maiores títulos privados mais negociados

<sup>3</sup> 50 Maiores Companhias mais negociadas e 50 maiores títulos privados mais negociados no mercado Global

A – B Compara a rentabilidade média dos fundos de pensão do país com a da carteira composta pelas ações e títulos mais negociados no mercado doméstico.

A – C Compara a rentabilidade média dos fundos de pensão com a da carteira composta pelas ações e títulos mais negociados no mercado global.

Ao analisarmos a tabela 10 vemos que os Estados Unidos e Inglaterra apresentam as maiores rentabilidades. De fato, estes dois possuem os fundos de pensão mais poderosos e mais rentáveis. Por serem países com sistemas de governança corporativa classificadas como de controle de mercado via *equity*/sistema de controle externo, o mercado de capitais é extremamente líquido e o espaço de atuação dos fundos de pensão não é obstruído. Assim, as oportunidades de valorização de capital para os grandes capitais são facilitadas pela ampla possibilidade de reestruturação permanente dos portfólios. No Reino Unido e

<sup>47</sup> Para uma análise mais detalhada do assunto sugiro a leitura de BARR (2000, p. 123-129)

no Canadá as rentabilidades dos fundos de pensão superam a de uma carteira com os 50 maiores ações e 50 maiores títulos negociados no mercado doméstico. Nos Estados Unidos, essa rentabilidade é bem próxima de uma carteira com a mesma composição. Em contraste, Alemanha, Japão e Suécia, as rentabilidades estão bem abaixo de uma carteira doméstica com a característica acima, e também de uma carteira global de títulos e ações.

A diversificação das aplicações em direção a ativos estrangeiros pode melhorar a rentabilidade, e numa simples comparação, a tabela 9 mostra possibilidades de aumento de retornos em todos os países, principalmente, Suécia, Holanda, Canadá e Alemanha. Evidentemente, a análise da rentabilidade não pode estar dissociada de uma avaliação de risco/retorno, como proposto pelo modelo de precificação de ativos CAPM – *Capital Asset Pricing Model*. No entanto, a tabela não permite essa avaliação, pois não podemos considerar o risco da carteira global (desvio-padrão) em separado, pois numa carteira real haveria uma combinação de ativos domésticos e ativos globais, e a tendência de uma carteira ótima é que o acréscimo da rentabilidade seja maior que o acréscimo do risco.

Os fundos de pensão suecos mostram uma situação peculiar, uma combinação de baixa rentabilidade e alta volatilidade<sup>48</sup> (risco). A carteira dos fundos suecos apresenta uma baixa rentabilidade quando comparado a uma carteira com os principais títulos e ações domésticas, e também em relação a uma carteira de *portfólio* global. Além disso, a carteira dos fundos suecos tem alto risco se comparado à rentabilidade. Cabe destacar, que o *portfólio* global apresenta maior rentabilidade e um menor risco em comparação à carteira dos fundos suecos. Nesse caso, a diversificação internacional poderá não só aumentar significativamente o retorno dos fundos de pensão, além de proporcionar uma melhora significativa no risco do investimento. A possibilidade de aumentar o retorno sem incorrer em maiores riscos só pode ocorrer quando a administração dos recursos não está sendo feita de forma eficiente. A administração eficiente implica que não há possibilidade de ganhos maiores que não esteja associado a assunção de maiores riscos. No caso sueco essa

---

<sup>48</sup> A volatilidade em si não é um problema para os fundos de pensão de benefício definido, pois o que importa é a rentabilidade de um período considerável, sendo os desvios temporários facilmente absorvidos quando analisados num prazo mais largo, como é o caso dos passivos dos fundos de pensão. No entanto, para os fundos de contribuição definida o valor das pensões é crítico em relação ao ano da data de aposentadoria. Caso o pensionista se aposente num ano de queda significativa no índice acionário e de outros ativos da carteira dos fundos de pensão, o valor de sua aposentadoria será afetado criticamente em virtude do baixo valor dos ativos naquele ano. Nesse sentido, duas pessoas com histórico de contribuições bastante similares,



possibilidade existe através de maior aplicação em ativos estrangeiros. No entanto, conforme Anexo III, os investimentos estrangeiros estão limitados entre 5% e 10% dos ativos, percentual que o país já atingiu (8% pela tabela 8). Destacamos também que o diferencial de risco (5,8%) entre a carteira de ações e títulos domésticos e a dos fundos de pensão não é capaz de justificar o diferencial de rentabilidade entre elas (5,5%), o que indica que as aplicações domésticas dos fundos suecos também apresentam baixa rentabilidade relativa. A Holanda apresentou no período uma taxa de retorno dos fundos de pensão bem abaixo da carteira de ações e títulos domésticos (50-50) e da carteira global com títulos e ações (50-50), embora o risco também tenha sido bem abaixo. Esse seria o caso de uma maior diversificação em busca de maior rentabilidade.

A defesa da diversificação internacional da carteira de aplicações como estratégia para o aumento da rentabilidade encontra alguns inconvenientes. Como discutido no capítulo 2, um dos mais fortes argumentos para uma transição para um sistema capitalizado está no argumento da poupança interna. Embora já tenhamos mostrado a irrelevância deste argumento, vamos supor que ele seja válido. Qual será a garantia de maior poupança levará a maior crescimento? A capitalização só contribuirá para o crescimento se aumentar o investimento doméstico. No entanto, quando permitimos a diversificação internacional estamos privando o crescimento do investimento e do emprego doméstico, que são parte do argumento em favor das previdências capitalizadas. Nesse sentido, mesmo se aceitarmos a abordagem ortodoxa convencional, a diversificação internacional contribui para um menor investimento doméstico. Dentro do enfoque pós-keynesiano, mesmo aceitando que a capitalização não trará efeitos sobre a poupança, os fundos de pensão poderão contribuir com a consolidação financeira dos investimentos domésticos. Porém, a exportação de capital diminuirá os recursos disponíveis para tal fim, em prejuízo de uma estratégia de desenvolvimento nacional. Não podemos confundir a exportação de capitais via investimentos de empresas nacionais no exterior com investimentos de *portfólio* dos fundos de pensão no exterior. Pois, enquanto o primeiro caso pode estar associado a uma estratégia de desenvolvimento com maior inserção de empresas nacionais no exterior, a segunda não melhora a atuação dos capitais nacionais no mercado internacional, exercendo apenas o efeito de deprimir o investimento doméstico.

---

desconsiderando os diferenciais de rentabilidade das administradoras, podem receber aposentadorias bem diferentes pela simples escolha de uma data de aposentadoria desfavorável.

A análise das experiências da OCDE revelou um enorme grau de diferenciação. Os fundos de pensão diferem no tamanho e importância na provisão de previdência, na lógica de aplicação de seus recursos, nos ambientes regulatórios e institucionais em que estão inseridos, nas rentabilidades, etc.. Além disso, os fundos de pensão da OCDE são ocupacionais, na maioria, em que o empregado/participante do fundo está associado a uma empresa patrocinadora. No tocante a contribuição destes para o financiamento do investimento observa-se que nos países em que eles têm mais liberdade de atuação e, por consequência, são mais volumosos e poderosos contrasta com uma menor participação destes na alocação em instrumentos financeiros de longo prazo, tais como títulos de empresas. Como exemplo, na Alemanha os fundos de pensão têm aplicados em títulos de empresas uma proporção de ativos maior que dos fundos americanos e ingleses, onde a legislação garante maior liberdade de atuação dessas instituições. O fato dos fundos de pensão serem potenciais ofertadores de recursos de longo prazo não significa que esta seja da natureza deles. A experiência da OCDE retrata essa questão, pois a contribuição deles para a consolidação financeira do investimento é maior em países com políticas regulatórias menos flexíveis, limitando ou incentivando a aplicação em determinados ativos. Na prática, a legislação pode acabar orientando os investimentos dos fundos de pensão, como acontece com a legislação tributária alemã que os incentiva a deixarem parte significativa de seus recursos para o financiamento dos investimentos das empresas patrocinadoras. A experiência japonesa também apresenta essas características. Reforçamos que a contribuição dessas instituições para o financiamento do desenvolvimento não depende apenas do volume de recursos, mas também de outros aspectos institucionais e regulatórios como o desenvolvimento do mercado de capitais.

### **3.3 – PAÍSES DA AMÉRICA LATINA**

Os países da América Latina, ao contrário da OCDE, não promoveram um Estado de Bem-Estar Social, embora as experiências mostrem a influência deste modelo de Estado na região. Nesse sentido, os sistemas de previdência públicos aqui desenvolvidos, via de regra, não conseguiram alcançar os objetivos propostos, ou seja, a proteção dos trabalhadores de forma generalizada na velhice ou inatividade. Aqueles que organizaram um sistema público de previdência o fizeram inicialmente nos moldes dos países da OCDE, de repartição simples e universal. No entanto, a universalidade proposta nestes

sistemas não foi alcançada<sup>49</sup>, e apresentavam problemas relacionados à cobertura mesmo quando eram superavitários. Ademais, os sistemas deveriam ser distributivos, mas a experiência histórica revela que, na maioria dos casos, tiveram uma função extremamente concentradora, na medida que grupos organizados conseguiam obter vantagens nas aposentadorias em prejuízo dos grupos não organizados da sociedade. O elevado grau de informalidade da economia dos países da América Latina contribuiu para tal fato, mas mesmo entre grupos de trabalhadores formais notamos a diferenciação de tratamento do sistema de previdência. Os sistemas previdenciários traziam diferenciações nos benefícios entre os trabalhadores públicos e privados, e mesmo entre trabalhadores públicos de categorias diferentes. Nesse sentido, a experiência latino-americana é um contraste com a dos países do OCDE, onde os sistemas de previdência lograram o êxito de uma função claramente distribuidora. Por fim, os sistemas mais recentemente passaram a enfrentar problemas de financiamento.

Os sistemas privados de previdência são apontados como uma solução<sup>50</sup> viável para os problemas dos sistemas públicos de previdência da região. No entanto, os sistemas públicos latino-americanos, organizados sob a forma de repartição enfrentam todos os problemas presentes nos países da OCDE, mas alguns próprios da região como baixa cobertura e regressividade. O Chile, em 1981, realizou uma reforma no seu sistema de previdência e implantou um sistema de administração privada, capitalizada e de contribuição definida. Desde então, diversos países realizaram reformas sob a influência do sistema chileno, o que contribuiu para o crescimento dos ativos dos fundos de pensão na América Latina. Nesse sentido, a tendência recente revela um considerável crescimento dos fundos de pensão na provisão de poupança previdenciária, mesmo em lugares ainda não reformados, como é o caso brasileiro que só agora passa por uma reforma do seu sistema previdenciário. A tabela 11 mostra o crescimento dos ativos em países da região selecionados.

---

<sup>49</sup> O Uruguai e a Argentina foram os países que conseguiram uma maior cobertura de seus sistemas públicos, embora entraram em colapso com a crise econômica e passaram por reformas a partir da segunda metade da década de 90.

<sup>50</sup> A privatização do sistema de previdência não é a única forma de resolver os problemas enfrentados pelos sistemas de repartição. Na verdade, ela sempre vem precedida de reformas no sistema antigo. Segundo BARR (2000), “a privatização não pode ser encarada como solução para resolver problemas fiscais decorrentes do financiamento da previdência. Caso o problema seja um fundo público de repartição simples não sustentável, a única solução é torná-lo sustentável, seja aumentando as contribuições ou cortando os benefícios, ou ainda, uma combinação de ambos. Não há solução de curto-prazo.”

Tabela 11 - Ativos dos Fundos de Pensão da América Latina (1996-2002)

Em milhões de US\$

Países	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Cresc. Período
Argentina	5.326	8.827	11.526	16.787	20.381	20.786	290%
Bolívia		98	333	535	842	936	855%
Brasil <sup>1</sup>	63.372	74.699	82.544	69.622	74.836	77.945	23%
Colômbia	802	1.367	2.110	2.887	3.584	4.955	518%
Costa Rica						20	n.d.
Chile	27.198	30.525	30.805	34.501	35.886	35.461	30%
Equador	14	29	30	17	12	13	-7%
El Salvador			47	213	482	780	1560%
México		615	5.801	11.412	17.012	27.146	4314%
Panamá				46	527	599	1202%
Peru	949	1.510	1.734	2.406	2.752	3.622	282%
Rep Dominicana						167	n.d.
Uruguai	50	191	374	591	811	1.045	1990%
<b>Total</b>	<b>97.711</b>	<b>117.861</b>	<b>135.304</b>	<b>139.017</b>	<b>157.125</b>	<b>173.475</b>	<b>78%</b>

Fonte: FIAP

**Nota:**<sup>1</sup> Dados do Brasil incluem-se os fundos de pensão fechados e os fundos abertos

A análise dos dados confirma o crescimento dos ativos dos fundos de pensão na América Latina. Contudo, a relação de ativos / PIB, salvo o Chile, é relativamente baixa, quando comparado à maioria dos países da OCDE. Além disso, apenas três são responsáveis por aproximadamente 81% dos ativos da região: Brasil, Chile e México. A tabela 12 mostra os ativos dos fundos de pensão em comparação com o PIB.

Tabela 12 - Ativos dos Fundos de Pensão Latino-Americanos (em milhões US\$)

Em 31.12.2001

Países	PIB	Ativos	% Ativos	Ativos / PIB
Argentina	271.428,00	20.786,00	11,98%	7,66%
Bolívia	7.954,00	935,00	0,54%	11,76%
Brasil	555.114,00	77.945,00	44,93%	14,04%
Colômbia	82.720,00	4.955,00	2,86%	5,99%
Costa Rica	15.781,00	20,00	0,01%	0,13%
Chile	67.236,00	35.460,00	20,44%	52,74%
Ecuador	20.505,00	13,00	0,01%	0,06%
El Salvador	14.000,00	779,00	0,45%	5,56%
México	648.182,00	27.146,00	15,65%	4,19%
Panamá	n.d.	599,00	0,35%	n.d.
Peru	54.024,00	3.622,00	2,09%	6,70%
República Dominicana	21.288,00	167,00	0,10%	0,78%
Uruguai	18.566,00	1.045,00	0,60%	5,63%
Venezuela	115.900,00	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Total</b>	<b>1.893.297,00</b>	<b>173.472,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>9,16%</b>

Fonte: FIAP

Na tabela 12, observamos que, exceto o Brasil, os países com maior relação ativos / PIB fizeram reformas no sistema previdenciário. O fato do Chile ter realizado uma reforma pioneira e mais profunda ao estabelecer um sistema único<sup>51</sup> e privado de previdência é a principal explicação pelo volume dos ativos dos fundos de pensão em comparação com os demais países da região. No entanto, na Argentina, México, Uruguai e Bolívia, os ativos dos fundos de pensão são relativamente baixos, tendo em vista que realizaram reformas no sistema de previdência na década passada. O Brasil, que só agora está fazendo reforma na previdência, tem um volume de ativos sobre o PIB relativamente acima da maioria dos países da região, o que é explicado pelo sucesso de fundos públicos ligados às empresas estatais, algumas já privatizadas. A análise do caso brasileiro será feita mais detalhada em momento posterior. As reformas no sistema público na América Latina, ao lado dos incentivos fiscais, são fatores que estimularam os fundos de pensão, o que ajuda a explicar o crescimento de seus ativos.

A tabela 13 apresenta a carteira de aplicações dos fundos de pensão de alguns países latino-americanos selecionados. O grau de diferenciação de aplicações é menos variado em comparação aos países da OCDE, pois salvo algumas exceções, os títulos do governo são as aplicações preferidas dos fundos de pensão latino-americanos.

Tabela 13 - Carteira de Aplicações dos Fundos de Pensão Latino-Americanos (%) Dezembro 1998								
Países	Títulos do Governo	Títulos de Empresas	Aplic <sup>2</sup> . Financ.	Ações	Fundos de Invest.	Títulos Estrang.	Outros	Total
Argentina <sup>1</sup>	75	1	2	7	4	9	2	100
Bolívia	68	0	32	0	0	0	0	100
Brasil	7	4	10	19	33	0	27	100
Chile	40	4	32	15	3	6	0	100
colombia	28	18	50	3	0	0	1	100
El Salvador	74	1	25	0	0	0	0	100
México	95	3	2	0	0	0	0	100
Peru	5	38	23	33	1	0	0	100
Uruguai	75	0	22	0	0	0	3	100

**Fonte:** YERMO (2000), FIAP

**Notas:**

<sup>1</sup> Os dados da Argentina correspondem a dezembro de 2002.

1 Em Aplicações Financeiras incluem títulos de instituições financeiras (lastreados em títulos públicos e privados), depósitos correntes e títulos hipotecários, este último é insignificante para a maioria dos países, exceto para o Chile onde representa aproximadamente 17% dos ativos em 1998.

<sup>51</sup> Algumas categorias como os militares conseguiram assegurar um regime especial de previdência, de forma a conservar seus benefícios (BARR, 2000; ESTELLE, 1998).

A rubrica da tabela 13 “Títulos do Governo” não reflete toda a participação em títulos públicos, pois as “Aplicações Financeiras” são, geralmente, modalidades de aplicações bancárias que têm em carteira títulos do governo de prazo bem curto e outros papéis de curta maturação. Com exceção do México e do Brasil, os demais possuem percentuais significativos nesta rubrica. A característica principal deste tipo de aplicação é a alta liquidez. Nesse caso, é um contraste com os países da OCDE que, geralmente, detêm no máximo 10% de seus ativos em ativos líquidos, enquanto na América Latina atinge mais que 20% na maioria dos casos. No México, os fundos de pensão investem quase que exclusivamente em títulos públicos. Além disso, no Brasil, os Fundos de Investimentos<sup>52</sup> são aplicações que detêm na sua composição majoritariamente títulos do governo.

O investimento em títulos públicos pelos fundos de pensão pode representar uma oportunidade para os governos melhorarem o perfil da dívida pública, de forma a alongar os prazos médios e reduzir o custo de refinanciamento, além de estarem mais protegidos contra choques macroeconômicos adversos. No entanto, não podemos cair na armadilha de considerar uma reforma do sistema de previdenciário que caminhe em direção a maior participação dos fundos de pensão com uma estratégia de financiamento da transição baseada em emissão de títulos públicos. Essa solução resolveria o problema de ausência de bens financeiros para os fundos de pensão presente em diversas economias em fase de transição. No entanto, se eles possuem em carteira apenas títulos do governo, o sistema, na prática, está funcionando como se fosse de repartição, só que a um custo bem mais elevado. Não teria havido mudança na natureza do sistema previdenciário, pois o financiamento do sistema com pagamentos de juros e do valor subsequente dos títulos dependem de futuros contribuintes. Nesse caso, não há ganho orçamentário, nem canalização de recursos em investimento produtivo, e há um considerável custo administrativo extra.

O investimento em títulos de empresas dá um indicativo da contribuição dos fundos de pensão para o financiamento do investimento. Geralmente, as empresas lançam títulos no mercado para alongarem os prazos dos investimentos realizados e/ou em fase de

---

<sup>52</sup> Os fundos de investimentos brasileiros dividem-se em fundos de renda fixa e de renda variável. O primeiro é quase que exclusivamente de títulos do governo, embora possa ter títulos privados em sua

implementação. Nesse sentido, esses títulos representam um alongamento de prazo dos passivos das empresas, ou ainda, a consolidação financeira de seus investimentos. Os dados da tabela mostram que apenas no Peru e na Colômbia os fundos de pensão têm aplicações significativas em títulos de empresas, sendo bastante baixo ou inexistente nos demais. Esse é um indício de que os fundos latino-americanos têm dado pouca contribuição para o financiamento do investimento. A fonte de recursos dos fundos de pensão ainda está concentrada no financiamento dos governos, em detrimento a uma estratégia alternativa de desenvolvimento que os incluiria no papel de fornecer recursos para a consolidação financeira de investimentos privados. As privatizações de empresas estatais no Brasil, Chile e Peru tiveram ampla participação dos fundos de pensão, sendo responsáveis por boa parte das aplicações destes em ações.

Cabe destacar na América Latina a experiência peruana, onde os fundos de pensão alocam seus recursos, principalmente, em títulos emitidos por empresas e ações. Essas duas rubricas correspondem a mais de 70% dos recursos aplicados pelos fundos, o que evidencia a contribuição deles para o financiamento do investimento. Embora o volume de ativos no Peru ser relativamente baixo (cerca de 6,70% do PIB ou 3,6 bilhões de dólares no final de 2001, conforme tabela 12), a taxa de crescimento dos fundos peruanos é elevada. Para se ter uma idéia, conforme dados da FIAP (2003), no final de 2002, os fundos de pensão peruanos detinham 4,5 bilhões de dólares (24,97% acima do final de 2001) ou 7,98% do PIB, enquanto o número de filiados ao sistema cresceu 9,58%. Os fundos peruanos têm uma carteira de aplicações mais parecida com países da OCDE com sistema financeiro crédito privado (SCP) e sistema de crédito governamental (SCG), como as experiências alemã e japonesa, embora não tenham um sistema bancário desenvolvido nos moldes daqueles países. Este perfil de aplicação difere muito dos demais países da região, pois não possui uma carteira diversificada como a brasileira e a chilena, mas é concentrada não em títulos públicos, mas em títulos de empresas (seja de dívidas ou de propriedade). Como são aplicadores com passivos de longo prazo, seus recursos podem constituir numa das principais fontes para a consolidação financeira dos investimentos peruanos, contribuindo para o crescimento e desenvolvimento do país.

---

composição. No segundo, embora os fundos sejam de renda variável, geralmente a maior parte do patrimônio é de títulos do governo. Estudaremos mais adiante o caso brasileiro mais detalhadamente.

A diversificação internacional das aplicações dos fundos de pensão foi adotado em alguns países da América Latina, mais recentemente, em sintonia com os da OCDE que tem adotado esta estratégia como forma de melhorar a rentabilidade de seus fundos.

<b>Tabela 14 - Investimentos em Ativos Estrangeiros (em %)</b>			
<b>País</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Argentina	0	1,84	8,92
Bolivia	0	0	1,32
Colombia	0	4,11	4,54
Chile	6	13,35	16,41
El Salvador	0	0	0
México	0	0	0
Peru	0	4,78	7,2

**Fonte:** FIAP

Dos países analisados, em 1998, o Chile era o único país com aplicações em ativos estrangeiros. Este por ser pioneiro em reformas na região tem os fundos de pensão relativamente mais volumosos e consolidados. Não é surpresa que seja o primeiro a adotar a aplicação em ativos estrangeiros na América Latina, pois os fundos de pensão direcionam as aplicações, inicialmente, para títulos públicos e outros ativos mais seguros, e apenas quando estão mais consolidados partem para aplicações mais arriscadas como os ativos estrangeiros. No entanto, os dados de 2001 e 2002 mostram outros países com este tipo de aplicação. Na Argentina, Chile e Peru os ativos estrangeiros já representam uma importante fonte de aplicação dos fundos de pensão. Os efeitos desta diversificação discutidos na análise dos países do OCDE sobre os investimentos domésticos, que tendem a ser deprimidos, continuam válidos, principalmente, para os latino-americanos. Na América Latina, a carência de recursos domésticos para o financiamento dos investimentos nos obriga a recorrer à poupança externa com todos os seus inconvenientes. A adoção da estratégia de elevar substancialmente os recursos aplicados no exterior seria um mal começo, pois a busca de melhor rentabilidade no exterior seria feita em detrimento do investimento e crescimento<sup>53</sup> doméstico, com todos os efeitos maléficos sobre os sistemas previdenciários, inclusive sistemas privados de capitalização. A maior rentabilidade das

<sup>53</sup> Todos os sistemas de previdência sofrem os efeitos de um menor crescimento doméstico. Os regimes de repartição simples e de capitalização são apenas formas diferentes de acumulação de direitos sobre a produção futura. O primeiro baseado em uma promessa que depende dos futuros contribuintes, que é afetado pela menor crescimento econômico, e o segundo, depende do valor dos ativos acumulados no futuro, que também são afetados pelo menor crescimento.



aplicações no exterior geraria, em contrapartida, uma menor rentabilidade dos recursos aplicados no mercado doméstico.

A rentabilidade recente dos fundos de pensão latino-americanos, a exceção do Peru, é em média mais elevada que a dos países da OCDE. Nesse sentido, a procura por maior rentabilidade não é ainda motivo forte para a diversificação internacional das aplicações. Porém, o fato do Peru ter uma rentabilidade média abaixo dos demais países latino-americanos pode ser uma explicação para o aumento recente nas suas aplicações em ativos estrangeiros. A tabela 15 apresenta as taxas de rentabilidades acumuladas em termos reais (descontado da inflação).

<b>Tabela 15 - Taxas Rentabilidades Acumuladas (Média Anual)</b>								
<b>Em termos reais</b>								
<b>País</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Argentina	13,26%	15,98%	15,43%	11,21%	12,46%	11,11%	7,95%	10,45%
Bolívia	n.d.	n.d.	4,36%	6,52%	7,64%	7,85%	8,35%	8,62%
Colômbia	14,41%	15,76%	11,66%	9,49%	11,72%	7,84%	10,52%	9,66%
Chile	12,80%	12,20%	11,80%	11,00%	11,20%	10,90%	10,70%	10,30%
México	n.d.	n.d.	n.d.	6,54%	9,65%	9,47%	9,34%	8,50%
Peru	7,66%	7,14%	8,02%	5,14%	7,28%	5,30%	6,00%	6,57%
Uruguai	n.d.	n.d.	5,99%	6,74%	7,94%	8,88%	10,82%	15,01%
<b>Média</b>	<b>12,77%</b>	<b>12,77%</b>	<b>9,54%</b>	<b>8,09%</b>	<b>9,70%</b>	<b>8,76%</b>	<b>9,10%</b>	<b>9,87%</b>

**Fonte:** FIAP

#### **Notas:**

**Rentabilidades Acumuladas (Média Anual)** – rentabilidades obtidas desde o início de operação do sistema, expressadas na forma anual.

A rentabilidade dos fundos de pensão na região está em nível histórico elevada. Não se pode esperar que este comportamento se repita no futuro. Uma rentabilidade real acima de 5% pode não ser obtida no futuro próximo. Os níveis de rentabilidade presentes refletem, às vezes, o nível elevado das taxas de juros reais pagos pelos títulos públicos, além da valorização ocorrida nas bolsas após a privatização das empresas públicas. No entanto, é de se esperar que os juros reais pagos pelos títulos do governo declinem, e que a valorização das ações e títulos de empresas guardem relação com o crescimento real de seus ativos, e não com a valorização ocorrida por uma maior negociação de seus papéis. Assim, os fatores que influenciaram as rentabilidades passadas podem não se repetir, e vão exigir dos administradores dos fundos de pensão, maior dinamismo na administração da

carteira e uma assunção maior de riscos em busca de maior rentabilidade. Porém, por serem recursos de poupança previdenciária, isso não pode comprometer a saúde financeira dos fundos de pensão. Uma oportunidade que aparece, em muitos países, está ligada ao financiamento de infra-estrutura, que embora tenham retornos de prazo mais longo, é possível obter rentabilidades ainda elevadas. A região é carente em infra-estrutura, que é um dos requisitos para o crescimento econômico. Porém, os Estados da América Latina enfrentam dificuldades financeiras para o aumento desse tipo de investimento. A solução que se apresenta é a parceria entre o setor público e privado no financiamento da infra-estrutura. No México e no Chile as parcerias público-privada (PPP) foram regulamentadas e alguns projetos estão em curso. Neste último, os fundos de pensão são chamados a participarem como financiadores dos projetos. As PPP desenvolveram-se principalmente na Inglaterra e vem sendo adotada mundo afora. No Brasil, as PPP estão sendo regulamentadas e os fundos de pensão são uma fonte importante de seu financiamento. Esse arranjo pode significar uma contribuição significativa dos fundos de pensão para o desenvolvimento, além de proporcioná-los alternativas de investimentos rentáveis e compatíveis com a estrutura de seus passivos.

A experiência latino-americana dos fundos de pensão é rica em arranjos locais que estejam mais próximos às realidades e condições políticas dos países. O modelo chileno foi importado por diversos países com adaptações que levaram em conta as dificuldades e condições internas das reformas. Diante disso, o México, por exemplo, para permitir a garantia dos benefícios adquiridos, o indivíduo tem a possibilidade de escolher<sup>54</sup> no momento de sua aposentadoria permanecer no novo sistema ou retornar ao antigo sistema. Na Argentina o pilar básico foi maior, o que limita o crescimento dos fundos de pensão. Na Bolívia, que pretendia investir parte dos fundos em ativos estrangeiros, por pressão dos sindicatos acabou por investir exclusivamente em títulos internos no início da reforma. O fato é que houve diferentes combinações para garantir os benefícios adquiridos, garantia de aposentadoria mínima, driblar as dificuldades financeiras da transição, e diminuir a oposição política às reformas. Em contraste com os países da OCDE, onde a aplicação dos

---

<sup>54</sup> O resultado disso foi uma legislação inicial extremamente conservadora, pois como os indivíduos podem retornar no futuro ao antigo sistema haverá sempre o risco destes aceitarem práticas mais agressivas e arriscadas de administração da carteira de seus ativos. Ao possuírem um seguro natural, que o direito de retorno ao antigo regime, é esperado que aceitem maiores riscos em busca de maior rentabilidade. Nesse caso, pode ocorrer aquilo que se chama na literatura de “risco moral”. A solução para driblar as dificuldades da reforma e garantir os direitos adquiridos cria incentivos que podem comprometer o futuro do novo modelo. (ESTELLE, 1998)

recursos dos fundos de pensão guarda uma relação mais estreita com os diferentes sistemas de financiamento da economia vigente, nos países latino-americanos a forma de aplicação, na maioria das vezes, esta relacionada com as necessidades financeiras dos Estados e com as reduzidas opções de bens financeiros dessas economias. O resultado disso é a participação, às vezes excessiva, de títulos do governo na carteira dos fundos de pensão analisados. Para completar a análise dos países latino-americanos, estudaremos a seguir a experiência chilena, antes de iniciarmos o estudo do caso brasileiro.

### **3.3.1 – A Experiência Chilena**

A experiência chilena será estudada à parte em virtude de sua influência nas reformas da previdência em muitos países da América Latina, como também de outras regiões. Além disso, o modelo chileno de contribuição definida é o preferido de agências multilaterais de crédito como Banco Mundial e FMI, e influência estudos de reformas nos países tanto desenvolvidos como em desenvolvimento. O país transformou um sistema de previdência de repartição simples, gerido pelo Estado, em um sistema de contribuição definida de contas individuais de gestão privada<sup>55</sup>. O sistema chileno estabeleceu filiação obrigatória para todos os trabalhadores assalariados, e opcional para os trabalhadores autônomos. A contribuição é feita unicamente pelo empregado e o empregador é obrigado a reter 10% do salário do empregado. O valor é depositado numa conta individual numa instituição administradora de livre escolha do beneficiário. As contas individuais são transferíveis entre as instituições financeiras. O aspecto radical da reforma e o tempo de vigência do novo modelo transformam esta experiência numa das poucas em que é possível fazer estudos sobre os mais diversos impactos de uma reforma dessa natureza.

Desde a implantação da reforma, os ativos dos fundos de pensão passaram de 0,9% do PIB em 1981 para 51,25% em 2001. De forma similar, houve crescimento vertiginoso no número de participantes e cotistas dos fundos de pensão. A tabela 16 abaixo retrata esses dados.

---

<sup>55</sup> O curioso da experiência chilena é que o governo regulamenta o setor em todos os níveis (principalmente na aplicação dos recursos), torna compulsória a participação de trabalhadores assalariados, e voluntária para independentes, garante um rendimento mínimo para as contas individuais, e ainda subsidia os mais pobres. Ou seja, o sistema é privado, mas quem garante é o Estado por meio de impostos fiscais.

**Tabela 16 - Ativos dos Fundos de Pensão Chilenos**

<b>Ano</b>	<b>Participantes</b>	<b>Cotistas</b>	<b>Ativos Fundos de Pensão (em bilhões U\$)</b>	<b>% do PIB</b>
1981	1.400.000	1.060.000	219	0,90%
1983	1.620.000	1.360.000	1.136	6,40%
1985	2.283.830	1.774.057	1.533	10,90%
1986	2.591.484	2.023.739	2.117	11,95%
1987	2.890.680	2.167.568	2.708	15,50%
1988	3.183.002	2.267.622	3.584	16,50%
1989	3.470.845	2.289.254	4.470	19,70%
1990	3.739.542	2.486.813	6.658	26,50%
1991	4.109.184	2.695.580	10.064	34,40%
1992	4.434.795	2.792.118	12.395	31,70%
1993	4.708.840	2.879.637	15.942	34,50%
1994	5.014.444	2.879.637	22.296	41,00%
1995	5.320.913	2.961.928	25.143	40,80%
1996	5.571.482	3.121.139	27.198	40,30%
1997	5.780.400	3.296.361	30.525	40,20%
1998	5.966.143	3.149.755	30.805	42,70%
1999	6.105.731	3.262.269	34.501	42,70%
2000	6.280.191	3.196.991	35.886	49,97%
2001	6.427.656	3.450.080	35.461	51,25%
2002	6.708.491	3.424.224	35.515	52,82%

**Fonte:** UTHOFF (1998), FIAP.

**Notas:**

- Dados ativos e % do PIB de 1981/1997 foram retirados de UTHOFF (1998), e de 1998/2001 são das Séries Históricas da FIAP.
- Dados de Participantes e de Cotistas também são da FIAP.

O modelo chileno alcançou a maior participação do PIB entre os países latino-americanos. Na medida que o governo assume o passivo deixado pelo antigo regime, as novas contribuições representam entradas de recursos novos na íntegra. Ao desconsiderarmos o passivo do antigo regime, este seria o caso de um país novo que começasse um sistema previdenciário sem nenhum reconhecimento de direitos<sup>56</sup> de aposentadorias para não contribuintes. Assim, todas as entradas de recursos seriam acréscimos de recursos ao novo sistema. Os ativos cresceriam não só pelas contribuições dos contribuintes atuais, como

<sup>56</sup> Mas esse é apenas um caso hipotético, pois os países que organizaram sistemas previdenciários, de repartição e redistributivos, reconheceram direitos para grupos ou indivíduos que não haviam contribuído. Segundo BARR (2000), “Nos EUA e diversos países europeus o sistema foi organizado após a Segunda Guerra e ninguém questionavam os direitos dos ex-combatentes em receber uma aposentadoria”. No Brasil, também houve reconhecimento de direitos para não contribuintes. Não há, no caso real, a construção de um sistema de previdência a partir do zero, pois no caso chileno o Estado assume a responsabilidade pelo passivo do antigo sistema.

também pelos recursos de novos contribuintes e pela rentabilidade auferida pelos seus investimentos. Com o passar do tempo surgiriam as aposentadorias dos primeiros contribuintes, e o sistema passava a conter entrada e saída de recursos. No momento em que a entrada de recursos iguale à saída, o sistema capitalizado atinge a “maturidade”. Como todos os sistemas capitalizados atingirá em algum momento o estágio da “maturidade”, há um limite para o acréscimo na poupança nacional em decorrência de uma maior participação dos fundos de pensão nas aposentadorias. No entanto, caso houvesse aumento da poupança até a “maturidade”, resultante do crescimento dos fundos de pensão, o argumento da poupança interna poderia ser justificável. No entanto, a poupança é resultado das decisões de investimento, gerada a partir deste. Conforme STUART (2000, p.51), “o crescimento dos fundos de pensão não cresce por si a poupança agregada, que é primariamente determinada pelas decisões de investimento e a oferta de *finance* para as empresas”. O fato é que não podemos considerar simplesmente as contribuições como acréscimo na poupança interna. Ademais, precisamos levar em conta o passivo<sup>57</sup> deixado pelo antigo regime, que deixa para o Estado a obrigação de pagar suas contribuições sem as receitas provenientes do novo sistema. Como já discutido no capítulo 2, o aumento da poupança chilena não pode ser atribuído simplesmente à reforma previdenciária, e os resultados são controversos.

Há indícios de que o aumento dos ativos dos fundos de pensão chilenos tenha contribuído para o financiamento do desenvolvimento naquele país. A tabela 17 apresenta o perfil de aplicações dos fundos de pensões chilenos de 1981 a 2002, onde podemos obter inferências sobre a contribuição dos fundos de pensão para o desenvolvimento chileno no período.

---

<sup>57</sup> No Chile o governo utilizou um superávit pré-existente e durante todos esses anos vem obtendo superávits consideráveis para financiar o sistema antigo de previdência e a garantia mínima do sistema atual. Em alguns anos o superávit chegou a mais de 6% do PIB e não há indício do fim da pressão fiscal. BARR (2000), VITTAS (1998).

**Tabela 17 - Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação  
Chile (1981-2002)**

<b>Tipos de Ativos</b>	<b>1981</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1994</b>	<b>1998</b>	<b>2002</b>
1. Títulos Públicos	28	43	44	40	41	30
2. Aplicações Financeiras	62	21	17	5	14	23
3. Títulos Hipotecários	9	35	16	14	17	11
4. Títulos privados	1	1	11	6	5	7
6. Títulos de Propriedade (Ações, debentures, etc.)	0	0	11	32	15	12
6. Títulos Estrangeiros	0	0	1	3	6	16
7. Outros	0	0	0	0	5	1
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: VIVES (1999), FIAP

**Nota:**

- Em Aplicações Financeiras incluem títulos de instituições financeiras (lastreados em títulos públicos e privados) e depósitos correntes.
- Dados de 1981-1998: VIVES (1999); de 2002: FIAP.

Os dados da tabela 17 nos revelam que a alocação dos ativos dos fundos de pensão chilenos tem alterado substancialmente ao longo do tempo. Nos primeiros 5 anos, a carteira de aplicações foi exclusivamente de ativos com renda fixa, incluindo os títulos hipotecários. As aplicações em títulos do governo representavam a maioria destas aplicações, pois as “Aplicações Financeiras” são, geralmente, ativos líquidos lastreados em, grande medida, títulos do governo. Em 1985, os fundos chilenos detinham em carteira uma alta participação de carteiras hipotecárias (35% ou aproximadamente 530 milhões de dólares). Ao longo da década de 80, com o avanço do processo de privatização, os fundos de pensão passaram a investir em ações (e debêntures), atingindo 11% em 1990 e 32% em 1994. Desde 1995, os fundos de pensão chilenos têm reduzido a exposição em ações (de 32% em 1994 para 15% em 1998 e 12% em 2002), principalmente como consequência dos baixos retornos do mercado acionário após as crises mexicana e asiática. Na década 90 os fundos chilenos diversificaram suas aplicações, reduzindo a participação dos títulos públicos. Os títulos privados e os títulos estrangeiros (em 2002, 16% dos ativos ou aproximadamente 5,7 bilhões de dólares) passam a ter participação significativa na carteira de ativos dos fundos. Porém, os títulos públicos representavam algo em torno de 30% em 2002 (ou aproximadamente 10,6 bilhões de dólares), além dos títulos públicos presentes nas carteiras de “aplicações financeiras”.

Ao longo da década de 80, os fundos de pensão chilenos passaram a investir em ações, em conformidade com o processo de privatização no país. Na linha de diversificação de suas aplicações, COUTINHO (1996) afirma que “em 1991, os fundos detinham 55% do total de fundos hipotecários (*mortgage bonds*) e *corporate bonds* (emitidos por empresas locais) existentes no país” (p.14). Embora a participação dos títulos privados e das carteiras hipotecárias oscilam ao longo da década de 90, o volume de ativos aplicados é crescente ao longo da década. Tudo isso reforça o papel dos fundos de pensão no financiamento dos investimentos produtivos no Chile. A mudança do perfil de aplicações dos fundos de pensão, originalmente centrada em títulos públicos para uma carteira mais diversificada, favoreceu o aumento das inversões em ativos reais (p.ex., financiamento imobiliário). Porém, há indícios de que a abertura financeira que se aprofundou ao longo da década de 90 afetou as aplicações dos fundos de pensão chilenos. O rápido aumento dos ativos estrangeiros nos ativos totais dos fundos de pensão, de 6% em 1998 para 16% em 2002, reforçam esta suspeita. Um dos aspectos da abertura financeira é a busca de minimização do risco de choques internos por meio do investimento em ativos externos. No entanto, os investimentos em ativos estrangeiros reduz os recursos disponíveis para o financiamento do investimento em ativos reais internos, o que compromete o crescimento do país. Um outro motivo para o crescimento dos ativos estrangeiros pode estar associado à baixa performance dos ativos internos no Chile a partir da metade da década de 90. A rentabilidade anual dos fundos chilenos a partir de 1994, exceção 1999, foram bem abaixo da média histórica quando não ficaram negativas. Embora a rentabilidade acumulada ainda apresenta uma média anual próxima a 10% em 2002, a tendência é de queda em virtude de uma menor rentabilidade anual. A tabela 18 mostra a rentabilidade anual e rentabilidade acumulada anualizada para os fundos de pensão chilenos desde o início da reforma.

**Tabela 18 - Rentabilidades dos Fundos de Pensão Chilenos**

<b>Ano</b>	<b>Rentabilidade Anual</b>	<b>Rentabilidade Acumulada</b>
1981	12,80%	12,90%
1982	28,50%	n.d.
1983	21,30%	n.d.
1984	3,60%	n.d.
1985	13,40%	n.d.
1986	12,30%	n.d.
1987	5,40%	14,70%
1988	6,50%	13,60%
1989	6,90%	12,70%
1990	15,60%	13,00%
1991	29,70%	14,60%
1992	3,02%	13,40%
1993	16,20%	13,70%
1994	18,20%	14,00%
1995	-2,50%	12,80%
1996	3,50%	12,20%
1997	4,70%	11,80%
1998	-1,10%	11,00%
1999	16,30%	11,20%
2000	4,40%	10,90%
2001	6,70%	10,70%
2002	3,00%	10,30%

**Fonte:** FIAP

**Notas:**

**Rentabilidade Anual** – A rentabilidade se determina em função da variação apresentada no valor médio da quota durante o período. A rentabilidade real é obtida deflacionando a rentabilidade real pela Unidade de Fomento (U.F.), um índice chileno de preços de referência.

**Rentabilidades Acumuladas (Média Anual)** – rentabilidades obtidas desde o início de operação do sistema, expressadas na forma anual.

Pela tabela 18, podemos observar a queda acentuada da rentabilidade dos fundos de pensão chilenos a partir da metade da década de 90. De 1995 a 2002, a média simples da rentabilidade é 4,38% ao ano, resultado bem abaixo da sua performance histórica. Obviamente, os fundos de pensão podem, eventualmente, terem prejuízos ou obterem resultados abaixo do exigido para honrar seus compromissos futuros. O que importa na análise de rentabilidade de um fundo não é o resultado de um ou outro período em separado, mas o resultado de um longo período mais significativo. Nesse sentido, embora o período de 1995 a 2002 é bastante curto para uma análise mais fundamentada, é esperado que os fundos de pensão procurem alternativas para melhorar as rentabilidades. Eles podem estar elevando as aplicações em ativos estrangeiros com vistas à melhorar os retornos. De forma análoga, a concentração da indústria de fundos de pensão é outra



alternativa que pode estar associada à estratégia de melhoria da rentabilidade. A tabela 19 fornece o ranking dos fundos de pensão chilenos. Desta tabela, notamos a concentração do número de cotistas e dos ativos, o que nos dá uma medida desta concentração.

<b>Tabela 19 - Ranking dos Fundos de Pensão Chilenos</b>					
<b>Ano de 2002</b>					
<b>Classificação</b>	<b>Administradora</b>	<b>Cotistas</b>	<b>%</b>	<b>Ativos</b>	<b>%</b>
1º	Provida	2.700.558	40,26%	11.168.940	31,45%
2º	Habitat	1.632.516	24,34%	8.373.250	23,58%
3º	Cuprum	441.116	6,58%	5.538.050	15,59%
4º	Santa María	992.792	14,80%	4.552.000	12,82%
5º	Summa Bansander	511.829	7,63%	3.949.440	11,12%
6º	Planvital	315.863	4,71%	973.810	2,74%
7º	Magister	113.817	1,70%	959.780	2,70%
<b>Total do Setor</b>		<b>6.708.491</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.515.270</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maiores</b>		<b>5.766.982</b>	<b>85,97%</b>	<b>29.632.240</b>	<b>83,44%</b>

**Fonte:** FIAP

A diversificação ocorrida na carteira dos fundos de pensão chilenos pode ter elevado os custos de administração dos recursos aplicados. Quando os fundos de pensão possuem em carteira basicamente títulos públicos, a administração é menos onerosa, pois são aplicações de menor risco. No entanto, a diversificação da carteira de aplicações é feita em direção a ativos mais arriscados como títulos e ações de empresas. O resultado disso é que a administração deles torna-se mais onerosa, pois exige mais *expertise* profissional dos próprios fundos ou o uso desta comprada no mercado. Para STUART (2000), a diversificação das aplicações tem um custo elevado e somente compensa na presença de economias de escala. Então, o tamanho do investidor importa, quanto maior o investidor maior a possibilidade de diversificação. Nesse sentido, a constante busca por diversificação para incrementar a rentabilidade e reduzir riscos dos investimentos pode contribuir para o aumento do grau de concentração da indústria de fundos de pensão.

A concentração da indústria de fundos de pensão chilena é bastante elevada. Pela tabela 19, observamos que os quatro maiores concentram-se 85,97% dos cotistas e 83,44% dos ativos. Apenas sete administradoras correspondem a 100% dos ativos dessa indústria, o que evidencia o quanto ela é concentrada. A abertura financeira é outro fator que pode influenciar a concentração dos fundos de pensão. Na medida que ela pressiona os custos e força a uma maior diversificação na aplicação dos ativos, a tendência é maior concentração

em busca de ganhos de economias de escala para a redução dos custos. Porém, este processo aumenta em muito os riscos dessa indústria como um todo. A performance da indústria de fundos de pensão fica dependente de poucas administradoras.

A concentração não é um problema em boa parte dos países da OCDE, embora seja forte em alguns países como a Holanda. Em contraste, na América Latina é generalizado a concentração do volume de ativos e de participantes em poucas administradoras (ver Anexos IV, V, VI, VII, VIII). Como já discutimos, a concentração pode estar associada à estratégia de redução de custos por parte das administradoras, principalmente os custos de diversificação. A respeito disso, os custos administrativos no Chile e, geralmente, nos fundos de contribuição definida de contas individuais são elevados. Segundo BARR (2000), no Chile e no Reino Unido algo em torno de 20% do rendimento correspondem aos custos administrativos. Enquanto os rendimentos são elevados, tais custos podem passar despercebidos. Pode-se argumentar que com uma maior competição os custos tenderão a diminuir. Mas a tendência da indústria é a concentração para a obtenção de economias de escala e redução dos custos, e não a competição. Nesse caso, conforme o mesmo autor, a competição se manifesta através do acirramento das despesas com marketing e publicidade. Segundo (BARR, 2000), as despesas com marketing e publicidade consomem cerca de 1/3 dos custos administrativos dos fundos de pensão no Chile e no Reino Unido. É preciso estarmos atentos para o fato de que a competição não garante preços baixos, que é dado pela estrutura de custos de uma conta individual. O que a competição pode garantir é que não haja abusos, não preços baixos. O que existe de perverso num sistema de contas individuais é que os custos administrativos não dependem do valor dos ativos ou dos depósitos das contas, mas de questões relacionadas à periodicidade dos depósitos e exigências de fornecimento de informações, que são comuns a todas as contas. Assim, os custos administrativos acabam onerando mais relativamente as contas com menores saldos, recaindo mais pesadamente sobre os trabalhadores mais pobres.

A experiência chilena é objeto de estudos sobre os mais variados temas relacionados aos impactos decorrentes de uma reforma do sistema previdenciário. Os defensores de reformas desta natureza apontam o desenvolvimento do mercado financeiro e o aumento da poupança agregada como contribuições positivas da reforma para o crescimento do país. Os críticos questionam o argumento da poupança interna, além de apontar questões não

resolvidas pela reforma como a baixa cobertura e o ainda elevado gasto fiscal do Estado com a Previdência. Além disso, o sistema chileno apresenta problemas relacionados à elevada concentração dos ativos em poucas administradoras – o que eleva o risco total do sistema – e aos elevados custos administrativos, que penaliza as contas dos trabalhadores mais pobres. A despeito disso, esta reforma tem influenciado mudanças nos sistemas de previdências em diferentes regiões do mundo. Ademais, o modelo de contribuição definida tem ganhado adeptos, mesmo em países com fundos de pensão bem consolidados no modelo ocupacional de benefício definido. Nossa análise privilegiou os aspectos relacionados à aplicação das reservas proveniente dos fundos de pensão chilenos. Embora não concordamos com a tese defendida no argumento da poupança interna, encontramos evidências da contribuição dos fundos de pensão chilenos para o financiamento de investimentos produtivos naquele país. Porém, a abertura financeira é um fator que pode gerar impactos negativos quando se trata de financiamento dos investimentos internos. Cabe destacar a importância das instituições chilenas na promoção de regulamentações adequadas e no desenvolvimento do mercado financeiro como fatores imprescindíveis para o sucesso obtido com a reforma. Nosso próximo passo é analisar a experiência brasileira e a contribuição desta para o desenvolvimento brasileiro.

### **3.4 – FUNDOS DE PENSÃO – A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

Nas seções anteriores analisamos os fundos de pensão nos países da OCDE e da América Latina, destacando a reforma chilena. De um lado, o modelo dos países da OCDE mais antigos, onde predominam os planos ocupacionais. De outro, o modelo latino-americano das contas individuais, onde predominam os planos de contribuição definida e teve maior desenvolvimento no Chile. Entre os dois modelos há uma diversidade de modelos e opções de arranjos, que a depender da experiência de cada país, podem estar mais próximos de um ou outro modelo.

Neste tópico discutiremos a experiência brasileira dos fundos de pensão. No Brasil, os planos ocupacionais fechados de benefício definido desenvolveram-se na década 80, principalmente os ligados a empresas estatais. Na década de 90 houve um crescimento dos

fundos abertos<sup>58</sup> e as privatizações alteraram o perfil de alguns patrocinadores, de estatais para privados. Recentemente, os fundos de pensão tem preferido o modelo de contribuição definida, e vem sendo adotado inclusive pelos planos mais antigos<sup>59</sup>. Além disso, a Reforma da Previdência estimulará novos planos de aposentadoria, a maioria de contribuição definida.

Na primeira parte, faremos uma análise geral dos fundos de pensão nos mais diversos aspectos. Assim, discutiremos o crescimento dos seus ativos, a alocação de sua carteira de investimentos, a concentração da indústria, rentabilidade e a participação dos fundos na privatização. Em seguida, trataremos da Reforma da Previdência e suas implicações futuras para a consolidação dos fundos de pensão. Por fim, serão explicitados alguns pontos de conclusão.

### **3.3.1 – Fundos de Pensão no Brasil – Análise Geral**

Os fundos de pensão privados no Brasil começaram a existir formalmente<sup>60</sup> com Lei nº 6.435 de 1977 - marco inicial da legislação sobre previdência privada. Esta legislação institui os planos de previdência complementar abertos e fechados. As entidades fechadas de previdência complementar foram regulamentadas pelo Decreto nº 81.240 de 1978, onde estabeleceu a vinculação dos fundos de pensão com o Ministério da Previdência e Assistência Social e criou a Secretaria de Previdência Complementar. A idéia básica era que os trabalhadores com previdência complementar recebessem na inatividade duas aposentadorias: uma provida pelo setor público através do INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social); e outra, provida pelos fundos de pensão privados.

No Brasil, há uma elevação do volume de ativos da previdência privada complementar desde a última década. Essa elevação vem coincidir com uma reforma do sistema público de previdência que vem limitando os benefícios futuros para os atuais contribuintes. A aprovação da Reforma da Previdência, ao limitar as aposentadorias dos funcionários

---

<sup>58</sup> Este trabalho não se propõe a analisar os fundos abertos, que embora ainda sejam bem menos volumosos em termos de ativos que os fechados, apresentaram um crescimento considerável na última década.

<sup>59</sup> Muitos planos antigos de benefício definido têm oferecido aos novos entrantes apenas planos de contribuição definida.

<sup>60</sup> Embora o marco da legislação inicial sobre os fundos de pensão data de 1977, havia planos de previdência complementar constituídos como a PREVI que data de 1965.

públicos ao mesmo teto dos trabalhadores privados, cria incentivos e condições para o crescimento do número de participantes e dos ativos dos fundos de pensão. Como veremos mais adiante, embora os ativos dos fundos tenham crescido ao longo da década de 90, o número de participantes ficou estagnado. Nesse sentido, uma das limitações para o aumento dos ativos dos fundos de pensão é a estagnação do número de participantes. Com a Reforma da Previdência, é esperado um aumento do número de participantes públicos e privados. Em outra seção trataremos mais detalhadamente sobre esta reforma.

A tabela 20 apresenta a relação dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB desde o início da década de 90 até o final de 2002, onde podemos notar o crescimento dos ativos ao longo do período.

<b>Tabela 20 - Ativos dos Fundos de Pensão Brasileiros x PIB (R\$ milhões)</b>				
<b>Ano</b>	<b>Ativos das EFPPs</b>	<b>Taxa Cresc.</b>	<b>PIB</b>	<b>Ativos / PIB (%)</b>
1990	26.352	n.d.	787.806	3,3%
1991	36.812	39,7%	795.920	4,6%
1992	43.269	17,5%	791.622	5,5%
1993	59.959	38,6%	830.570	7,2%
1994	72.742	21,3%	879.158	8,3%
1995	74.815	2,8%	916.259	8,2%
1996	86.629	15,8%	941.548	9,2%
1997	101.033	16,6%	976.991	10,3%
1998	101.129	0,1%	977.661	10,3%
1999	125.995	24,6%	1.010.068	12,5%
2000	144.025	14,3%	1.089.688	13,2%
2001	171.152	18,8%	1.184.769	14,4%
2002	189.280	10,6%	1.200.060	15,8%

**Fonte:** ABRAPP

Do início dos anos 90 ao final de 2002 os ativos dos fundos de pensão saltaram de 26.352 a participação dos ativos dos fundos de pensão no PIB passou de 3,3% em 1990 para 15,8% em 2002. Porém, o crescimento do número de participantes no período não acompanhou o dos ativos dos fundos. Os dados da tabela 21 retrata o crescimento dos participantes no período.

**Tabela 21 - Evolução dos Participantes das EFPPs Por Categoria (mil pessoas)**

<b>Ano</b>	<b>Participantes Ativos</b>	<b>Participantes Dependentes</b>	<b>Participantes Assistidos</b>	<b>População Total</b>
dez/91	1.731	4.041	153	5.925
dez/92	1.682	4.070	165	5.917
dez/93	1.652	3.880	178	5.710
dez/94	1.757	4.233	211	6.202
dez/95	1.865	4.704	346	6.915
dez/96	1.796	4.624	384	6.804
dez/97	1.788	4.526	426	6.740
dez/98	1.671	4.338	456	6.465
dez/99	1.618	4.359	365	6.342
dez/00	1.631	4.287	380	6.298
dez/01	1.692	4.170	559	6.421
dez/02	1.719	4.200	570	6.489

**Fonte:** BRASIL. Ministério da Previdência (2002)

No período de 1991 a 2002, embora os ativos tenham crescido em média em torno de 18% a.a, a população total cresceu apenas 9,5% durante todo o período. O contraste aumenta quando analisamos os participantes ativos (contribuintes) em relação ao número de participantes assistidos (beneficiários). Pela tabela 21, pode-se observar que os contribuintes tiveram uma leve diminuição enquanto que os beneficiários foram responsáveis pelo aumento da população total. Isso evidencia que o crescimento dos ativos se deu em virtude das rentabilidades auferidas pelas aplicações e das mensalidades pagas pelos membros já afiliados, e não pela expansão das filiações (também contribuiu para o aumento o pagamento parcelado de dotações iniciais aportadas pelas patrocinadoras). Diante disto, se de um lado houve estagnação no número de participantes ao longo do período analisado, por outro, é um sinal de que existe um mercado potencial para o crescimento dos fundos de pensão.

A rentabilidade auferida pelos fundos de pensão é um fator que contribui para o crescimento do volume dos ativos. A tabela 22 apresenta a rentabilidade anual dos fundos deflacionada pelo IGP-DI. Os compromissos atuariais dos fundos de pensão são 6% ao ano mais a correção por um índice de preços definido previamente. Assim, há fundos de pensão onde os compromissos são corrigidos pelo IGP, outros pelo INPC e, mais recentemente, os fundos de pensão têm preferido o IPCA. Alguns planos antigos corrigidos pelo IGP e INPC tem migrado para o IPCA para os novos entrantes (a migração de participantes antigos para um novo índice de preços é problemática, pois pode gerar questionamentos legais por parte dos participantes).

<b>Tabela 22 - Rentabilidade Anual dos Fundos de Pensão (líquida do IGP-DI)</b>						
<b>Ano</b>	<b>Mínimo</b>	<b>1º Quartil</b>	<b>Mediana</b>	<b>3º Quartil</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>
1993	3,05%	12,34%	17,69%	23,10%	36,07%	19,31%
1994	1,05%	10,74%	14,69%	19,13%	26,58%	15,49%
1995	-6,96%	2,63%	8,87%	14,02%	24,73%	8,84%
1996	5,65%	14,43%	16,10%	17,90%	24,94%	15,99%
1997	3,91%	11,80%	14,08%	16,15%	22,11%	13,70%
1998	-7,02%	2,10%	5,48%	7,73%	18,53%	5,50%
1999	-0,98%	9,48%	16,30%	19,99%	31,08%	15,25%
2000	-8,82%	-1,13%	0,05%	0,95%	8,58%	-0,05%
2001	-4,26%	-0,11%	1,08%	2,98%	11,64%	2,02%
2002	-15,56%	-10,52%	-7,97%	-6,16%	2,68%	-7,76%
<b>Média dos últimos 5 anos</b>	<b>0,71%</b>	<b>1,78%</b>	<b>2,90%</b>	<b>3,62%</b>	<b>8,35%</b>	<b>2,99%</b>
<b>Média dos últimos 10 anos</b>	<b>3,98%</b>	<b>6,61%</b>	<b>8,11%</b>	<b>10,15%</b>	<b>10,84%</b>	<b>7,98%</b>

**Fonte:** TOWERS PERRIN (2003)

Pela tabela 22, a rentabilidade média dos fundos de pensão brasileiros no período de 1993/2002 foi de 7,98% ao ano, mas a mediana da rentabilidade real foi de 8,11% ao ano no horizonte de dez anos, com o IGP-DI como deflator. Em 2001, a mediana era 9,8% ao ano (TOWERS PERRIN, 2003). Esse rendimento está acima do rendimento atuarial de 6%. A rentabilidade do período deve levar em consideração o tamanho do patrimônio sobre o qual incide o lucro ou o prejuízo. Dessa forma, a taxa de prejuízo de 2002 (-7,76%), aparentemente é compensada pela taxa de lucro de 1995 (8,84%), quando, na realidade, está longe de ser superada, pois o prejuízo de 2002 incidiu sobre uma base de ativos duas vezes e meia maior. Os últimos anos foram difíceis para a gestão financeira dos fundos de pensão brasileiros. A média dos últimos 5 anos mostra uma rentabilidade real média de 2,99%, bem abaixo dos 6% atuariais. A desvalorização ocorrida no início de 1999 e no ano de 2002 pressionaram os preços de atacado e, conseqüentemente, os índices IGP-DI. O resultado foi uma queda acentuada na rentabilidade real dos fundos de pensão. Além disso, a baixa rentabilidade dos investimentos em ações no período contribui não só para a aprofundar esta queda, como também deslocou recursos de renda variável para renda fixa. Entre 1997 e 2002, as ações do índice Ibovespa renderam 60,06% em todo o período, o que corresponde a aproximadamente 8,16 % ao ano. Por outro lado, o IGP-DI acumulado do mesmo período ficou em 101,55%, resultado que torna a rentabilidade real dos investimentos em ações negativa (Anexo IX). Porém, o ano de 2003 parece ter sido favorável à recuperação das rentabilidades dos fundos de pensão. Os dados sobre os ativos

e os investimentos dos fundos de pensão até outubro de 2003 mostram um crescimento de mais de 20% em relação a dezembro de 2002 (Anexos X e XI). A bolsa de valores teve uma valorização de 97,3% ao ano, as taxas de juros pagas pelos títulos públicos foram elevadas durante todo o ano, e o IGP-DI de 7,67% em 2003, bem abaixo dos 26,41% de 2002. Tudo isso deve afetar positivamente a rentabilidade, contribuindo para a recuperação de parte dos resultados ruins dos últimos anos. A melhora dos resultados das aplicações nas bolsas brasileiras e a queda esperada das taxas de juros reais da economia brasileira devem levar os fundos de pensão a alterarem a composição de suas carteiras em direção a ativos de renda variável, como as ações. Para uma análise das aplicações dos fundos de pensão brasileiros, apresentamos na tabela 23 a composição da carteira por tipo de aplicação de 1991/2002.

<b>Tabela 23 - Carteira Consolidada Por Tipo de Aplicação (%)</b>												
	<b>Ações</b>	<b>Imóveis</b>	<b>Dep. à Prazo</b>	<b>FIF-RF<sup>1</sup></b>	<b>FIF-RV<sup>2</sup></b>	<b>Emprést. a Particip.</b>	<b>Financ. Imobil.</b>	<b>Debên- Tures</b>	<b>Títulos Públicos</b>	<b>Outros</b>	<b>Oper. C/ Patroc</b>	<b>Total</b>
1991	29	19	13	2	n.d.	1	4	6	7	10	9	100
1992	26	20	16	4	n.d.	1	4	4	7	6	12	100
1993	35	16	15	10	n.d.	1	3	3	4	5	8	100
1994	39	14	12	12	n.d.	2	5	2	4	2	8	100
1995	30	15	15	12	n.d.	2	6	5	4	2	9	100
1996	31	13	10	17	3	2	5	5	6	1	7	100
1997	29	10	8	19	11	2	5	4	4	1	7	100
1998	19	11	10	23	10	2	4	4	7	2	8	100
1999	26	9	5	32	12	2	3	3	6	2	0	100
2000	24	8	3	37	11	2	3	2	7	3	0	100
2001	19	7	3	40	11	2	3	2	11	2	0	100
2002	16	7	2	41	12	2	2	2	13	3	0	100
<b>Média</b>	<b>27</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>100</b>

**Fonte:** ABRAPP

**Notas:**

- <sup>1</sup> **FIF-RF** – Fundos de Investimento Financeiro – Renda Fixa (fundos oferecidos pelos bancos com a carteira composta de títulos públicos, títulos bancários atrelados ao DI e outros títulos privados de renda fixa)
- <sup>2</sup> **FIF-RV** – Fundos de Investimento Financeiro – Renda Variável (fundos oferecidos pelos bancos com carteira composta de títulos de renda fixa e renda variável, tais como títulos públicos, títulos bancários, ações, debêntures, etc..)

Para a análise do caso brasileiro optamos por dividir as aplicações em 5 grupos: Ações e Debêntures, Imóveis e Financiamentos Imobiliários, Depósitos à Prazo e Fundos de Investimentos, Empréstimos a Participantes e Operações com Patrocinadoras, e por último, Títulos Públicos. O objetivo é facilitar a análise agregando assuntos correlatos.



Os investimentos em ações dos fundos de pensão oscilaram bastante ao longo do período analisado. Ao final de 1991, 29% de seus ativos estavam investidos em ações, o que mostra uma evolução em relação a velha estrutura de aplicação concentrada em imóveis e títulos públicos. O auge aconteceu em 1994, onde essa taxa alcançou 39%. Em 1995, o volume de aplicações nesses mercados diminuiu para 30%, em parte resultado do reflexo da crise mexicana na retração das bolsas de valores. Do final de 1995 em diante, a participação das ações oscilou, acompanhando as do no mercado acionário. O fraco desempenho das bolsas de valores a partir do final de 2002 refletiu numa queda da taxa de aplicações em ações por parte dos fundos de pensão, onde no final de 2002 era de 16%. Em relação às debêntures, houve um decréscimo da participação no total de aplicações ao longo do período, de 6% em 1991 para 2% em 2002. Nos anos de 1995 e 1996 houve uma recuperação da participação perdida, mas voltou a cair a partir daquela data. As debêntures podem ser divididas em dois tipos: as conversíveis e as não-conversíveis. Estes papéis representam empréstimos concedidos a empresas, onde está embutida uma determinada taxa de juros. A principal garantia oferecida por esses papéis são os ativos físicos das empresas. No caso de debêntures conversíveis, o possuidor do papel tem a opção de convertê-la em ações da empresa a um preço pré-fixado. A atratividade delas tem sido ofuscada pela possibilidade de influência na gestão das empresas por meio do investimento acionário. À medida que os investimentos em ações progrediram as debêntures conversíveis têm perdido espaço. As debêntures não conversíveis correspondem a maioria das aplicações nesse papel (ver ANEXO X).

Os investimentos em ações dos fundos de pensão brasileiros cresceram com o processo de privatização. De 1991-1995, eles investiram mais de 1 bilhão e quatrocentos milhões de dólares, ou 16,84% do total arrecadado com as privatizações. A tabela 21 apresenta os dados do período. Os investimentos em siderurgia (US\$ 864 milhões ou 17,83% do total), petroquímica (US\$ 223 milhões ou 8,97% do total) e elétrico (US\$ 192 milhões ou 48,22% do total) foram mais significativos, como mostra a tabela 24.

**Tabela 24 - Participação dos Fundos de Pensão na Privatização (em US\$ milhões)  
1991 - 1995 (valores a custo)**

<b>Setor</b>	<b>Total</b>	<b>Fundos de Pensão</b>	<b>Participação</b>
Siderurgia	4.848,70	864,30	17,83%
Petroquímica	2.486,20	223,00	8,97%
Elétrico	399,80	192,80	48,22%
Outros	768,10	151,70	19,75%
<b>Total</b>	<b>8.502,80</b>	<b>1.431,80</b>	<b>16,84%</b>

**Fonte:** ABRAPP

Os fundos de pensão tiveram um papel de destaque no processo de privatização de empresas públicas. Embora teria havido uma certa desconfiança de terem sido beneficiados na compra de uma parcela considerável das empresas, é inegável que a presença deles foi, em parte, responsável pelo resultado obtido no processo, principalmente em relação a uma maior concorrência por tais empresas, o que eleva o valor arrecadado na privatização. Ademais, as chamadas “moedas podres” das carteiras dessas instituições e utilizadas nas privatizações eram, na maioria, títulos adquiridos para atender exigências regulatórias questionáveis. As oportunidades de investimentos para os fundos como ocorreram no processo de privatização se não acabaram estão pelo menos reduzidas.

O segundo grupo de aplicações dos fundos de pensão são os imóveis e os financiamentos imobiliários. Os investimentos em imóveis estão no rol de aplicações mais tradicionais dos fundos de pensão brasileiros, sejam as entidades públicas ou privadas. As tabelas 25 e 26 apresentam os ativos e os investimentos imobiliários dos fundos brasileiros.

**Tabela 25 - Ativos Imobiliários dos Fundos de Pensão (em milhões R\$)**

<b>Ano</b>	<b>Imóveis</b>	<b>Financiamento Imobiliário</b>	<b>Total Ativos Imobiliários</b>	<b>Total de Ativos</b>
1994	6.692	2.145	8.837	72.742
1995	8.548	3.328	11.876	74.815
1996	9.225	3.688	12.913	86.629
1997	9.038	3.923	12.961	101.033
1998	9.684	4.021	13.705	101.129
1999	10.110	3.868	13.978	125.995
2000	10.460	3.797	14.257	144.025
2001	10.554	3.848	14.402	171.152
2002	11.330	3.438	14.768	189.280
<b>Variação</b>	<b>69,31%</b>	<b>60,28%</b>	<b>67,12%</b>	<b>160,21%</b>

**Fonte:** ABRAPP

**Tabela 26 - Investimentos Imobiliários dos Fundos de Pensão (em R\$)**  
**Dezembro/02**

<b>Categoria</b>	<b>Valor</b>	<b>%</b>
Terrenos	158.887.378	2,06%
Imóveis em Construção	295.420.969	3,83%
Edificações para Uso Próprio	117.004.992	1,52%
Edificações Locadas a Patrocinadores	779.183.394	10,10%
Edificações Locadas a Terceiros	2.993.786.679	38,79%
Investimentos em Shopping Centers	1.681.991.509	21,79%
Investimentos em Hotéis	628.389.968	8,14%
Investimentos em Complexo de Entretenimento	63.702.162	0,83%
Investimentos em Complexo Hospitalar	52.367.034	0,68%
Direitos em Aliações Investimentos Imobiliários	192.985.071	2,50%
Fundos de Investimentos Imobiliários	743.663.495	9,64%
Outros Investimentos Imobiliários	10.468.560	0,14%
<b>Total</b>	<b>7.717.851.211</b>	<b>100,00%</b>

**Fonte:** BRASIL. Ministério da Previdência (2002)

A participação dos imóveis na carteira de aplicações dos fundos de pensão tem declinado ao longo da década de 90. Em 1991, eles detinham 19% de seus investimentos em imóveis e 4% em financiamentos imobiliários. Em 2002, esse percentual caiu para 7% e 2%, respectivamente. A exposição dos fundos de pensão a aplicações em imóveis era bastante elevada no início da década. Porém, a Comissão de Valores Mobiliários por meio da Resolução nº 2.829, de 30/03/2001, limita os investimentos imobiliários, conforme tabela 27. Além disso, essa Resolução estabeleceu outras limitações e exigências como a limitação em 50% (cinquenta por cento) do total de investimentos no segmento para as categorias de aluguéis e renda e de outros investimentos imobiliários no ano de 2005. Adicionalmente, a rentabilidade líquida proveniente da locação de imóveis não pode ser inferior a 70% (setenta por cento) da taxa média de retorno dos investimentos do fundo de pensão no segmento.

**Tabela 27 - Limites de Investimentos Imobiliários dos Fundos de Pensão**  
**Resolução nº 2.829, de 30/03/2001 da CMN**

	<b>Ano 2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Limite</b>	16%	16%	14%	14%	12%	12%	10%	10%	8%
<b>Terrenos</b>	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%

**Fonte:** Conselho Monetário Nacional (CMN)

Pela tabela 25, podemos notar que o crescimento dos ativos imobiliários (67,12%) foi menor que os dos ativos totais no período de 1994 a 2002 (160,21%). Desse total, os

financiamentos imobiliários, que representam em grande parte imóveis novos, expandiram 60,28%. Os imóveis locados para terceiros (para renda) predominam entre os investimentos imobiliários, embora sejam expressivos os investimentos em novas modalidades (Shopping Centers, Hotéis, fundos imobiliários, etc.) (tabela 26).

O terceiro grupo de investimentos dos fundos de pensão brasileiros são os depósitos à prazo e os fundos de investimentos - papéis bancários. Os depósitos à prazo correspondem, na maioria, a investimentos em Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Recibos de Depósitos Bancários (RDB) (tabela 29). Com a popularização dos fundos de investimentos financeiros, a participação dos depósitos à prazo na carteira de aplicações dos fundos de pensão despencaram. No final de 1991, esses papéis detinham 13% do total de aplicações dos fundos, alcançando 15% no final de 1995. Desta data em diante, essas aplicações caíram atingindo 2% do total no final de 2002. Porém, os fundos de investimentos expandiram muito ao longo do período analisado. Os fundos de renda fixa detinham, em 1991, 2% do total de aplicações e no final de 2002 essa taxa era de 41%. Os fundos de renda variável expandiram a partir da metade da década de 90. Em 1995, o percentual de aplicações nessa modalidade era de 3%, atingindo 11% em 1996, estabilizando-se nesse patamar. No final de 2002, essa taxa era de 12% dos recursos aplicados. Conforme PEREIRA *et. all* (1997, p. 29), os fundos de investimentos são utilizados pelos fundos de pensão, especialmente para administrar seus fluxos de caixa de curto prazo, uma vez que a liquidez desses instrumentos geralmente é mais acentuada que a dos CDBs. Além disso, esses fundos oferecem oportunidades de ganho extra para o capital de giro. No entanto, o aumento dos fundos de investimentos financeiros provoca uma subestimação no total de recursos aplicados pelos fundos em títulos públicos e no mercado acionário. Os fundos de renda fixa possuem títulos públicos e outros instrumentos de renda fixa (debêntures, por exemplo) em sua carteira, enquanto os fundos de renda variável possuem ações e outros instrumentos de renda variável (por exemplo, derivativos), além de instrumentos de renda fixa como debêntures e títulos públicos. Dessa forma, a ampliação dessas aplicações na carteira dos fundos de pensão subestimam a participação destes nos mercados de ações e de títulos públicos.

O penúltimo grupo de investimentos dos fundos de pensão são os empréstimos a participantes e operações com patrocinadoras. No caso dos empréstimos a participantes, a

grande atratividade desse tipo de operação deve-se ao baixo nível de risco. Para os fundos de pensão, os participantes são credores de longo prazo. Assim, um empréstimo concedido a eles envolverá os direitos deles próprios contra o fundo. Por isso, a possibilidade de inadimplência diminui, além de garantir uma forma mais rápida de resgate do valor devido. Geralmente, esses empréstimos são concedidos após um período de carência, ou seja, o participante, para obter o empréstimo deve ter contribuído por um determinado período mínimo. As taxas de juros dessas operações, geralmente, são mais baixas, um pouco acima da taxa atuarial, em virtude da segurança do fluxo de recebimentos futuros. A proporção dessas operações em relação às aplicações totais cresceram 100% do final de 1993 (de 1991-1991 correspondiam a 1% do total) ao final de 1994, atingindo 2% no final deste ano. A partir daí essa taxa estabilizou-se, mas o volume dos empréstimos é crescente ao longo de todo o período (R\$ 887 milhões ao final de 1994 para R\$ 3,19 bilhões ao final de 2002).

Outro item desse grupo são as operações com as patrocinadoras. Essas transações muitas vezes têm caráter meramente contábil e reflete atrasos nos pagamentos das contribuições de responsabilidade das companhias. Além disso, esse item reflete vários negócios que envolvem trocas de ativos entre a entidade de previdência e sua patrocinadora. Mais recentemente, a legislação buscou separar os ativos das entidades patrocinadas e das patrocinadoras, limitando e mesmo restringindo algumas dessas operações. O resultado disso, foi o desaparecimento quase por completo dessas operações no balanço das entidades de previdência fechada a partir do final de 1998.

Por fim, os títulos públicos são aplicações que podem ser consideradas entre as mais tradicionais dentre todas as existentes nos mercados financeiros. Entre as características que os tornam atrativos estão a liquidez, a rentabilidade previsível e a segurança. No Brasil, os fundos de pensão detinham em sua carteira no início dos anos 90, títulos públicos adquiridos de forma impositiva, por força da lei. Esses títulos não tinham liquidez, o que os obrigavam a mantê-los em carteira. No processo de privatização, esses títulos puderam ser aproveitados, refletindo na queda da participação dos títulos públicos no total de investimentos dos fundos entre 1991 e 1997. Pela tabela 20, em 1991, 7% dos recursos aplicados eram nessa rubrica e, em 1997, esse percentual havia caído para 4%. A partir daí, esses investimentos cresceram em relação ao total de volume aplicado e, em 2002, os títulos públicos representavam 13% do volume aplicado pelos fundos. Como já

discutido, essa rubrica não representa a participação total dos investimentos em títulos públicos por parte dos fundos de pensão, em função dos seus investimentos em fundos de investimentos que têm em carteira títulos públicos. Porém, o fraco desempenho das bolsas de 2000 a 2002 é um fator explicativo para o aumento da participação dos investimentos em renda fixa na carteira dos fundos, dentre eles, os títulos públicos.

Embora os fundos de pensão brasileiros concentram seus investimentos em renda fixa, geralmente, estas aplicações não guardam relação com o seu passivo. Para exemplificarmos, os fundos de pensão mais antigos corrigem seus passivos com IGP ou INPC, mas os investimentos em renda fixa, geralmente, são atrelados à SELIC (taxa de juros básica da economia) e não ao IGP ou INPC. Na tabela 28, apresentamos os dados da rentabilidade de uma carteira de referência em ações representada pelo índice Ibovespa, a taxa SELIC média, o IGP-DI anual, e acrescentamos os compromissos atuariais de rendimento mínimo de 6% (exigido pela legislação).

<b>Tabela 28- Rentabilidade do Mercado Acionário e dos Títulos Indexados à SELIC</b>							
<b>Ano</b>	<b>Ações (A)</b>	<b>SELIC (B)</b>	<b>IGP-DI (C)</b>	<b>Atuarial</b>	<b>IGP+Atuarial (D)</b>	<b>A - D</b>	<b>B - D</b>
1997	44,84%	24,78%	7,11%	6,00%	13,11%	31,73%	11,67%
1998	-33,46%	28,79%	1,84%	6,00%	7,84%	-41,30%	20,95%
1999	151,93%	25,59%	19,90%	6,00%	25,90%	126,03%	-0,31%
2000	-10,72%	17,43%	9,51%	6,00%	15,51%	-26,23%	1,92%
2001	-9,85%	17,32%	10,23%	6,00%	16,23%	-26,08%	1,09%
2002	-18,09%	19,17%	27,66%	6,00%	33,66%	-51,75%	-14,49%
2003	97,33%	23,34%	7,67%	6,00%	13,67%	83,66%	9,67%
<b>1997-2002</b>	<b>60,06%</b>	<b>231,36%</b>			<b>175,58%</b>	<b>-54,01%</b>	<b>18,63%</b>
<b>1997-2003</b>	<b>215,86%</b>	<b>308,70%</b>			<b>213,25%</b>	<b>-15,54%</b>	<b>30,10%</b>

**Fonte:** BLOOMBERG, IPEADATA, FGVDADOS

**Notas:**

A – Rentabilidade do índice Ibovespa (BLOOMBERG)

B – Taxa média da SELIC (IPEADATA)

C – Índice Geral de Preços (IGP), fornecido pela Fundação Getúlio Vargas

D – Reflete nominal mínima obrigatória para os fundos de pensão indexados ao IGP. Nem todos os fundos de pensão são indexados ao IGP. Os novos fundos de pensão têm preferido a indexação pelo IPCA, embora boa parte dos passivos passados são indexados ao IGP ou ao INPC.

A tabela 28 demonstra o fraco desempenho das aplicações em ações no período analisado. O rendimento do mercado acionário (A – D) ficou abaixo do mínimo exigido no período de 1997-2003 em -15,54% (estou considerando os fundos corrigidos pelo IGP), que só não

foi menor graças à recuperação espetacular dessas aplicações no ano de 2003. Do lado dos ativos atrelados na SELIC, esta apresentou um rendimento que superou o mínimo exigido em 30,10% (1997-2003), o que demonstra o reflexo das altas taxas de juros no período.

Pela tabela 29, os fundos de renda fixa, em dezembro de 2002, ocupavam os dois primeiros lugares no ranking de aplicações dos fundos de pensão, correspondendo a 41,34% dos recursos aplicados (ou R\$ 69.189 milhões). Dois outros investimentos financeiros que acompanham a SELIC são as LFTs e os CDBs. As LFTs são títulos emitidos pelo Tesouro Nacional remunerados à taxa SELIC, enquanto os CDBs refletem os juros negociados no mercado interbancário, os quais têm como referência a taxa SELIC. Porém, algo em torno de 9,2% (ou R\$ 15.463 milhões) das aplicações dos fundos de pensão são indexadas a índices de preços, como o IGP-M e o IPCA. É o caso das aplicações em títulos públicos denominados NTN, que pagam cupom de juros prefixados mais um índice de preços, que pode ser o IGP (NTN-C), o IPCA (NTN-B) ou a variação cambial (NTN-D). Na tabela 29 apresentamos o ranking dos 10 maiores investimentos dos fundos brasileiros, em dezembro de 2002. Podemos notar a predominância dos instrumentos de renda fixa entre as aplicações dos fundos.

<b>Tabela 29 - Ranking dos 10 Maiores Investimentos dos Fundos Brasileiros</b>			
<b>Dezembro de 2002</b>			
<b>Classif.</b>	<b>EFPP Geral</b>		
	<b>Investimentos</b>	<b>Ativos</b>	<b>%</b>
1º	Quotas de Fdo de Invest. Financ. - Renda Fixa	42.113.474.316	25,16
2º	Fundos Aplic. Quotas de Fund. Invest. Financ.	27.075.616.145	16,18
3º	Ações - Mercado à Vista	26.154.897.668	15,63
4º	Quotas de Fundos de Ações	18.476.628.040	11,04
5º	Notas do Tesouro Nacional – NTN	15.463.249.345	9,24
6º	Letras Financeiras do Tesouro - LFT	5.601.518.345	3,35
7º	Locadas a Terceiros	4.258.158.110	2,54
8º	Financiamentos Imobiliários	4.202.397.164	2,51
9º	Certificados de Depósitos Bancários - CDB	3.426.139.020	2,05
10º	Empréstimos	2.469.137.807	1,48
<b>Total dos 10 Maiores</b>		<b>149.241.215.960</b>	<b>89,17</b>
<b>Total do Setor</b>		<b>167.376.204.382</b>	<b>100,00</b>

**Fonte:** BRASIL. Ministério da Previdência (2002)

A possibilidade de emissão de títulos mais longos da dívida pública interna que estejam de acordo com os passivos dos fundos de pensão é contemplada na estratégia de financiamento da dívida pública definido no Plano Anual de Financiamento - PAF de

2004, elaborado pela equipe de planejamento estratégico da dívida pública do Tesouro Nacional. Entre os objetivos propostos no PAF está um aumento na participação dos títulos indexados a índice de preços na composição da dívida pública interna. Para isso, diversas reuniões com os fundos de pensão estão sendo realizadas<sup>61</sup> no Tesouro Nacional no intuito de oferecer títulos que atendam às suas necessidades e estejam de acordo com os objetivos propostos no PAF para a administração da dívida pública, principalmente em termos de alongamento dos prazos e redução dos custos associados ao refinanciamento.

Na América Latina, os títulos públicos representam a grande parte das aplicações dos fundos de pensão, em contraste com a estrutura diversificada das aplicações dos fundos brasileiros. O Chile e o Brasil destacam-se pela maior diversificação da carteira de ativos dos fundos de pensão quando comparado aos demais países da região. Entre as experiências latino-americanas, o Peru destaca-se por ter uma carteira de aplicações concentrada em títulos de empresas e ações. Isso contrasta com a experiência latino-americana e brasileira que, embora tenha uma taxa significativa de aplicações em ações, aplica uma pequena parte dos recursos em títulos de dívidas emitidos pelas empresas. Por fim, cabe mencionar a possível tendência de aplicações em ativos estrangeiros. Na América Latina, fundos de pensão de quatro países (Argentina, Colômbia, Chile e Peru) apresentam aplicações em títulos estrangeiros, e o volume é crescente. No Brasil, embora eles tenham permissão para investirem até 10% dos seus ativos em títulos estrangeiros (Resolução 2.829), ainda não há interesse para este tipo de aplicações.

A heterogeneidade dos países da OCDE dificulta uma análise do conjunto das experiências em contraponto à brasileira. Nossa experiência com os fundos de pensão pode ser analisada à luz da estrutura de financiamento existente no país. Dos padrões de financiamento existentes – SMC, SCP e SCG -, não conseguimos desenvolver nenhum dos modelos de sistema financeiro. Não temos um mercado de capitais desenvolvido, como também um sistema de crédito bancário privado que atenda o financiamento de longo prazo. A alternativa existente para o financiamento em longo prazo são bancos públicos como o BNDES, o que indica um padrão de financiamento com base no crédito governamental, embora não totalmente desenvolvido. Diante deste quadro, os fundos de pensão brasileiros têm uma carteira de ativos que, embora diversificada, difere dos países em que vigoram o

---

<sup>61</sup> O Tesouro Nacional faz reuniões freqüentes com diversos demandantes de títulos públicos como os fundos



SMC, em que os instrumentos de renda variável compõem a maior parte da carteira de aplicações. Do outro lado, difere também dos países de SCP ou SCG, em que os títulos de dívida de empresa representam uma participação relativa bem maior. Apesar dos fundos brasileiros terem uma proporção elevada em instrumentos de renda fixa, estes são concentrados em títulos públicos e títulos bancários (FIF renda fixa) – que também compõem em grande medida de títulos públicos. Diferentemente dos países com SCP ou SCG, a proporção elevada de títulos de renda fixa não significa inversões em investimentos produtivos, pois a aplicação em títulos de empresas – que geralmente financiam seus investimentos – é baixa para o caso brasileiro. Nesse sentido, o perfil de aplicações dos fundos de pensão brasileiros não se enquadra naquele de países com padrões de financiamento mais característicos (SMC, SCP e SCG), e podemos classificá-lo como um padrão de aplicação intermediário entre esses modelos.

Outro ponto relevante refere-se ao grau de concentração das entidades de previdência fechada brasileiras. Pela tabela 30, observamos o comportamento do padrão de distribuição dos ativos de 1986 a 2002. De 1986 a 1991, houve um acentuado decréscimo, tanto na proporção dos ativos totais em carteira das dez maiores instituições, quanto na proporção da carteira das cinquenta maiores em relação aos ativos totais do sistema. De 1991 a 1996, essa distribuição praticamente se manteve entre as dez maiores instituições. Entretanto, entre as entidades consideradas de porte médio, ou seja, aquelas que estão entre as quarenta maiores (após as dez primeiras), a desconcentração continuou, ainda que de forma lenta. De 1996 a 2002, houve uma lenta reversão do processo de desconcentração entre as dez maiores, de forma que a proporção em carteira destas instituições elevou-se timidamente em relação aos ativos totais. Entretanto, o processo de desconcentração prosseguiu lentamente entre as entidades de porte médio, reduzindo a participação das cinquenta maiores no total dos ativos do sistema. Segundo PEREIRA *et. all* (1997, p. 22), entre 1991 e 1996, algumas instituições mais sólidas se destacaram, tanto na rentabilidade quanto na manutenção de seus afiliados. Isso proporcionou crescimento dos ativos a taxas superiores à média do sistema, e garantiu a estabilidade na proporção de ativos em carteira dessas instituições, em relação aos totais do sistema. De 1996 a 2002, esse processo também pode ter ocorrido, o que é um indicativo para o aumento da proporção dos ativos dos dez maiores em relação aos ativos totais. A razão disto pode estar associada à diluição dos

custos envolvidos na administração de uma carteira bem diversificada, que beneficiam as instituições maiores em termos de ativos. Conforme já discutimos, a diversificação das aplicações envolve custos adicionais na obtenção de *expertise* na administração de uma carteira de ativos mais complexa, o que favorece a concentração dos ativos em busca de economias de escala e diluição de custos.

<b>Tabela 30 - Distribuição dos Ativos Totais em Carteira dos Fundos de Pensão entre as Maiores Instituições</b>				
<b>Especificação</b>	<b>1986</b>	<b>1991</b>	<b>1996</b>	<b>2002</b>
Entidades autorizadas	172	256	349	361
Ativos em carteira das dez maiores instituições (%)	74,90%	61,67%	61,36%	62,45%
Ativos em carteira das cinquenta maiores instituições (%)	95,58%	88,78%	86,63%	84,65%

**Fonte:** ABRAPP, BRASIL. Ministério da Previdência (2002)

As duas maiores entidades de previdência privada brasileira são a PREVI/BB e a PETROS, que juntas detém 37,09% dos ativos totais em carteira do sistema (tabela 31). A primeira, é a mais antiga instituição de previdência privada do país. Criada em 1904, antes mesmo da Previdência Oficial em nosso País, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil é o maior fundo de pensão da América Latina e 88º do mundo em patrimônio, segundo a revista norte-americana *Pensions and Investments*, edição de 23/12/2002. É o único fundo de pensão brasileiro entre os 100 maiores do mundo. A segunda, é patrocinada por um conjunto de 27 empresas da área de petroquímica que compõem o conglomerado da maior empresa do país, a PETROBRÁS.

**Tabela 31 - Ranking 10 Maiores Ativos dos Fundos de Pensão Brasileiros**  
**Dezembro de 2002**

<b>Classif.</b>	<b>Geral</b>		
	<b>Entidade</b>	<b>Ativos</b>	<b>%</b>
1º	Previ/BB	43.459.968.237	25,97
2º	Petros	18.607.500.545	11,12
3º	Funcef	9.366.585.712	5,60
4º	Sistel	9.200.717.344	5,50
5º	Fundação CESP	6.632.840.840	3,96
6º	Centrus	4.133.919.457	2,47
7º	Itaubanco	4.007.688.389	2,39
8º	Valia	3.996.843.929	2,39
9º	Forluz	2.819.380.292	1,68
10º	Real Grandeza	2.300.177.614	1,37
<b>Total dos 10 Maiores</b>		<b>104.525.622.359</b>	<b>62,45</b>
<b>Total do Setor</b>		<b>167.376.204.381</b>	<b>100,00</b>

**Fonte:** BRASIL. Ministério da Previdência (2002)

Entre os dez primeiros fundos de pensão brasileiros, seis têm como patrocinadores empresas estatais, sendo que do restante, três são de ex-estatais (tabela 31). Dos cinco maiores, os três primeiros são patrocinados por empresas estatais e os dois seguintes são empresas privatizadas. Dos maiores fundos brasileiros, apenas a PETROS é patrocinada por empresa do segmento industrial. Os demais têm como patrocinadores empresas do setor de financeiro e de serviços. Entretanto, as empresas privadas do segmento industrial têm elevado sua participação entre os patrocinadores. De 1994 a 2002, enquanto as reservas dos fundos de pensão patrocinados por empresas do segmento financeiro cresceram 270% e, as do segmento de serviços 283%, as reservas das entidades patrocinadas pelo segmento industrial cresceram 391% (tabela 32). No período, as reservas totais cresceram 298%. Isso provocou uma elevação na proporção de entidades de previdência privada patrocinados por empresas industriais, de 20,07% em 1994 para 24,40% em 2002. Em contrapartida, a maior queda na participação relativa foi do segmento de serviços que, em 1994, representava 51,46% das reservas totais e, em 2002, essa taxa caiu para 47,88%. O setor de serviços teve uma queda mais lenta, de 28,47% em 1994 para 27,40% em 2002.

**Tabela 32- Origem das Reservas dos Fundos de Pensão  
1994 – 2002**

<b>Segmento</b>	<b>dez/94</b>	<b>%</b>	<b>dez/02</b>	<b>%</b>	<b>Crescimento</b>
<b>Financeiro</b>	<b>23.924</b>	51,46%	<b>88.621</b>	<b>47,88%</b>	<b>270%</b>
<b>Serviços</b>	<b>13.236</b>	28,47%	<b>50.704</b>	<b>27,40%</b>	<b>283%</b>
<b>Industrial</b>	<b>9.328</b>	20,07%	<b>45.759</b>	<b>24,72%</b>	<b>391%</b>
Petroquímica	2.985	6,42%	21.085	<b>11,39%</b>	606%
Siderúrgica	3.042	6,54%	8.856	<b>4,78%</b>	191%
Máquinas e Equipamentos	690	1,48%	3.383	<b>1,83%</b>	390%
Química	463	1,00%	4.110	<b>2,22%</b>	788%
Eletrônica	433	0,93%	1.701	<b>0,92%</b>	293%
Automobilística	302	0,65%	1.945	<b>1,05%</b>	544%
Alimentícia	289	0,62%	1.577	<b>0,85%</b>	446%
Mineração	203	0,44%	247	<b>0,13%</b>	22%
Bebidas	190	0,41%	642	<b>0,35%</b>	238%
Outros	732	1,57%	2213	<b>1,20%</b>	202%
<b>Total</b>	<b>46.488</b>	<b>100,00%</b>	<b>185.084</b>	<b>100,00%</b>	<b>298%</b>

**Fonte:** ABRAPP

Nossa experiência de fundos de pensão é muito recente. Embora a regulamentação dessas instituições ocorreu no final da década de 70, foi na década de 90 que os ativos atingiram um maior volume de recursos, quando comparado ao tamanho do nosso PIB. De 3,3% do PIB no final de 1990 atingimos 15,8% do PIB no final de 2002. Ademais, a década de 90 consolidou algo que já havia começado no final dos anos 80: a diversificação dos investimentos em diversas modalidades de aplicação. A estrutura tradicional concentrada em títulos públicos e investimentos imobiliários foi sendo substituída por uma carteira mais diversificada de aplicações. Nisso, cabe destacar as aplicações em ações e fundos de renda fixa e variável, enquanto a participação em imóveis teve queda acentuada e as operações com patrocinadoras, muito comum até recentemente, simplesmente desapareceu da carteira de aplicações dos fundos de pensão brasileiros. Nosso maior desafio agora é continuar a expansão dos volumes aplicados pelos fundos de pensão, principalmente no financiamento de investimentos produtivos como infra-estrutura e na expansão do mercado de capitais, importante instrumento de alavancagem de recursos para os investimentos. Como não houve expansão significativa de novos filiados ao sistema na década passada, seu crescimento se deu pela rentabilidade auferida pelos fundos e pelas contribuições dos já filiados. Além disso, contribuiu também para este crescimento a história recente dos

fundos de pensão brasileiros, fazendo com as contribuições sejam bem maiores que os benefícios a serem pagos. No entanto, o sistema precisa de novos filiados para continuar a expansão, pois a cada dia o número de beneficiários aumenta em relação ao número de contribuintes. Não há também garantia de que as rentabilidades passadas vigorem no futuro próximo. Diante disto, dois pontos podem garantir um acréscimo substancial de novos filiados ao sistema. O primeiro deles é o incentivo para a criação de fundos instituídos por associados de classe, sindicatos, organizações patronais, entre outras. Pretende-se incentivar essas entidades a criarem fundos de pensão para seus associados, facilitando a inclusão de novos participantes no sistema. Como exemplificação, sindicatos poderiam instituir fundos de pensão para seus associados em parceria com os empregadores, que ajudariam a financiar a aposentadoria de seus funcionários. O segundo, é a Reforma da Previdência aprovada pelo Congresso Nacional no final de 2003. Esses dois fatores podem contribuir para a expansão do número de filiados ao sistema, o que permite o aumento consistente no volume de ativos em poder dos fundos de pensão. Em virtude da importância da reforma na previdência brasileira, estudaremos a seguir em um tópico a parte.

### **3.3.2 – A Reforma da Previdência e a Previdência Complementar**

Neste sub-tópico analisaremos a Reforma da Previdência e seus impactos na previdência complementar (ou fundos de pensão). Em primeiro lugar, faremos um breve diagnóstico da situação previdenciária no momento da reforma. Em seguida, discutiremos os principais pontos da reforma.. Logo após, abordamos algumas questões não resolvidas pela reforma. Por fim, analisaremos as implicações desta para a previdência complementar.

A Previdência Pública é organizada sob regime de caixa ou de repartição, ou seja, é um sistema de massa contribuinte e massa aposentada, fundado numa suposta solidariedade inter-geracional. No Regime Geral de Previdência Social (RGPS) <sup>62</sup> estão os segurados do setor privado e alguns do setor público, enquanto nos Regimes Próprios de Previdência dos Servidores (RPPS) estão os servidores estatutários do serviço público. O objetivo funcional da previdência social é prover a renda de pessoas quando estas perdem a sua capacidade de

---

<sup>62</sup> Incluem-se nesse grupo os empregados do setor formal, a aposentadoria rural, empregados do setor público como prefeituras que não aderiram ao Regime Jurídico Único - RJU, os contribuintes autônomos, auxílio doença, invalidez, seguro de acidente de trabalho, etc.

trabalho. Conforme MAGALHÃES (2003, p.10) “sua função não é a de complementar os rendimentos dos seus segurados, mas prover renda substituta, quando o segurado perder a capacidade de produzi-la por seu trabalho”. Dentro desse sentido, o direito da obtenção de benefícios previdenciários se liga, diretamente, à perda ou redução efetiva da capacidade de trabalho<sup>63</sup>.

O principal diagnóstico que orientou a reforma da previdência brasileira é de que o crescimento das contribuições não acompanhou as despesas com aposentadorias. Segundo o Ministério da Fazenda<sup>64</sup>, o governo federal gasta R\$ 33 bilhões para pagar as aposentadorias e pensões de um milhão de beneficiários, enquanto sistema previdenciário do setor privado utiliza aproximadamente R\$ 88 bilhões no pagamento de cerca de 18 milhões de beneficiários. Este estudo apresenta dados com a União, os Estados e os Municípios para mostrar que a previdência dos servidores públicos tem déficits crescentes ao longo dos últimos anos (tabela 33).

**Tabela 33 - Receita, Despesa e Resultado da Previdência dos Servidores Públicos: União, Estados e Municípios (1995 a 2002)**

Ano	Contribuições		Despesas		Resultado	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1995	6,2	1,0	25,4	3,9	-19,2	-3,0
1996	6,4	0,8	33,7	4,3	-27,3	-3,5
1997	6,6	0,8	37,1	4,3	-30,5	-3,5
1998	6,9	0,7	41,8	4,6	-34,9	-3,8
1999	8,1	0,8	44,0	4,6	-35,9	-3,7
2000	6,9	0,6	52,0	4,8	-45,2	-4,1
2001	6,3	0,5	56,4	4,8	-50,1	-4,2
2002	7,2	0,6	61,6	4,7	-54,4	-4,2

**Fonte:** BRASIL. Ministério da Fazenda (2003)

O quadro apresentado pela tabela 33 é de despesas crescentes, enquanto as contribuições permanecem estagnadas. Em consequência, o gasto com os servidores públicos das três esferas de governo como proporção do PIB elevou-se de 3,0% em 1995 para 4,2% em 2002. A respeito dos problemas dos RPPS, VELOSSO (2003) aponta que “para um regime de repartição simples que paga aposentadoria integral, o número de aposentados

<sup>63</sup> A existência de aposentadorias por tempo de serviço ou tempo de contribuição colide com o conceito de previdência propriamente dito, pois são razões que não tem nada a ver com a perda da capacidade de trabalho.

<sup>64</sup> Política Econômica e Reformas Estruturais, publicado em Abril de 2003, [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br).

cresceu desproporcionalmente em relação ao número de contribuintes”. Diante disso, as despesas com aposentados e pensionistas têm crescido expressivamente nos orçamentos públicos.

Reforçando o argumento dos gastos fiscais com a previdência, o Ministério da Previdência<sup>65</sup> afirma que no RGPS<sup>66</sup>, trabalhadores e empregados pagam 81% das despesas com aposentadorias e pensões, ao passo que no RPPS, apenas 36% das despesas previdenciárias são financiadas com contribuições<sup>67</sup>. Segundo este mesmo documento, a sociedade brasileira, por meio de impostos pagos ao Estado, destinou R\$ 17 bilhões em 2002 para pagamento de aposentadorias e pensões do RGPS (19 milhões de benefícios). Desses recursos, R\$ 14 bilhões custearam as aposentadorias de mais de 6 milhões de trabalhadores rurais. Do lado do RPPS, a sociedade brasileira destinou, por meio de impostos, R\$ 39 bilhões em 2002 para o pagamento de aposentadorias e pensões, que beneficiaram 3,2 milhões de benefícios de servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Dentro dessa análise, o maior desequilíbrio financeiro existente hoje na previdência social atinge os RPPS, enquanto no RGPS o desequilíbrio é menor e, em boa medida, resultado de despesas que devem ser cobertas pelo orçamento fiscal, pois consistem em despesas com assistência social e não previdência propriamente dita.

Diante deste diagnóstico, alguns fatores podem ter contribuído para a situação atual da previdência. O primeiro deles é o enxugamento no quadro de servidores. Segundo GOBETTI (2003), “em 1989, havia no Executivo Federal 3,5 funcionários trabalhando para financiar cada aposentadoria e pensão. Hoje, essa relação é de 1,19 – e, se forem incluídas as despesas com pensionistas, a proporção cai para 0,75. Nesse sentido, há menos de um servidor em atividade para financiar o pagamento de cada benefício pago pelo governo federal”. Da mesma maneira, a expansão do número de servidores é uma solução para o problema do desequilíbrio financeiro da previdência. No Judiciário e Ministério Público, onde os serviços expandiram-se na última década, o gasto com aposentadorias e pensões correspondem, respectivamente, a 26% e 33,1% da soma de salários da ativa. Pela regra atual, em que o empregador pode contribuir até o dobro do salário do empregado,

---

<sup>65</sup> Mudar a Previdência: Uma Questão de Justiça, publicado em Maio de 2003, [www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br)

<sup>66</sup> O documento do Ministério da Previdência atribuiu a essa rubrica as aposentadorias do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS).

<sup>67</sup> No RGPS os empregadores contribuem com 20% da folha de pagamento, enquanto que no RPPS o governo não contribuiu, e quando faz, chama de déficit.

com uma alíquota de 11% do salário para o servidor e de 22% para o Estado, a situação estaria equilibrada (GOBETTI, 2003).

Outro fator apontado pelo aumento dos gastos com aposentados e pensionistas na União são 400 mil servidores (aproximadamente) antes vinculados à CLT (Consolidação das Leis do Trabalho), de um total, hoje, de 1 milhão e 800 mil aposentados, pensionistas e ativos, e que ganharam direito a aposentadoria integral<sup>68</sup> – e estabilidade no emprego –, pela Constituição de 1988 (VELLOSO, 2003). Para o autor, o crescimento do peso dos inativos e pensionistas na despesa se deveu basicamente em virtude de maciças aposentadorias de ex-contratados pela CLT no serviço público. Porém, a reforma não resolve essa questão porque ela não faz parte dos problemas da previdência. Esse evento é história e, portanto, não tem como ser corrigido pela reforma. Embora seja uma justificativa para a implantação da contribuição dos inativos, não é problema da previdência em si. O que a contribuição dos inativos ajuda a resolver são os problemas de financiamento<sup>69</sup> da previdência brasileira, esse sim faz parte dos seus problemas.

Contribui também para a elevação dos gastos previdenciários alguns benefícios discutíveis, difíceis de serem justificados conceitualmente. Conforme MAGALHÃES (2003, p.10), devemos discutir a qualidade dos gastos previdenciário, avaliando se devemos continuar concedendo benefícios de flagrantes iniquidades, como a concessão de benefícios precoces por meio da aposentadoria por tempo de contribuição; aposentadoria especial; aposentadoria com idade reduzida para a área rural, homem e mulher, e para a mulher urbana. Esses benefícios contribuem para elevar o gasto previdenciário. No entanto, nenhum dos benefícios acima tem a ver com a perda da capacidade laborativa, que deveria ser o requisito básico para o acesso ao benefício previdenciário. Para o autor, deveria ser eliminado do texto constitucional qualquer redução de idade para a aposentadoria, por sexo ou profissão. Além disso, deve-se eliminar qualquer possibilidade do tempo de contribuição e do tempo de serviço serem geradores de direito à aposentadoria.

---

<sup>68</sup> É preciso explicitarmos que a Constituição de 1988 não transformou automaticamente empregados celetistas (CLT) em estatutários (RPPS). O que a Constituição fez foi permitir que o Executivo optasse pelo regime a ser adotado (Regime Jurídico Único), e este deveria ser único. O Executivo Federal é que optou pelo RPPS, assim como diversos Estados e Municípios.

<sup>69</sup> Temos que tomar cuidado ao tratar desse tema, pois se considerarmos todos os recursos definidos na Constituição para Seguridade Social, esta de uma forma geral não é deficitária. Quando separamos a análise,



A Reforma da Previdência aprovada concentrou suas atenções na previdência do setor público, pois é nela que se encontra os maiores desequilíbrios financeiros. A previdência do RGPS (ou INSS) vem sendo ajustada gradualmente pelo legisladores, no intuito de reduzir os déficits registrados nos últimos anos. Nesse regime, as aposentadorias são hoje calculadas pela média das contribuições passadas. Segundo VELLOSO (2003), “as contas do INSS só ostentam os déficits elevados que aparecem nas estatística oficiais, porque nelas se incluem benefícios assistenciais ou subsidiados que pagam 1 (um) salário mínimo, que deveriam ser contabilizados, explicitamente, no orçamento geral”. Para o Ministério da Previdência, apenas 6,5% dos trabalhadores do país, todos servidores públicos da ativa, terão mudanças em suas regras previdenciárias. Dos trabalhadores do RGPS, 6,2% dos trabalhadores ganham mais do que o atual teto de benefícios, podendo receber uma aposentadoria maior no futuro em virtude do aumento do teto. O restante, 87,3% dos trabalhadores do país estão no RGPS<sup>70</sup> e ganham até o teto atual, não havendo mudanças nas regras de concessões de benefícios. Além disso, os autônomos terão, inclusive, uma redução de 50% na contribuição para o INSS, aumentando a cobertura da previdência pública. Dentro do diagnóstico de que os problemas estão concentrados na previdência dos servidores públicos, segue os principais pontos aprovados pela Emenda Constitucional da Reforma<sup>71</sup> da Previdência:

#### **a) Mudança da base de cálculo dos benefícios**

Pela regra vigente até a reforma, os servidores estatutários têm como valores de referência para aposentadorias a última remuneração de seu cargo. A justificativa para a mudança é que os valores dos benefícios não guardam relação com a vida contributiva do beneficiário, causando desequilíbrios financeiros e atuariais. O servidor ao longo da carreira recebe progressão salarial, portanto, a última remuneração só é base contributiva para os últimos períodos da carreira do servidor. Para os atuais servidores com direito adquirido nada muda, mantendo a regra atual. Para os atuais servidores sem direito adquirido, o valor da

---

devemos também separar a contribuição obrigatória do empregador (que o governo chama de déficit), os benefícios concedidos que se enquadram em assistência social e também as aposentadoria especiais, que deveriam contar com recursos do orçamento fiscal para complementar os benefícios.

<sup>70</sup> Os dados do Ministério da Previdência não leva em conta os trabalhadores informais sem cobertura previdenciária.

<sup>71</sup> O conteúdo apresentado aqui é baseado no texto aprovado pelo Projeto de Emenda Constitucional (PEC) nº 40, transformado no Senado Federal em PEC/SF nº 67, em dezembro de 2003. As alterações sugeridas na PEC 227 (ou Paralela) em tramitação no Congresso Nacional são encontradas no ANEXO XVIII.

aposentadoria terá como referência a remuneração do cargo efetivo, desde que o servidor tenha 60/55 de idade e 35/30 anos de contribuição (homem/mulher), além de 20 anos de efetivo no exercício público, 10 anos na carreira e 5 anos no cargo de referência. Nos demais casos, vale a regra da média dos salários-contribuição. Para os futuros servidores, o valor de referência das aposentadorias terá como base as contribuições do servidor, levando em conta as contribuições específicas de cada regime, nos casos em que o segurado mudou de regime ao longo de sua vida funcional.

#### **b) Teto para aposentadorias e pensões (subtetos nos Estados e Municípios)**

Pela regra anterior à vigência da reforma, os servidores públicos estatutários têm como limite para aposentadoria ou pensão a última remuneração percebida em seu cargo efetivo. A proposta mantém esse limite para os servidores atuais ativos<sup>72</sup>, embora a regra de cálculo seja a própria média, o que, obviamente, mostra que o teto nunca será atingido. Para os futuros servidores, o valor das aposentadorias e pensões não pode exceder a última remuneração do servidor em seu cargo efetivo e o teto do RGPS, quando existente regime complementar.

#### **c) Previdência complementar para os servidores públicos**

Pelas regras constitucionais vigentes, os RPPS só podem estabelecer teto para os benefícios de seus servidores se instituírem sistema complementar de previdência. Diante disso, o teto só valerá mediante a aprovação de lei complementar que trate do assunto. A partir disso, os servidores futuros têm limitação de seus benefícios ao teto do RGPS, sendo que este limite só pode ser aplicado aos atuais servidores caso optem pela adesão ao regime. Os fundos de previdência complementar serão fechados, públicos e serão estabelecidos sob a forma de contribuição definida, ou seja, o valor dos benefícios dependerá da rentabilidade auferida pelo fundo durante o período de acumulação. A adesão ao sistema de previdência complementar é sempre facultativa, mas acaba sendo implicitamente obrigatória para os novos servidores que ganham mais de R\$ 2.400,00 – como ocorre hoje com os funcionários do Banco do Brasil. Nesse ponto apareceu uma

---

<sup>72</sup> Vale esta regra para os futuros servidores que ingressarem no serviço público antes da instituição de regime de previdência complementar.

situação em que os governos terão gastos adicionais, pois contribuirão a fundo de pensão complementar – é claro que também terão novas receitas como a contribuição dos inativos, além de poder reduzir certas despesas.

#### **d) Novo cálculo das pensões**

As pensões geradas sob as regras atuais garantem a integralidade, ou seja, serão iguais aos proventos do servidor falecido ou igual aos proventos a que teria direito o servidor em atividade na data de seu falecimento. Para os atuais dependentes com direito adquirido à pensão, nada muda. Para os atuais dependentes sem direito adquirido à pensão, o valor das pensões será igual aos proventos do aposentado falecido ou à remuneração do servidor ativo falecido, até o limite de R\$ 2.400,00, acrescido de 70% da parcela excedente a este limite. Segundo o governo, a regra anterior não leva em conta que o conceito previdenciário prevê a proteção da renda per capita familiar, o que justifica a limitação do benefício a valores inferiores aos recebidos pelo servidor quando ainda vivo. Além disso, como a nova regra garante a integralidade para os dependentes dos servidores falecidos que recebam até o limite do teto do RGPS, estará garantido a integralidade para a maioria dos dependentes.

#### **e) Aposentadorias por tempo de contribuição (regra de transição)**

Para os servidores ativos com direito adquirido nada muda. Para os servidores ativos sem direito adquirido (ingresso antes de 16/12/1998), pela regra anterior elas podem ser requeridas aos 53/48 anos de idade, com um tempo de contribuição de 35/30 anos (homens/mulheres), acrescido de um pedágio de 20% sobre o tempo de contribuição que faltava para atingir o limite mínimo de contribuição em 15/12/1998. Pelas novas regras, vale as mesmas regras para a concessão do benefício. Contudo, haverá um abatimento para aquelas pessoas que se aposentarem antes de 60/55 (homens/mulheres). Se o servidor completar os requisitos para a aposentadoria até 2005, o abatimento será de 3,5% por ano de antecipação, porém se for a partir de 2006, esse abatimento será de 5% ao ano. Além disso, o provento será calculado pela média dos salários-contribuição. Para os futuros servidores e atuais servidores ativos (ingresso após 16/12/1998), não existe regra de transição, valendo a regra geral para aposentadoria voluntária – 60/55 por idade e 35/30

anos de contribuição; 65/60 anos de idade, com proventos proporcionais ao tempo de contribuição; ou aposentadoria compulsória aos 70 anos de idade.

#### **f) Contribuição sobre aposentadorias e pensões**

Pelo texto aprovado, os atuais servidores aposentados e pensionista e pessoas com direito adquirido, a contribuição previdenciária incidirá sobre os valores das aposentadorias e pensões que ultrapassarem 50% (R\$ 1.200,00) do valor do teto do RGPS, no caso dos Estados, DF e Municípios. No caso de servidores da União, a isenção será limitada a 60% do valor do teto do RGPS (R\$ 1.440,00). Para os dependentes e servidores atuais sem direito adquirido e futuros servidores, a contribuição incidirá sobre os valores das aposentadorias e pensões que ultrapassarem o valor do teto de R\$ 2.400,00. Esse é um ponto em que a isonomia com os trabalhadores do INSS é virtual, pois não se cobra daqueles contribuição de inativos e pensionistas.

#### **g) Aplicação do teto remuneratório geral**

Pelo texto aprovado, os servidores públicos federais não poderão receber a título remuneração, subsídios, aposentadorias e pensões acima do subsídio do Ministro do Superior Tribunal Federal (STF)<sup>73</sup>. Para os servidores estaduais e distritais, o Poder Executivo tem como limite o subsídio do governador, o Poder Legislativo o subsídio mensal dos deputados estaduais e distritais, e o Poder Judiciário, Ministério Público e Defensoria Pública, o limite é o subsídio do desembargador do Tribunal de Justiça, limitado a 90,25% do subsídio do Ministro do STF.

#### **h) Paridade entre ativos e inativos/pensionistas**

---

<sup>73</sup> O limite do Ministro do STF estava constante na Constituição Federal antes da reforma para todos os servidores, de todas as esferas, tanto para remuneração e subsídios quanto aposentadorias e pensões. Porém, a regra era inaplicável, sendo flagrantemente violada.

Pelas regras anterior ao texto aprovado, os critérios de reajuste dos proventos dos servidores inativos e pensionistas segue a regra de paridade, ou seja, sempre que houver reajuste concedido aos servidores ativos, este aumento será estendido às aposentadorias e pensões. O texto aprovado mantém a paridade para os atuais aposentados, pensionistas e pessoas com direito adquirido. Para os atuais servidores sem direito adquirido, o texto aprovado assegura o reajustamento dos benefícios sempre que ocorrer modificação de remuneração dos servidores ativos, conforme critérios a serem estabelecidos em lei. Caso estes servidores cumprirem os requisitos para aposentadoria integral (60/55 de idade + 35/30 anos de contribuição (homem/mulher) + 20 anos de efetivo exercício no serviço público + 10 anos na carreira + 5 anos no cargo), vale a regra de paridade, na forma da lei. Para os dependentes sem direito adquirido e para os futuros servidores, é assegurado o reajustamento dos benefícios para preservar-lhes, em caráter permanente, o valor real, conforme critérios a serem definidos em lei.

#### **i) Outros pontos aprovados**

- Aumento do teto do RGPS: antes da proposta o teto era de R\$ 1.869,34, passando para R\$ 2.400,00. Os trabalhadores que contribuíram ao INSS pelo teto, terão aumento no valor de sua aposentadoria. Segundo o Ministério da Previdência, cerca de 3,6 milhões de trabalhadores filiados ao INSS serão contemplados.

- Abono de Permanência: para os servidores que podem aposentar-se com idades de 60/55 anos ou 53/48 na regra de transição (homens/mulheres), mas que optem permanecer em atividade após o cumprimento dos requisitos para aposentadoria será concedido um abono de permanência com valor igual à contribuição à Previdência Social. Aos 70 anos de idade, o servidor será aposentado compulsoriamente, não recebendo mais o abono.

- Percentual Mínimo de Contribuição para Estados e Municípios: Os servidores ativos dos Estados e Municípios não poderão ter alíquotas de contribuição previdenciária inferiores às praticadas pela União. Essa alíquota hoje está em 11%. Segundo VELLOSO (2003), esse percentual foi introduzido na emenda a pedido dos governadores.

- Limitação do Número de Regimes Próprios e Unidades Gestoras: Veda-se a possibilidade de existência de um regime próprio de previdência possuir mais de um unidade gestora. De forma similar, isso também foi incluída a pedido dos governadores.

- A emenda também cita o sistema especial de inclusão previdenciária de trabalhadores de baixa renda, a ser definida em lei, para facilitar a entrada de trabalhadores de baixa renda na previdência social, através de um tratamento especial.

Embora a Reforma da Previdência tenha sido relativamente profunda, algumas questões ainda não foram resolvidas. A primeira delas refere-se aos militares, que ficaram para uma reforma a ser feita em separado. Será mantida aposentadoria especial para os militares, porém deverá ser cortados alguns exageros. O texto que está sendo negociado entre o governo e os militares inclui o fim da pensão vitalícia para os filhos e filhas e militares, fim da contagem de tempo do período em que o aspirante fica na escola preparatória e no colégio militar, mas deverão continuar a contribuir com 7,5% dos seus proventos, portanto, abaixo do desconto dos demais servidores (GENOÍNO, 2003). A aposentadoria especial não tem qualquer fundamento conceitual que justifique sua existência. Porém, se o governo e a sociedade entenderem que os militares devem ter tratamento diferenciado, que seja separado dentro do orçamento fiscal os recursos necessários para complementar a concessão do tratamento especial. Cabe ressaltar que a pensão vitalícia para filhos e filhas é um exagero injustificável, sem nenhum fundamento previdenciário, pois ela deveria estar condicionada à proteção e manutenção do pensionista até a obtenção da capacidade laborativa. Qualquer coisa diferente disso, é difícil de ser justificado. Quanto ao fim da contagem do tempo de formação para aposentadoria, como não há contribuição não há porque contar o tempo como benefício. O regime de repartição (ou de caixa) não admite beneficiário sem contribuição, a não ser que seja explicitamente separado pelo orçamento fiscal.

Outro ponto não resolvido pela reforma é o contingente de aproximadamente 40 milhões de trabalhadores informais sem nenhuma cobertura previdenciária – os sem previdência. De última hora, o governo incluiu na Reforma da Previdência dispositivo que permite através de lei a ser definida, tratamento especial para a inclusão dos trabalhadores de baixa renda (e informais) no sistema previdenciário. Para CRUVINEL (2003), “o fato de 50%

dos trabalhadores viverem na informalidade é escandaloso, e ainda mais a ausência de providências para garantir-lhes o mínimo de segurança na doença e velhice”. Segundo ela, o governo negocia com a Central Única dos Trabalhadores (CUT) uma proposta de regime especial para este grupo, que pagariam apenas 8% de contribuição – considerando o salário de R\$ 240,00 reais, em vez de R\$ 48,00 (como hoje acontece), seria apenas R\$ 19,20. Pelos seus cálculos, a adesão hipotética de 40 milhões de informais elevaria a arrecadação da previdência em R\$ 768,00 milhões mensais, ou R\$ 9,2 bilhões anuais. Nesse sentido, há uma importante razão fiscal, de curto prazo, para a inclusão dos trabalhadores informais à previdência. Além disso, com a entrada em vigor da Lei Orgânica da Assistência Social, que garante aos idosos sem renda com mais de 65 anos de idade um salário mínimo, a inclusão previdenciária hoje pode representar um menor gasto no futuro com o pagamento de um grande contingente de idosos não-contribuintes.

A Reforma da Previdência pode não ter resolvido a questão dos trabalhadores informais (principalmente, de baixa renda), no entanto, ela fortalece o sistema de Previdência Complementar (ou fundos de pensão fechados – trabalhadores de renda maior). É condição para a aplicação do teto previdenciário, a instituição de fundos de previdência fechados, de natureza pública e em regime de contribuição definida, para suplementar, por adesão voluntária, a aposentadoria dos funcionários públicos com salários acima de R\$ 2.400 reais. A adesão é voluntária, mas acaba sendo implicitamente obrigatória. Como o governo terá que contribuir para o fundo de pensão do servidor, não entrar no fundo significa uma perda real para o servidor que fizer a opção. Pela legislação aprovada, não é permitido ao governo fazer contribuições maiores que as feitas pelos seus servidores. Dessa forma, limita os desenhos do Tesouro Nacional, ficando legalmente proibido<sup>74</sup> de cobrir rombos provocados pela administração do fundo. Os fundos de contribuição definida são, por definição, equilibrados. Isso acontece porque o valor da aposentadoria ou pensão dependerá da rentabilidade das aplicações feitas pelos seus gestores.

---

<sup>74</sup> É evidente que esta é uma questão meramente formal. No futuro, caso um contingente expressivo estiver em fundos de contribuição definida, regulamentados pelo governo, e que ainda indica membros para a administração, e se houver grandes perdas financeiras (por ex. na aplicação em projetos de baixo retorno, incluindo alguns que possam ter elevado alcance social), é esperado que o governo sofra pressão política para solucionar os problemas existentes, e ninguém pode garantir que não haja solução política diferente do que foi aprovado pela legislação.

Os fundos de pensão dos servidores têm potencial para elevar substancialmente os recursos da previdência complementar. Além dos novos servidores, pelo texto aprovado, os servidores atuais mantêm como teto para a aposentadoria a última remuneração, porém a regra de cálculo é a própria média de contribuição, o que, obviamente, mostra que o teto nunca será atingido. Existe hoje mais de um milhão<sup>75</sup> de servidores em atividade na União, Estados e Municípios que ganham acima de R\$ 2.400,00, e deverão ter interesse em aderir voluntariamente a um fundo de pensão. Considerando que os fundos de pensão fechados contam com cerca de 1,7 milhões de participantes ativos, e que em dezembro de 2002 acumulavam ativos de aproximadamente R\$ 190 bilhões, os novos fundos terão um potencial para aumentar em mais de 50% o volume de recursos administrados pelos fundos de pensão.

A Reforma da Previdência dará um impulso para o crescimento dos fundos de pensão fechados. Porém, seus resultados não são imediatos. Os governos estaduais ainda tem um gasto elevado com a folha de pagamento, e não deverão fazer grandes contratações por algum tempo, a não ser o pessoal indispensável para reposição do pessoal em algumas áreas. Nos governos municipais, a situação é mais heterogênea, mas eles enfrentam problemas de escassez de recursos, o que limita a contratação de pessoal. Porém, no governo federal, onde o salário geralmente é maior e, portanto, encontra-se boa parte dos servidores com ganhos acima de R\$ 2.400,00, o gasto com pessoal está controlado. Do outro lado, nessa esfera, existe uma escassez de pessoal nas áreas de fiscalização, regulação, e órgãos como a Polícia Federal. Assim, o governo deve voltar a contratar um maior número de servidores nos próximos anos, ao passo que os fundos de pensão para seus servidores devem já estar regulamentados. Nesse sentido, é no governo federal e, em menor medida, nos governos municipais que os fundos de pensão dos servidores públicos devem obter o maior crescimento.

Além da Reforma da Previdência, a ABRAPP (Associação Brasileira de Fundos de Previdência Fechados) aposta na criação de fundos de pensão com origem em sindicatos e associações de classe de profissionais liberais, também conhecidos como fundos instituídos. Estes fundos visarão ao crescimento das fundações a que estão ligados, fortalecendo o vínculo com seus associados, mas também oferecerá garantias de

---

<sup>75</sup> Segundo o editorial do Estado de São Paulo, de 12 de agosto de 2003.



aposentadorias para os trabalhadores. Ao lado da reforma da previdência, os fundos instituídos deverão ser os grandes responsáveis pelo crescimento dos fundos de pensão fechados nos próximos anos. Com isso, o volume de recursos a disposição dos fundos para investimentos deve-se elevar de forma consistente. Isso porque o crescimento dos ativos será não só resultado das rentabilidades auferidas e das contribuições dos já filiados, mas também de contribuições de novos filiados ao sistema. Esses recursos poderão contribuir para o financiamento de projetos de maturação mais longa, a exemplo dos investimentos em infra-estrutura. Ademais, nosso incipiente mercado de capitais poderá ganhar novo impulso, tendo em vista os novos recursos dos fundos de pensão em busca de aplicações rentáveis para aplicações. Embora a reforma não foi capaz de resolver todos os problemas existentes na previdência, ela abre a possibilidade de contribuir de forma positiva para o aumento dos recursos de longo prazo a disposição do financiamento do investimento. Porém, a função básica dos planos de aposentadoria é fornecer renda de aposentadoria para os trabalhadores após a inatividade. E isso deve ser compatibilizado com uma estratégia de desenvolvimento onde os fundos de pensão possam fornecer recursos de longo prazo para a consolidação financeira dos investimentos.

### **3.4 - CONCLUSÕES**

O objetivo deste capítulo analisar as experiências internacional e brasileira dos fundos de pensão para identificarmos suas contribuições para o financiamento do desenvolvimento. Além disso, para o caso brasileiro, estendemos a análise para incluir a reforma da previdência, e suas implicações para a previdência complementar (ou fundos de pensão fechados).

O estudo da experiência internacional foi dividido em dois grupos: a experiência dos países do OCDE e a experiência latino-americana. Esses dois grupos correspondem, a grosso modo, a dois modelos distintos de fundos de pensão. No primeiro grupo, encontramos o modelo ocupacional de benefício definido, presente nos principais países desenvolvidos. No outro grupo, encontramos o modelo latino-americano de contribuição definida, que teve o desenvolvimento a partir da reforma da previdência chilena. Nos dois grupos de

países, encontramos experiências e influências dos dois<sup>76</sup> modelos existentes. Porém, há uma tendência mundial em favor dos fundos de contribuição definida. Assim, países com larga experiência no modelo ocupacional de benefício definido têm incentivado o crescimento dos fundos de contribuição definida – as empresas têm incentivos (inclusive contábeis) ao migrarem seus fundos ocupacionais para contribuição definida.

A experiência dos países do OCDE indicou uma heterogeneidade muito grande tanto no desenvolvimento<sup>77</sup> dos fundos de pensão quanto no perfil de suas aplicações. De um lado, encontramos países como uma elevada proporção de ativos em relação ao PIB (Holanda, Austrália, Dinamarca, Suíça, Reino Unido, etc.) e países com baixa proporção de ativos sobre o PIB (Espanha, França, Portugal, Alemanha, etc.). Outro ponto a destacar refere-se ao perfil da carteira de aplicações dos fundos de pensão. Enquanto em alguns países temos uma elevada participação em ações e instrumentos de renda variável, em outros encontramos uma carteira de aplicações com forte presença de títulos de empresas, além de diferir a proporção de ativos investidos em títulos públicos entre os países analisados. Esse perfil diferenciado da carteira de ativos reflete, em alguma medida, a estrutura do sistema financeiro vigente em cada país. Diante disso, dois grupos de países se destacam. Num primeiro grupo, com sistema financeiro com forte domínio do mercado de capitais, os fundos de pensão aplicam, preferencialmente, no mercado de ações e outros títulos negociados nesse mercado. No segundo grupo, onde encontramos países que desenvolveram sistemas financeiros baseado no crédito bancário (crédito privado ou governamental), os fundos de pensão têm uma proporção relativamente mais alta de títulos de dívida das empresas na carteira de ativos.

Na experiência dos países latino-americanos o grau de diferenciação entre eles é menor, principalmente em relação às aplicações. Na maioria dos países, os títulos públicos detêm a preferência nas aplicações dos fundos de pensão. Em muitos deles, a proporção deles no total de ativos é quase o total do volume de aplicações. A principal exceção é o Peru, onde

---

<sup>76</sup> Existe um terceiro modelo que erroneamente alguns autores colocam juntamente com os fundos de pensão, que é o modelo sueco de contas nocionais. Este modelo foi implantado em alguns países (Itália) e está em estudo em outros (Hungria, Polônia), onde as contribuições do empregado é acumulada em uma conta nocional. Essa acumulação é fictícia porque essas contribuições financiam os aposentados atuais, porém ela é base para a aposentadoria. Nesse caso, não estamos falando de fundos de pensão que, por definição, deve ser fundado em regime de capitalização, mas de uma variação do regime de repartição. (ESTELLE, 1998, BARR, 2000)

os títulos de empresas e ações detêm mais que 70% dos recursos aplicados. Em relação à diversificação das aplicações, o Brasil e o Chile destacam-se em relação aos demais. Nesses dois países, o grau de diversificação dos recursos aplicados é elevado, tanto em instrumentos de renda fixa quanto de renda variável. O ponto a destacar dessa experiência é o elevado grau de concentração dos fundos de pensão. Em praticamente todos os países, poucos fundos de pensão dominam a totalidade dos recursos aplicados. Os quatro maiores fundos de pensão têm uma proporção de ativos que passa de 80% em quase todos os países da região. O que diferencia um pouco é o Brasil, que embora os 10 primeiros tenham uma quantidade significativa dos recursos, existe um conjunto de entidades de previdência de porte médio com uma participação relativa significativa dos ativos.

Por fim, na análise da experiência brasileira fizemos uma avaliação geral das aplicações no período de 1992 a 2002. Constatamos que a despeito de os fundos de pensão brasileiros possuírem uma carteira mais diversificada que os países da região – a exceção do Chile –, ela ainda é concentrada em ativos de renda fixa. Enquanto algumas aplicações perderam espaço (imóveis, por ex.) outros instrumentos de renda fixa e variável ganharam (fundos de investimentos, por ex.). Ao longo do período analisado houve um grande crescimento do volume de ativos, porém o número de filiados permaneceu estagnado. Diante disso, nosso maior desafio é crescer o número de filiados de forma a continuar a expandir os recursos dos fundos de pensão. A Reforma da Previdência deve contribuir para o crescimento dos fundos de pensão nos próximos anos, assim como a instituição de fundos pelas associações de classe de profissionais e outras entidades civis (os fundos instituídos). Nesse sentido, esperamos que os ativos dos fundos continuem a expandirem, elevando a proporção em relação ao PIB, e na melhor das hipóteses, contribuindo com recursos para o financiamento de investimentos no Brasil.

---

<sup>77</sup> Desenvolvimento aqui é entendido como a proporção de ativos sobre o PIB. Quanto maior essa proporção, maior o desenvolvimento relativo.

## **CAPÍTULO 4 – AS CONTRIBUIÇÕES DAS EXPERIÊNCIAS PARA O DESENVOLVIMENTO**

No primeiro capítulo, discutimos as três principais teorias que tratam do financiamento do desenvolvimento. O objetivo foi buscar sustentação teórica para o entendimento do papel que pode ser desempenhado pelos fundos de pensão dentro das modernas economias, dentre elas, a do Brasil. Nossa escolha teórica se assentou na teoria pós-keynesiana (e seu circuito *finance-investimento-poupança-funding*) como instrumental para a interpretação do papel dos fundos de pensão para o financiamento do desenvolvimento. No segundo capítulo, tratamos de alguns aspectos relacionados aos fundos de pensão. Nosso objetivo foi, primeiro, caracterizar os fundos de pensão fechados dentre os demais investidores institucionais para, em seguida, discutir alguns tópicos relacionados ao tema. No terceiro capítulo, fizemos uma análise das experiências dos países do OCDE, da América Latina e do Brasil, além de um sub-tópico sobre a reforma da previdência brasileira. Neste capítulo, nosso objetivo é fazer uma análise geral das contribuições das experiências para o desenvolvimento, principalmente a experiência brasileira e as implicações da reforma da previdência.

Nos países do OCDE, o papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento está associado à “consolidação financeira” do investimento. Este processo, que consiste no alongamento de prazos das dívidas das empresas, pode ser concretizado diretamente no mercado de capitais ou indiretamente no mercado de crédito bancário. Nesse sentido, a configuração do sistema financeiro é determinante na forma de atuação dos fundos de pensão e, por consequência, no papel desempenhado por essas instituições no financiamento do investimento. As diferenças de perfis de aplicações entre os países estão, geralmente, relacionados a padrões distintos de financiamento da economia, que também pode gerar diferentes configurações de governança corporativa.

Nos países com predominância do SMC, o sistema bancário fornece o *finance* para o início do processo do investimento, o que é compatível com a estrutura dos passivos bancários, geralmente, provenientes de captações de curto-prazo. Porém, o *funding*, ou seja, os recursos para o alongamento de prazos das dívidas, são fornecidos diretamente pelo

público poupador por meio dos mercados de capitais, e não junto ao sistema bancário. Nesses países, o controle da propriedade das empresas é diluído por um grande número de investidores, o que facilita a atuação dos fundos de pensão e de outros investidores institucionais nos mercados de capitais. A administração das empresas é feita por administradores profissionais. Ela é constantemente monitorada pelos seus investidores, os quais fornecem os recursos de longo prazo para os investimentos. Nesse sentido, os sistemas de governança corporativa refletem essas peculiaridades, independente se classificamos como sistema de controle externo ou sistema de controle *via equity*. O importante nessa configuração, é que a liquidez oferecida pelos mercados de capitais permite a reestruturação de seus ativos de forma relativamente rápida. Isso diminui a possibilidade de grandes perdas, além de beneficiar grandes unidades de capital, como é o caso dos fundos de pensão. Esse processo é compatível com a visão pós-keynesiana do financiamento do investimento, pois a decisão de investir do empresário dá início aos encadeamentos causais surgidos a partir desse momento. Este encontra nos bancos o *finance* para dar início aos investimentos, desencadeando na economia um círculo virtuoso<sup>78</sup> que gera renda, que parte é poupada e parte é consumida, e com isso, produz os recursos para o *funding* (“consolidação financeira”) de forma a compatibilizar a estrutura de sua dívida com a maturação de seu investimento.

Quanto ao perfil de aplicações, a participação das ações na carteira dos fundos de pensão dos países de SMC - EUA e Reino Unido - é bastante elevada, geralmente, mais de 50% dos ativos totais. Além disso, são grandes compradores de títulos de empresas, o que é um sinal da contribuição deles para o financiamento do investimento. As empresas, nessa estrutura de sistema financeiro, têm nos mercados de capitais o apoio financeiro para a expansão de seus investimentos. Nos anos 90, o mercado de capitais norte-americano destacou-se no financiamento de empresas de tecnologia por meio do *venture capital* (ou capital de risco), que possibilitou o acesso a financiamento para empresas sem história pregressa de sucesso. O financiamento bancário precisa de garantias de retorno dos investimentos ou de *colaterais* que cubram possíveis perdas caso o projeto de investimento não se revele viável no momento *ex-post*. As perdas decorrentes de empréstimos bancários são suportadas diretamente pelos bancos concedentes, o que provoca uma redução dos

---

<sup>78</sup> Este círculo virtuoso é resultado da decisão de investir, que ativa a produção para atender à sua demanda por investimento em indústria de bens de capitais, que também aumenta as contratações e as encomendas de

ativos em relação aos passivos. Nos mercados de capitais, a confiança é determinante para a aceitação dos projetos de investimentos pelo público financiador, sendo que os *colaterais* perdem a importância relativa para o financiamento do projeto. Esta estrutura mostrou-se mais conveniente para o financiamento de projetos de investimentos com riscos e retornos elevados (novas tecnologias, p. ex.), e que ainda não possuem história pregressa de sucesso. Isso acontece porque as perdas se concretizam pela depreciação de preços dos papéis, que estão nas mãos de um número bem maior de agentes, e não de um ou poucos financiadores. Os fundos de pensão são os principais agentes atuantes nos mercados de capitais norte-americano e inglês, tendo em vista que são os maiores investidores em ações e títulos dívidas das empresas.

Nos países SCP ou SCG, o papel do sistema bancário não está apenas no fornecimento do *finance*, como no caso anterior, mas também na provisão do *funding*, pois é o responsável pelos recursos de longo prazo que financiam os investimentos. Assim, o processo se torna mais rápido e mais concentrado, pois em vez de estar disperso por um grande número de agentes, este passa a ser conduzido por um número relativamente pequeno de grandes bancos, geralmente, associados a grandes grupos empresariais. É conglomeração financeira e industrial. A estrutura de governança corporativa predominante é de controle interno/controle direto via débito, em conformidade com os padrões de financiamento vigentes, e evidencia a fragilidade dos mercados de capitais. O baixo desenvolvimento do mercado de capitais limita o espaço de atuação dos fundos de pensão – e demais investidores institucionais. Os bancos geralmente administram os recursos dos fundos de pensão e, geralmente, os direcionam para a compra de títulos de dívida das empresas vinculadas ao conglomerado. Essa configuração coloca à disposição dos grandes conglomerados boa parte dos recursos dos fundos de pensão. Dessa forma, os grandes grupos empresariais contam com uma fonte estável e barata de recursos para financiar seus investimentos. Do lado dos fundos de pensão, o espaço de atuação mais limitado inibe ou dificulta estratégias de realocação de *portfólios* com vistas à valorização de seus ativos. A convergência de interesses entre os fundos de pensões e suas patrocinadoras nem sempre é garantida, tendo em vista que essas instituições, em tese, poderiam obter retornos maiores para seus ativos em um ambiente de maior opção e/ou liberdade de aplicação de recursos.

Quanto ao perfil de aplicações, os títulos de dívidas das empresas ganham preferência na carteira dos fundos de pensão, ao passo que diminui o interesse pelas ações. Não há, como no caso anterior, a mesma facilidade de se retirar do investimento acionário. Além disso, a possibilidade de influenciar a administração da empresa é pequena, visto que estão nas mãos de grandes conglomerados financeiros. Outro destaque presente em suas carteiras são os empréstimos que, geralmente, são direcionados para empresas do conglomerado financeiro administrador dos recursos, ou ainda, para suas patrocinadoras. Nesse sentido, as aplicações dos fundos de pensão beneficiam o financiamento do investimento, pois são provedores de *funding* para as empresas.

Nossa atenção até agora se concentrou em países mais característicos, com sistemas financeiros e padrões de financiamento mais desenvolvidos. Porém, os países do OCDE são heterogêneos, e muitos deles não têm um sistema financeiro tão profundamente desenvolvido. Existem classificações intermediárias, como o caso italiano, além de modelo de crédito bancário pouco desenvolvido como os casos da Espanha e da Malásia, e sistema de mercado de capitais não plenamente desenvolvidos, a exemplo da Austrália. Isso reflete na carteira de aplicações dos fundos de pensão, conforme estejam mais próximos do primeiro ou segundo grupo de países analisados. O baixo desenvolvimento relativo do sistema financeiro em algumas economias pode ser uma explicação para a proporção relativamente elevada de ativos líquidos na carteira de seus fundos de pensão. Isso também ocorre, no caso italiano, com a excessiva participação de propriedades na carteira de seus fundos. Essa evidência sugere que o desenvolvimento do sistema financeiro, embora não seja um pré-requisito, é fundamental para o aproveitamento do potencial dos fundos de pensão no processo de consolidação financeira do investimento.

Na América Latina, os países da região não possuem um sistema financeiro bem desenvolvido. Os mercados de capitais não se desenvolveram completamente e, principalmente, pouco atuantes na provisão de recursos para produção e investimentos. Nas economias da região, predominam os sistemas de crédito bancário, com forte participação de bancos públicos em alguns casos (Brasil). O sistema bancário latino-americano não construiu uma forte relação banco-indústria como as experiências alemã e japonesa, e apresenta deficiências latentes na oferta de recursos de longo prazo para a

produção e os investimentos. Essa carência de recursos para o financiamento em longo prazo pode ser coberta (ou amenizada) pelo aumento dos ativos dos fundos de pensão. A maioria das reformas previdenciárias na América Latina manteve um sistema de cobertura universal obrigatório com base em repartição simples (e garantia governamental) acompanhado de um regime complementar voluntário<sup>79</sup> em bases de capitalização. Essa mudança regulatória permitiu um significativo aumento dos recursos disponíveis aos fundos de pensão privados e grau de atuação mais amplo. Nas economias em desenvolvimento, como a América Latina, os fundos de pensão têm se apresentado como alternativa potencial de captação de recursos de longo prazo, em face à decadência das formas tradicionais. Isso ficou exposto a partir do sucesso do modelo chileno de reforma da previdência social, em que se começou a cogitar a funcionalidade desses fundos no financiamento do desenvolvimento.

O perfil de aplicações da maioria dos fundos de pensão da América Latina não demonstra o aproveitamento dessa fonte de recursos para o financiamento de longo prazo. Na maioria dos países, os recursos concentram-se em títulos públicos, sendo ainda pequena a proporção investida em títulos das empresas (ações e dívidas). Como exceção, temos os fundos de pensão chilenos e peruanos e, em menor medida, os colombianos. No Chile, essas instituições iniciaram o processo de diversificação das aplicações na década de 80, e desde então, é significativa a quantidade de recursos aplicados no financiamento imobiliário, títulos de empresas e ações. Diferente da maioria dos países latino-americanos, os fundos chilenos detêm em carteira ativos diversificados, e há evidências da contribuição para o desenvolvimento financeiro e o financiamento dos investimentos. Destacamos também a experiência do Peru, em que os ativos concentram-se em títulos de dívida de empresas e ações (algo em torno de 70%). As taxas de crescimento dos ativos das entidades peruanas (e do número de filiados) têm sido elevadas, demonstrando o potencial delas para o financiamento do desenvolvimento daquele país. As experiências demonstram que os fundos de pensão latino-americanos constituem uma alternativa de captação de recursos de longo prazo, podendo se tornar na principal fonte de financiamento de suas economias.

---

<sup>79</sup> A exceção é o Chile acabou totalmente com o regime de repartição e instituiu um regime de capitalização de filiação obrigatória para os trabalhadores formais, e voluntária para os trabalhadores informais. A reforma mexicana migrou todos os trabalhadores para um regime de capitalização, porém manteve a possibilidade de retorno ao antigo sistema no momento de sua aposentadoria por opção do trabalhador.



No Brasil, o sistema financeiro é predominante de crédito bancário, com forte participação de bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa e BNDES, bancos estaduais). O mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, não sendo capaz de realizar sua função de prover os recursos de longo prazo para a economia. A provisão desses recursos é ainda quase totalmente dependente de fontes públicas, como as aplicações do BNDES. Ao longo da década de 90, os investidores institucionais (Fundos de Pensão, Fundos de Investimentos, Cias de Seguros, etc.) cresceram em tamanho e importância, tornando-se atores importantes na nova configuração do sistema financeiro. Essas instituições devem continuar a expansão, passando a ter um papel significativo no processo de financiamento do desenvolvimento brasileiro.

Quanto à carteira de ativos, a década de 90 representou a consolidação de uma maior diversificação de suas aplicações. À medida que esta avançava, investimentos tradicionais como imóveis perderam espaço na carteira de aplicações dessas instituições. Os investimentos em ações expandiram no início da década passada, principalmente, em função das privatizações (de 1991 a 1994, os fundos de pensão foram responsáveis por 16,84% do volume privatizado). Porém, com a queda na rentabilidade do mercado acionário, no final da década de 90, a proporção investida retraiu, refletida na queda do valor dos ativos em ações. Houve também diminuição significativa na proporção investida em debêntures, que são títulos de empresas emitidos para financiar a produção e investimentos. As grandes alterações de composição dos fundos de pensão brasileiros ao longo da década passada associam-se às acentuadas quedas nos depósitos a prazo e operações com patrocinadoras, e no sucesso dos fundos de investimentos de renda fixa e variável. Houve uma migração das aplicações em depósito a prazo (CDBs, RDBs, etc.) para fundos de investimento que, no final de 2002, eram responsáveis por mais de 50% dos ativos dos fundos de pensão. Quanto às operações com patrocinadoras, muito comuns até pouco tempo, foram restringidas por mudanças regulatórias e desapareceram do rol de aplicações dos fundos brasileiros no final da década de 90.

A atuação dos fundos de pensão brasileiros fornece indicativos da contribuição deles para o financiamento do desenvolvimento. No início da década, foram atuantes no processo de privatização, participando ativamente da compra de diversas empresas estatais, e

posteriormente, das mudanças na gestão para adequá-las a um ambiente interno e externo mais competitivo. Além disso, contribuíram com a modernização<sup>80</sup> das empresas privatizadas em face à concorrência no mercado interno e externo, que se acirrou ao longo da década passada. Além disso, a atuação deles na gestão das empresas demonstra que podem contribuir para a melhoria dos processos de governança corporativa, com impactos positivos sobre o desempenho das empresas. Outro ponto a destacar é que os fundos de pensão brasileiros têm demonstrado disposição para adquirir novos instrumentos financeiros. Como exemplo, os fundos de investimentos financeiros – FIF, de renda fixa e variável, rapidamente entraram no rol das principais aplicações dos fundos de pensão, embora pese o fato desses fundos terem em carteira uma proporção elevada de títulos federais e operações compromissadas (de curtíssimo prazo), sendo baixa a participação de papéis de emissão privada. Destacamos a expansão recente dos FIFs de renda variável ou fundos de ações que, no final de 1996, representavam 3% dos ativos dos fundos de pensão e, no final de 2002, passaram a 12%. Porém, o avanço nas aplicações em FIFs pode representar um encurtamento do prazo das aplicações, em virtude da concentração de ativos de curto-prazo na carteira desses fundos. O desafio para ampliar a atuação dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento depende, fundamentalmente, da ampliação do patrimônio. Nesse sentido, destacamos a regulamentação dos fundos instituídos por entidades profissionais ou representativas de classe e a reforma da previdência, que podem contribuir para o aumento dos recursos disponíveis para tal fim.

O fundo instituído é formado a partir de vínculos associativos dos participantes, sem necessidade de empresa patrocinadora. É criada a figura do “Instituidor”, que pode ser de entidades profissionais, associações de classes, entidades patronais, cooperativas, etc. A regulamentação fornece incentivos para a criação de fundos de pensão para seus filiados. Um aspecto importante desse modelo é a possibilidade do fundo criado por um sindicato, por exemplo, receber contribuições dos empregados e empregados. Com isso, cria incentivos para as empresas que não oferecem planos de aposentadorias para seus

---

<sup>80</sup> Algumas empresas privatizadas necessitavam de investimentos em modernização, visto que estavam defasadas tecnologicamente. A siderurgia é um exemplo em que diversas empresas passaram por processos de modernização, recebendo elevados investimentos após a privatização. No entanto, há exemplos de empresas privatizadas em que a transferência para o setor privado não implicou maiores esforços de modernização - Vale e Usiminas. Cabe ressaltar que a modernização das empresas na última década atingiu as empresas brasileiras de uma forma geral - e não apenas as empresas privatizadas -, tendo em vista o ambiente mais competitivo de uma maior abertura econômica.

trabalhadores aderirem ao sistema, visto que seus custos serão menores por não terem que administrar um fundo. A participação do associado e do empregador é voluntária. Além disso, em função da portabilidade<sup>81</sup>, o participante do fundo instituído tem o direito de transferir os recursos de seu plano para outro, sem que isso esteja condicionado à quebra de seu vínculo associativo com o instituidor. Essa regulamentação deve proporcionar a inclusão de categorias de trabalhadores que hoje estão fora do sistema, representando um acréscimo nos recursos disponíveis.

A Reforma da Previdência Social é outro ponto que certamente contribuirá para o aumento dos recursos das entidades de previdência fechada. A redução dos benefícios a serem pagos às futuras gerações de inativos deve estimular a procura por planos de aposentadorias privadas, como os fundos de pensão. Além desse efeito indireto, de forma direta ela proporcionará a inclusão de um contingente significativo de servidores públicos ao sistema de previdência complementar. De um lado, temos os novos servidores que ingressarão no serviço público com o novo teto de aposentadoria, empurrando aqueles que estiverem acima do teto para os fundos de pensão dos servidores públicos. Dos atuais servidores, dependendo da confiança da previdência complementar dos servidores, há um número significativo que poderão optar por aderirem ao plano de previdência dos servidores, mesmo não estando limitados ao teto de aposentadoria. Isso pode acontecer na medida que a aposentadoria integral garantida para aqueles que ainda não têm o direito adquirido é condicionada à média das contribuições, o que significa que o servidor nunca alcançará a remuneração integral do teto salarial.

Segundo o Secretaria de Previdência Complementar, a regulamentação dos fundos instituídos e a reforma da previdência deve aumentar o número de participantes ao sistema para 8 milhões<sup>82</sup>, um acréscimo de mais de 5 milhões de novos filiados. Num estudo<sup>83</sup> elaborado pela ABRAPP, apresenta cenários que variam de 3,5 milhões a 15 milhões de participantes entre 2005 e 2010. Segundo ela, os investimentos dos fundos de pensão poderão gerar rendas anuais de R\$ 37 bilhões a partir de 2005 e R\$ 60 bilhões em 2010.

---

<sup>81</sup> Regras que definem a mudança ou transferência do associado para outro fundo de pensão.

<sup>82</sup> Notícia divulgada no site da Previdência, [www.mpas.gov.br](http://www.mpas.gov.br), dia 02/10/03, em palestra no Seminário “Reforma da Previdência e a Experiência Internacional”.

<sup>83</sup> “Patrimônio dos fundos de pensão deve crescer 133% até 2010, afirma ABRAPP”, vinculado no site da ABRAPP, [www.abrapp.org.br](http://www.abrapp.org.br), 10/01/2004.

Além disso, o estudo diz que os fundos de pensão deverão criar em torno de 2,03 milhões de empregos por ano a partir de 2005 e 3,17 milhões em 2010. Embora as previsões acima possam conter algum grau de otimismo, o fato é que os ativos dos fundos devem crescer ao longo desta década, principalmente, como consequência da reforma da previdência. Na hipótese de confirmação do crescimento dos fundos instituídos, esse resultado não é apenas consequência da nova regulamentação, como também da reforma da previdência que, ao limitar os benefícios futuros e levantar a necessidade de preocupação com a aposentadoria, estimula indiretamente a procura por esses fundos.

A Reforma da Previdência gerou um ambiente favorável ao crescimento dos fundos de pensão. Nesse sentido, nos próximos anos, ela certamente proporcionará um aumento significativo nos seus recursos. Essas instituições têm por característica intrínseca a busca de aplicações de prazo mais longo e, portanto, têm potencial para se configurarem como importantes agentes na constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento brasileiro. Nesse novo modelo, a participação de investidores institucionais – fundos de pensão, p. ex. - na provisão de *funding* deve ser ampliada, colaborando com o desenvolvimento do mercado de capital doméstico. Eles podem contribuir com recursos de longo prazo em projetos de infra-estrutura, financiamento imobiliário<sup>84</sup>, *venture* capital, pequenas empresas ou na expansão da capacidade produtiva das empresas. No entanto, a confirmação desse cenário está condicionada à recuperação do investimento, do crescimento e da renda pessoal da economia, que são as bases necessárias para a ampliação de sua capacidade de poupança e, mais ainda, para que seja estimulado seu direcionamento para ativos de longo prazo.

O problema do Brasil não é ausência de poupança para o investimento. O financiamento do investimento, como já discutimos no primeiro capítulo, é feito pela expansão da moeda creditícia dos bancos – *finance* -, e não pela poupança prévia. Com isso, o investimento gera renda, que parte é poupada, garantindo uma igualdade ex-post. Nesse caso, o que se precisa é colocar a máquina para funcionar. O problema reside no fato de não haver no país

---

<sup>84</sup> Os fundos de investimentos imobiliários e os fundos hipotecários – que ainda precisam de melhor regulamentação – podem ser uma alternativa de investimento para os fundos de pensão, além de contribuírem para o acréscimo dos investimentos na construção civil, com impactos significativos sobre o nível de emprego e renda.

mecanismos de consolidação financeira que canalizem a poupança financeira da economia para aplicações de longo prazo, num processo que diminui a fragilidade financeira da economia e permite a continuação do processo de retroalimentação da economia. Os fundos de pensão podem exercer um papel relevante nesse processo. Por possuírem passivos de longo prazo, podem aplicar seus ativos em projetos de longa maturação, em busca de maior rendimento. Nesse sentido, a contribuição deles está associada à consolidação financeira do investimento, que é uma ponta fundamental do processo de financiamento do investimento. No entanto, o fato de serem potenciais aplicadores em ativos de longo prazo não é suficiente para torná-los aplicadores de ativos de longa maturação. É necessário o desenvolvimento de mecanismos institucionais que canalizem os seus ativos para o propósito de consolidação financeira do investimento. Nesse sentido, a presença dos fundos de pensão contribuiria não só para proporcionar futuras previdências para as famílias, mas também para processo de desenvolvimento.

## 5. Referências Bibliográficas

ABRAPP. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada. *Home page*. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br>> Acesso em dezembro de 2003.

BARR, Nicholas. *Reforma das previdências: mitos, verdades e escolhas políticas*. 2000. Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br>> Acesso em: 08/05/2003. (Original publicado pelo International Monetary Fund – IMF, Working Paper 00/139)

BARRO, Robert J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v.82, n.6, p. 1095-1117, Nov./Dec.1974.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello. O declínio de Bretón Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, n.4, p.11-20, jun. 1995.

BODIE, Zvi. *Pension as retirement income insurance*. Cambridge: NBER, 1989a. 46p. (Working paper; 2917) Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w2917.v5.pdf>>

BODIE, Zvi. *Pension funds and financial innovation*. Cambridge: NBER, 1989b. 54p. (Working paper; 3101) Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w3101.v5.pdf>>

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Política econômica e reformas estruturais*. 2003 Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br>> Acesso em abril de 2003.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. *Gasto social do Governo Central: 2001-2002*. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br>> Acesso em novembro de 2003.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública – PAF*. Brasília, 2004. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>> Acesso em janeiro de 2004.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública – PAF*. Brasília, 2004. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>> Acesso em janeiro de 2004.

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. Secretaria de Previdência Complementar. *Informações básicas: previdência complementar fechada*. Brasília: Ministério da Previdência e Assistência Social, 2001. Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br>> Acesso em: Dezembro/2002.

BRASIL. Ministério da Previdência e Assistência Social. Secretaria de Previdência Complementar. *Informações básicas: previdência complementar fechada*. Brasília: Ministério da Previdência e Assistência Social, 2002. Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br>> Acesso em: Novembro de 2003.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. *Mudar a previdência: uma questão de justiça*. Brasília: MPS/ACS, 2003. 40p.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n.2.829 de 30/03/2001, Brasília.

CORRÊA, Vanessa P., VIEIRA, Edson R. Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais: a influência da regulação e das estruturas de corporate governance e algumas indicações para o caso do Brasil. *Revista Econômica do Nordeste*, v.31, n.especial, p.936-952, nov. 2000.

COSTA, Fernando Nogueira da. Circuito de financiamento na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, n.9, p.69-93, dez. 1997

COSTA, Fernando Nogueira da. Fundos de pensão e financiamento do desenvolvimento: imobiliário, em infra-estrutura, empresas emergentes e risco tecnológico. In: COUTINHO, Luciano (Org.) *Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. Campinas: IE/UNICAMP, 1996. p.47-59.

COUTINHO, Luciano. O desenho de um novo modelo de financiamento para a América Latina. In: COUTINHO, Luciano (Org.) *Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. Campinas: IE/UNICAMP, 1996, p. 1-15.

CRUVINEL, Tereza. Os sem-previdência. *Jornal O Globo*, 05/08/2003, Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br>> Acesso em 03/12/2003.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. *Economia e Sociedade*, n.3, p.65-80, dez.1994.

DAVIDSON, Paul. A technical definition of uncertainty and the long-run non-neutrality of money. *Cambridge Journal of Economics*, v.12, n.3, p.329-337, 1988.

DAVIDSON, Paul. Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.9, n.1, p.101-111, 1986

DAVIS, E. Philip. *Financial development, institutional investors and economic performance*. West London: Brunel University, 2003. Disponível em: <<http://www.brunel.ac.uk/depts/ecf/>>. Acesso em 05/08/2003.

DAVIS, E. Philip. *Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector*. London: The Pension Institute, 2002a. 38p. (Discussion paper; PI-0207) Disponível em: <<http://www.pensions-institute.org/wp/wp0207.pdf>>. Acesso em 05/08/2003.

DAVIS, E. Philip. *Pension funds and European financial markets*. West London: Brunel University, 2002b. 18p. Disponível em: <<http://www.brunel.ac.uk/depts/ecf/>>. Acesso em 05/08/2003.

DAVIS, E. Philip. *The structure, regulation, and performance of pensions funds in nine industrial countries*. Washington: World Bank, 1993. (Working paper; 1229)

ECLAC. *Growth and stability: financing for development in the new international context*. 2001. (Mimeogr.)

ESTELLE, James. *Novos sistemas previdenciários: experiências, evidências e questões pendentes*. Brasília: Ministério da Previdência Social, 1988. Disponível em: <<http://www.previdenciasocial.gov.br>> Acesso em: 08/05/2003. (Original publicado no World Bank Research Observer, Agosto 1998)

FAZZARI, Steven M., VARIATO, Anna Maria. Asymmetric information and keynesian theories of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.16, n.3, p.351-369, 1994.

FIAP. Federação Internacional das Administradoras de Fundos de Pensão. *Home Page*. Disponível em: <<http://www.fiap.cl>> Acesso em: Dezembro de 2003.

FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DAS ADMINISTRADORAS DE FUNDOS DE PENSÃO. *Informe Semestral*, n.13, dez. 2002, Disponível em: <<http://www.fiap.cl>> Acesso em: 10/08/2003.

FELDSTEIN, Martin. *Social security and saving: new time series evidence*. National Tax Journal, v.49, n.2, p.151-164, Jun.1996.

FELDSTEIN, Martin. Social security induced retirement, and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, v.82, n.4, p.905-926, Sept./Oct. 1974.

FELDSTEIN, Martin. *Transition to a fully funded pension system: five economic issues*. Cambridge: NBER, 1997. (Working paper; 6149) Disponível em: <<http://papers.nber.org/papers/w6149>>. Acesso em 08/03/2002.

FOLHA DE SÃO PAULO. *Entenda a PEC paralela da previdência*. Disponível em: <<http://www.folha.com.br>> Acesso: em 07/01/04.

FOLHA DE SÃO PAULO. *Senado aprova PEC paralela da previdência em primeiro turno*. Disponível em: <<http://www.folha.com.br>> Acesso: em 15/12/03.

FREITAS, M. C. P. Os fundos de pensão e o financiamento da infra-estrutura. In: REZENDE, F., BRUGINSKI DE PAULA, T. (Orgs.) *Infra-estrutura: perspectivas de reorganização: financiamento*. Brasília: IPEA, 1998. p.37-100.

FRY, Maxwell J. *Money, interest, and banking in economic development*. Nova York: The Johns Hopkins University, 1995. 592p.

FGVDADOS. Fundação Getúlio Vargas. *Home Page*. Disponível em: <[www.fgvdados.com.br](http://www.fgvdados.com.br)> Acesso em: Dezembro de 2003.



GALE, William G. Public policies and private pension contributions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 26, n.3, Part 2, p. 710-734, Aug.1994.

GARCIA, Márcio G. P. O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. *Revista de Economia Política*, v.16, n.3, p.5-19, jul./set. 1996.

GENOÍNO, José. *Previdência: uma reforma justa e necessária*. Disponível em: <<http://www.ptceara.org.br>> Acesso em: 02 de maio de 2003. (Site do PT Ceará)

GOBETI, Sérgio. *Inativos já custam 30% mais que servidores ativos*. O Estado de São Paulo, São Paulo, 23/06/2003, Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

HERMANN, Jennifer, STUDART, Rogério. O desenvolvimento financeiro e o processo de integração financeira no Mercosul: tendências e perspectivas. In: BAUMANN, Renato (Org.) *Mercosul: avanços e desafios da integração*. Brasília: IPEA-CEPAL. 2001. p.397-437.

HERMANN, Jennifer. *Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento: experiência e perspectivas no Brasil (1964/1997)* Rio de Janeiro: UFRJ/Instituto de Economia, 200X. (mimeogr.)

INDICADORES DA ECONOMIA MUNDIAL. Brasília, n.1, dez.1990.

INDICADORES DA ECONOMIA MUNDIAL. Brasília, n.12, dez.2001.

INFORME DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. *Reforma da Previdência: principais pontos aprovados na Câmara dos Deputados*. Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br>> Acesso em: Agosto de 2003.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. *Dados macroeconômicos e regionais*. Home Page. Disponível em: <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)> Acesso em: Dezembro de 2003.

INTERNATIONAL PENSION FUND INDICATORS. *A perspective on pension fund investment worldwide*. Disponível em: <<http://www.ubs.com>> Acesso em: 05/10/2003.

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural. 1985. 287p.

KEYNES, John Maynard. The general theory and after: parte II, defence and development. IN: MOGGRIDGE, Donald (Ed.) *Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, 1973. v.14. 583p.

KREGEL, Jan A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia das políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.7, p.29-49, dez. 1996.

LEITÃO, M. Pontos confusos. *Jornal O Globo*, 28 de junho de 2003. Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

MACKINNON, Ronald I. *Money and capital in economic development*. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973.

MAGALHÃES, Raphael de A. *Previdência: a reforma que poderia ter sido*. 2003. Disponível em: <<http://www.desempregozero.org.br>> Acesso em: 05/12/2003.

MATIJASCIC, Milko. *Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1994. (Texto para discussão n.40)

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven-London: Yale University, 1986.

MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, n.48, n.3, p.261-297, June 1958.

NEAL, Penny. Keynesian uncertainty in credit markets. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.18, n.3, p.397-418, Spring 1986.

NOHARA, Jouliana Jordan. Crise financeira: antigas e novas abordagens. *Revista de Economia Política*, v.17, n.1, p.20-39, jan.-mar.1997.

OLIVEIRA, Francisco E. B., BELTRÃO, Kaizô I., DAVI, Antônio C. A. *Previdência, poupança e crescimento econômico: interações e perspectivas*. Rio de Janeiro: IPEA, 1998. 41p. (Texto para discussão, n.607)

OS FUNDOS de pensão do funcionalismo. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 12 de agosto de 2003. Editorial, Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

PALLEY, Thomas I. Life expectancy and social security: why longevity indexing the payroll tax rate makes good economic sense. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.22, n.3, p.307-514, 2000.

PENSION FUND INDICATORS. A long-term perspective on pension fund investment. UBS Global Asset Management, 2003 Disponível em: <<http://www.ubs.com>> Acesso em: 05/10/2003.

PENSION FUND INDICATORS. *A perspective on pension fund investment worldwide*. UBS Asset Management, 2001. Disponível em: <<http://www.ubs.com>> Acesso em: 05/10/2003.

PEREIRA, Francisco, MIRANDA, Rogério B., SILVA, Marly. *Os fundos de pensão como geradores de poupança interna*. Rio de Janeiro: IPEA, 1997. (Texto para discussão n.480)

PINHEIRO, Armando Castelar. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, v.1, n.2, p.47-76, 1994.

PLIHON, Dominique. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.5, p.61-78, dez. 1995.

PROJETO DE EMENDA CONSTITUCIONAL, n.40. *Câmara dos Deputados*. (n.67 do Senado Federal) Disponível em: <<http://www.camara.gov.br>> Acesso em dezembro de 2003.

PROJETO DE EMENDA CONSTITUCIONAL, n.41. *Câmara dos Deputados*. (n.71 do Senado Federal) Disponível em: <<http://www.camara.gov.br>> Acesso em dezembro 2003.

RABELO, Flávio Marcílio. Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. In: COUTINHO, Luciano (Org.) *Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. Campinas: IE/UNICAMP, 1996, p.35-46.

RAIMUNDO, Lício da Costa. *O potencial dos fundos de pensão nacionais na construção de um novo padrão de financiamento para a economia brasileira nos anos 90*. 1997. 120f. Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

SÃO PAULO. Prefeitura Municipal. Secretaria do Desenvolvimento, Trabalho e Solidariedade. *Desigualdade de renda e gastos sociais no Brasil: algumas evidências para o debate*. São Paulo: Secretaria do Desenvolvimento, Trabalho e Solidariedade Disponível em: <<http://www.trabalhosp.prefeitura.sp.gov.br>> Acesso em: Novembro de 2003.

SAYAD, João (2003). Previdência: quanto é?. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 13 de Outubro de 2003. Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

SHARMA, A. K. Pension funds and the development of capital markets. *Latin Finance*, n.53, p.58-61, Dec. 1993.

SHAW, Edward S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University, 1973.

STIGLITZ, Joseph E. The role of the state in financial markets. In: WORLD BANK ANNUAL CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, 6, 1994, Washington. *Proceedings*. Washington: The World Bank, 1995. p.19-52

STIGLITZ, Joseph E., WEISS, Andrew. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, n.71, n.3, p.393-410, June 1981.

STUDART, Rogério. *Investment finance in development*. Londres: Routledge, 1995.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, v.13, n.1, p.101-118, jan./mar. 1993.

STUDART, Rogério. *Pension funds and the financing productive investment: an analysis based on Brazil's recent experience*. Santiago de Chile: CEPAL, 2000. 62p. (Série Financiamiento del Desarrollo, n.102)

TOWERS PERRIN. *Rentabilidade dos fundos de pensão*. 2002. (Relatório fornecido pela biblioteca da ABRAPP, Maio de 2003)

UTHOFF, Andras. *Pension funds, the financing of transition costs and financial markets development: lessons from the Chilean privatization reform*. Santiago de Chile: CEPAL, 1998. (LC/R; 1822)

UTHOFF, Andras. Promoção de poupança e os sistemas de previdência. . In: COUTINHO, Luciano (Org.) *Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina*. Campinas: IE/UNICAMP, 1996, p.16-34.

UTHOFF, Andras. Reforma a los sistemas de pensiones em América Latina. *Revista de La CEPAL*, n.56, p.43-58, ago. 1995.

UTHOFF, Andras. Reforma a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro. *Revista de La CEPAL*, n.63, p.29-49, Diciembre 1997.

VELLOSO, Raul. Reforma da previdência vai fundo nos problemas da área. *Agência Estado Financeiro*, publicado em 02 de junho de 2003, Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

VIEIRA, Edson Roberto. *Análise da forma de atuação dos fundos de pensão brasileiros: condicionantes institucionais*. 2001. 136f. Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2001.

VITTAS, Dimitri. *Institutional Investors and Securities Markets*. Washington: The World Bank, 1998. (Working Paper n.2032)

VIVES, Antônio. *Pension funds in infrastructure project finance: regulations and instruments design*. Washington, D.C: Inter-American Development Bank, 1999.

WERNECK, Rogério L. F. Ganhos e perdas: importância do avanço propiciado pela reforma previdenciária vem sendo subestimada. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 15 de agosto de 2003. Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br/reforma>> Acesso em 03/12/2003.

WILCOX, Davi. Social security benefits, consumption expenditure, and the life cycle hypothesis. *Journal of Political Economy*, v.97, n.2, p.288-304. Apr. 1989.

WOLFSON, Martin H. A Post Keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Economics*, Spring, v.18, n.3, p.443-470, 1996.

YERMO, Juan. *Pension funds in Latin America: recent trends and regulatory challenges*. OECD Insurance and Private Pensions Compendium. 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/insurance-pensions/>>, Acesso em 15/07/2003.

ZONISEIN, Jonas. *O circuito financiamento-investimento-poupança financeira*. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1988. (Texto para discussão nº 171)

ZYSMAN, John. *Governments, markets and growth: financial system and politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

## 6. ANEXOS

<b>Anexo I - Maiores Mercados dos Fundos de Pensão<sup>1</sup></b>							
	<b>EUA</b>	<b>Japão</b>	<b>Austrália</b>	<b>Suíça</b>	<b>Suécia</b>	<b>Holanda</b>	<b>Inglaterra</b>
PIB 2000 (US\$ bilhões)	9.963	4.491	364	251	221	378	1.396
Total Ativos Fundos de Pensão (final de 2000)	7.773	2.277	272	321	213	417	1.128
Total Ativos Fundos de Pensão como % do PIB	78	51	75	128	96	110	81
Média de 10 anos de retorno real de fundos de pensão	10,1	4,9	9,4	7,4	13,6	10,1	10,8
Alocação em ativos reais final de 1991	46	31	50	28	25	26	86
Alocação em ativos reais final de 2000	65	58	63	40	45	53	79
Alocação em ativos internacionais final de 1991	4	12	14	11	4	12	23
Alocação em ativos internacionais final de 2000	11	27	19	21	25	62	26

**Fonte:** UBS

**Nota:** <sup>1</sup> exceto Alemanha e Itália

<b>Anexo II - Alocação de Ativos Maiores Mercados dos Fundos de Pensão final de 2000<sup>1</sup></b>								
<b>Países</b>	<b>Ações Domésticas</b>	<b>Ações Internacionais</b>	<b>Títulos Domésticos</b>	<b>Títulos Internacionais</b>	<b>Dinheiro</b>	<b>Propriedades</b>	<b>Outros</b>	<b>Total</b>
Estados Unidos	52	10	29	1	5	3	0	100
Japão	38	19	31	8	3	1	0	100
Austrália	42	16	19	3	12	5	3	100
Suíça	18	11	27	10	19	11	4	100
Suécia	22	15	44	10	1	8	0	100
Holanda	9	39	21	23	3	5	0	100
Inglaterra	49	22	12	4	5	5	3	100

**Fonte:** UBS

**Nota:** <sup>1</sup> exceto Alemanha e Itália

Anexo III - LIMITES PARA OS INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO								
País	Ações	Imóveis	Corporate Bonds	Fundos de Investimentos	Empréstimos	Depósitos Bancários	Diversificação Mínima Exigida	Limites de Investimentos no Exterior
Alemanha	30% (listada) e 10% não listada	25%	50%	30%	50%	50%	Máximo 5% por emissor, exceto para emissão de estados, depósitos bancários e hipotecas em que o limite é de 30% por emissor.	Limites: 30% para ações e 25% em participações da zona do Euro; 6% em ações e 5% de fora da zona do Euro.
Austrália	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Nenhuma	Nenhuma
Bélgica	65% (listada) 30% (não listada)	40% em conjunto com empréstimos	Sem limite	30%	40% em conjunto com imóveis	10%	Máximo de 10% em ações, bonds e notas de um mesmo emissor. E 20% de uma única propriedade.	Limite de 5%, fundos de investimento, e 65% para ações dos membros da OECD.
Canadá	Sem limite	25%	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Máximo de 10% em ações, bonds e notas de um mesmo emissor e de 5% de um único imóvel	Máximo de 30%
Coréia	40%	15%					Máximo 5% para mesmo emissor	Limitado a 10%
Dinamarca	40%	40% em conjunto com Fundos de Investimento		40% em conjunto com imóveis				Limitado a 20%
Espanha	Sem limite (listada) 10% (não listada)	Sem limite	Sem limite	Sem limite	10% em hipotecas com garantia	15%	Limitado em 10% de um mesmo emissor	Não é permitido para não membros da OECD
EUA	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite		
Finlândia	50% (listada) 30% (não listada)	40%	Sem limite	Sem limite	70% para hipoteca, imóveis e construções	Sem limite	Máximo de 5% para ações de uma mesma companhia e 15% para os demais (limite de 25% para a mesma classe de ativos)	Somente para membros da OECD
França	65% (listada) 0,5% (não listada)	0%	Sem limite		10%			
Holanda	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	A diversificação é requerida, mas não existem limites pré-estabelecidos	
Itália	Sem limite	Sem limite	Sem limite	20%	Sem limite	20%	Máximo de 15% para um mesmo emissor	Limitado em 50% para membros do OECD e 5% para não membros
Japão	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite		
Noruega	35%	Sem limite	30%	30%	1% em empréstimos não segurados	Sem limite	Limitado a 0,5% de um empréstimo sem garantia e 10% de um mesmo emissor ou empresa	
Nova Zelândia	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite		
Reino Unido	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem limite	Sem empréstimos	Sem limite		
Suécia	60%	Sem limite					Limitado em 10% mesmo emissor	Entre 5-10% dependendo do plano
Suíça	30%	50%			75% em hipotecas		Limitado 10% (emissor interno) e 5% (emissor externo)	30% em ações e 20% em títulos

---

**Anexo IV- Ranking dos Fundos de Pensão Argentinos**


---

Ano de 2002					
Classificação	Entidade	Cotistas	%	Ativos	%
1º	Orígenes	2.316.148	25,43%	2.549.791	22,35%
2º	Consolidar	1.494.524	16,41%	2.325.807	20,39%
3º	Siembra	1.350.252	14,83%	1.954.195	17,13%
4º	Máxima	1.362.532	14,96%	1.695.857	14,86%
5º	Nación	759.781	8,34%	826.122	7,24%
6º	Arauca – Bit	463.920	5,09%	825.010	7,23%
7º	Met	109.399	1,20%	392.592	3,44%
8º	Previsor	319.346	3,51%	264.809	2,32%
9º	Prorenta	407.791	4,48%	247.380	2,17%
10º	Futura	166.575	1,83%	152.720	1,34%
11º	Unidos	195.909	2,15%	93.527	0,82%
12º	Profesión + Auge	160.172	1,76%	81.168	0,71%
<b>Total do Setor</b>		<b>9.106.349</b>	<b>100,00%</b>	<b>11.408.978</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maiores</b>		<b>6.523.456</b>	<b>71,64%</b>	<b>8.525.650</b>	<b>74,73%</b>

Fonte: FIAP (2003)

---

**Anexo V - Ranking dos Fundos de Pensão Colombianos**


---

Ano de 2002					
Classificação	Entidade	Cotistas	%	Ativos	%
1º	Porvenir	1.205.442	25,56%	1.479.720	26,99%
2º	Protección	900.611	19,10%	1.252.669	22,85%
3º	Horizonte	997.327	21,15%	1.021.903	18,64%
4º	Colfondos	770.431	16,34%	847.523	15,46%
5º	Satander	805.294	17,08%	719.505	13,12%
6º	Skandia	36.843	0,78%	160.643	2,93%
<b>Total do Setor</b>		<b>4.715.948</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.481.963</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maio</b>		<b>3.873.811</b>	<b>82,14%</b>	<b>4.601.815</b>	<b>83,94%</b>

Fonte: FIAP(2003)

---

**Anexo VI - Ranking dos Fundos de Pensão Chilenos**


---

Ano de 2002					
Classificação	Entidade	Cotistas	%	Ativos	%
1º	Provida	2.700.558	40,26%	11.168.940	31,45%
2º	Habitat	1.632.516	24,34%	8.373.250	23,58%
3º	Cuprum	441.116	6,58%	5.538.050	15,59%
4º	Santa María	992.792	14,80%	4.552.000	12,82%
5º	Summa Bansander	511.829	7,63%	3.949.440	11,12%
6º	Planvital	315.863	4,71%	973.810	2,74%
7º	Magister	113.817	1,70%	959.780	2,70%
<b>Total do Setor</b>		<b>6.708.491</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.515.270</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maiores</b>		<b>5.766.982</b>	<b>85,97%</b>	<b>29.632.240</b>	<b>83,44%</b>

Fonte: FIAP(2003)



**Anexo VII - Ranking dos Fundos de Pensão Mexicanos**

Ano de 2002					
Classificação	Entidade	Cotistas	%	Ativos	%
1º	Banamex	5.269.868	17,91%	7.426.523	23,39%
2º	Bancomer	4.353.848	14,80%	6.840.520	21,55%
3º	Profuturo GNP	2.926.609	9,95%	3.117.874	9,82%
4º	Santander	3.235.726	11,00%	2.839.827	8,94%
5º	ING	2.708.384	9,21%	2.765.519	8,71%
6º	Inbursa	1.933.297	6,57%	2.299.283	7,24%
7º	XXI	1.982.478	6,74%	2.104.254	6,63%
8º	Banorte	2.610.791	8,87%	1.875.587	5,91%
9º	Allianz Dresdner	1.259.795	4,28%	1.086.814	3,42%
10º	Principal	2.198.895	7,47%	1.036.854	3,27%
11º	Tepeyac	941.511	3,20%	355.082	1,12%
<b>Total do Setor</b>		<b>29.421.202</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.748.137</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maiores</b>		<b>15.786.051</b>	<b>53,66%</b>	<b>20.224.744</b>	<b>63,70%</b>

Fonte: FIAP(2003)

**Anexo XIII - Ranking dos Fundos de Pensão Peruanos**

Ano de 2002					
Classificação	Entidade	Cotistas	%	Ativos	%
1º	Integra	766.114	25,59%	1.446.799	31,96%
2º	Unión Vida	730.237	24,39%	1.232.061	27,22%
3º	Horizonte	787.248	26,30%	1.153.240	25,48%
4º	Profuturo	710.183	23,72%	694.504	15,34%
<b>Total do Setor</b>		<b>2.993.782</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.526.604</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total dos 4 Maiores</b>		<b>2.993.782</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.526.604</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: FIAP(2003)

**Anexo IX - Taxas Rentabilidades Anual na América Latina****Em termos reais**

País	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	17,83%	19,77%	14,40%	-2,12%	18,12%	3,92%	-10,36%	39,95%
Bolívia	n.d.	n.d.	4,36%	8,68%	9,88%	8,47%	10,34%	10,00%
Colômbia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Chile	-2,50%	3,50%	4,70%	-1,10%	16,30%	4,40%	6,70%	3,00%
México	n.d.	n.d.	n.d.	5,62%	13,07%	7,21%	12,38%	4,69%
		5,83						
Peru	5,55%	%	11,11%	-4,77%	18,67%	-6,74%	11,07%	11,25%
Uruguai	n.d.	n.d.	6,42%	7,82%	10,88%	12,18%	19,82%	7,22%
<b>Média</b>	<b>6,96%</b>	<b>9,70%</b>	<b>8,20%</b>	<b>2,36%</b>	<b>14,49%</b>	<b>4,91%</b>	<b>8,33%</b>	<b>12,69%</b>

Fonte: FIAP(2003)

**Anexo X - Rentabilidade das Ações Brasileiras**  
**Índice Ibovespa**

<b>Ano</b>	<b>Início</b>	<b>Fim</b>	<b>Rentabilidade Anual</b>	<b>IGP-DI</b>
1997	7039,95	10196,55	44,84%	7,11%
1998	10196,55	6784,33	-33,46%	1,84%
1999	6784,33	17091,6	151,93%	19,90%
2000	17091,6	15259,29	-10,72%	9,51%
2001	15259,29	13757	-9,85%	10,23%
2002	13757	11268,47	-18,09%	27,66%
2003	11268,47	22236,39	97,33%	7,67%
1997-2002			60,06%	101,55%
1997-2003			215,86%	117,00%

Fonte: **Bloobemg**

**Anexo XI - Ranking de Investimentos 10 Maiores Fundos de Pensão Brasileiros**  
**Outubro de 2003**

<b>Classif.</b>	<b>EFPP Geral</b>		
	<b>Investimentos</b>	<b>Ativos</b>	<b>%</b>
1º	Quotas de Fdo de Invest. Financ. - Renda Fixa	56.697.558.775	27,97%
2º	Fundos Aplic. Quotas de Fund. Invest. Financ.	34.476.557.822	17,01%
3º	Ações - Mercado à Vista	33.175.824.778	16,36%
4º	Quotas de Fundos de Ações	18.788.526.954	9,27%
5º	Notas do Tesouro Nacional	19.529.585.563	9,63%
6º	Letras Financeiras do Tesouro	7.884.499.684	3,89%
7º	Locadas a Terceiros	4.399.602.588	2,17%
8º	Empréstimos com Participantes	3.889.869.612	1,92%
9º	Financiamentos Imobiliários	3.254.579.441	1,61%
10º	Debêntures Não Conversíveis	3.168.746.150	1,56%
<b>Total dos 10 Maiores</b>		<b>185.265.351.367</b>	<b>91,38%</b>
<b>Total dos Investimentos do Setor</b>		<b>202.732.129.353</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Ministério da Previdência

**Anexo XII - Ativo das EFPPs em Outubro/03 (em R\$)**

<b>Discriminação</b>	<b>Ativo</b>	<b>%</b>
Patrimônio Público	<b>140.442.881.564</b>	61,97%
Federal	119.549.381.863	52,75%
Estadual	20.812.211.177	9,18%
Municipal	81.288.524	0,04%
Patrimônio Privado	<b>86.169.918.882</b>	38,03%
<b>Total</b>	<b>226.612.800.446</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Ministério da Previdência

<b>Anexo XIII - Limites Legais de Investimentos ( Resolução nº 2.829 de 30/03/2001 do CVM)</b>				
<b>Classe / Subclasse de Ativos</b>	<b>Máximo %</b>	<b>CD %</b>	<b>BD %</b>	<b>Obs. (%)</b>
<b>RENTA FIXA</b>				
<b>Baixo Risco de Crédito</b>				
Títulos do Tesouro, do Bacen	100			25 <sup>(1)</sup>
Títulos de Estados e Municípios	80			
CDBs/RDBs	80			
Debêntures, Recebíveis Imobiliários	80			25,40 <sup>(2)</sup>
Poupança, Derivativos, Outros	80			
Fundos de Investimento no Exterior	10			
<b>Médio e Alto Risco de Crédito</b>				15 <sup>(3)</sup>
CDBs/RDBs		30	20	
Poupança		30	20	
Debêntures		30	20	25,40 <sup>(4)</sup>
<b>RENTA VARIÁVEL</b>				
<b>Em Mercado</b>		60	45	20,5,10 <sup>(5)</sup>
Novo mercado - Especial		45	35	
Governança - Nível 1		55	40	
Governança - Nível 2		35	30	
Mercado Atual				
<b>Participações</b>				
Project Finance, Fundos de Investimentos em Partic. E em Empresas Emergentes		20	10	30 <sup>(6)</sup>
Outros				
Ações BDR e Mercosul, Debêntures de Participação em lucros, ouro	3			
<b>IMÓVEIS</b>	16 - 8			
Desenvolvimento				25 <sup>(7)</sup>
Aluguéis e Renda				70 => 50 <sup>(8)</sup>
Fundos Imobiliários				25 <sup>(9)</sup>
Terrenos				4 <sup>(10)</sup>
<b>EMPRÉSTIMOS / FINANCIAMENTOS</b>	10			

<sup>(1)</sup> O total das emissões, coobrigações ou responsabilidades de uma mesma instituição não pode exceder 25% do PL da emissora.

<sup>(2)</sup> 25% do PL do fundo no caso de inversões da própria EFPC. 40% do PL do fundo no caso de inversão da EFPC em conjunto com a própria patrocinadora ou grupo.

<sup>(3)</sup> O total das emissões, coobrigações ou responsabilidades de uma mesma instituição não pode exceder 15% do PL da emissora.

<sup>(4)</sup> O total das emissões, coobrigações ou responsabilidades de uma mesma instituição não pode exceder 25% do PL da emissora.

<sup>(5)</sup> O total das aplicações em ações de uma mesma companhia não pode exceder: a) 20% do respectivo capital votante; b) 10% do respectivo capital total; c) 5% dos RGRT's.

<sup>(6)</sup> Até 30% dos recursos, aí computados não só o objeto de compra definitiva, mas, também, aqueles objetos de empréstimos e de operações compromissadas e os integrantes das carteiras dos fundos dos quais a entidade participar, na proporção respectiva participação.

<sup>(7)</sup> Cada Investimento não pode representar mais que 25% do empreendimento correspondente.

<sup>(8)</sup> 70% do limite do segmento 2001/2002

60% do limite do segmento 2003/2004

50% do limite do segmento à partir de 2005

<sup>(9)</sup> O total das aplicações em um fundo não pode exceder 25% do PL do fundo.

<sup>(10)</sup> 4% dos recursos em um único imóvel.

2001 a 2002 => 16%

2003 a 2004 => 14%

2005 a 2006 => 12%

2007 a 2008 => 10%

a partir de 2009 => 8%

Anexo XIV – Limites do Segmento De Renda Fixa (Res. CMN nº 3.121 de 25/09/03)			
Art.	Carteiras	Limites (Máx.)	
		Aplicação	Diversificação
Baixo Risco	10 - I Títulos do Tesouro Nacional Títulos do Banco Central Créditos Securitizados do Tesouro Nacional Títulos dos Estados Refinanciados pelo Tesouro Títulos dos Municípios Refinanciados pelo Tesouro	100%	100%
	10 - II Títulos dos Estados Títulos Municípios	80%	20% Se mesmo : * Estado
	10 - III Certificado de Depósito Bancário (CDBs) Recibos de Depósito Bancário (RDBs) Títulos e/ou Valores Mobiliários de instituições financeiras (Autorizadas BACEN) Títulos e/ou Valores Mobiliários de instituições não financeiras (Autorizadas BACEN) Coobrigações Instituições Financeiras		* Município * P. Jurídica NF
	10 - IV Depósitos Poupança em instituições financeiras (Autorizadas BACEN)		25% Patrimônio Líquido Emissora
	10 - V Debêntures Cédulas de crédito bancário Cédulas de crédito imobiliário Certificados de Recebíveis Imobiliários Certificados Contratos Mercantis de Compra/Venda a Termo de Mercadorias Certificados Contratos Mercantis de Compra/Venda a Termo de Serviços Certificados outros emitidos por sociedades anônimas (Registradas na CVM)		20% Se mesmo: * Estado * Município * P. Jurídica NF
	10 - VI Quotas Fundos Investimentos Exterior (FIEIX - Res. 2111 22/09/94)	10%	
	Quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)		
	10 - VII Quotas de fundos de quotas de FIDC	10%	25% PL Fundo
	Derivativos de renda fixa negociados em bolsa (Mercadoria e futuros) - "Com Garantia"	80%	20% Se mesmo ...
	11 - I Títulos de Estados Títulos de Municípios	20%	20% Se mesmo :
Médio/Alto Risco	11 - II Certificado de Depósito Bancário Recibos de Depósito Bancário Títulos/Valores Mobiliários Coobrigações Instituições Financeiras (Autorizadas BACEN) Coobrigações Instituições outras (Autorizadas BACEN)		15% Patrimônio Líquido Emissora
	11 - III Depósitos Poupança em instituições financeiras (Autorizadas BACEN)		
	11 - IV Debêntures Cédulas de crédito bancário Cédulas de crédito imobiliário Certificados de Recebíveis Imobiliários Certificados Contratos Mercantis de Compra/Venda a Termo de Mercadorias Certificados Contratos Mercantis de Compra/Venda a Termo de Serviços Certificados outros emitidos por sociedades anônimas (Registradas na CVM)		20% Se mesmo :  * Estado * Município * P. Jurídica NF
	11 - V Quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) & Quotas de fundos de quotas de FIDC	5%	25% PL Fundo

Fonte: ABRAPP

**Anexo XV – Limites Máximos do Segmento De Renda Variável (Res. CMN nº 3.121 de 25/09/03)**

		Classificação Companhias			Diversificação	
Carteiras		N. mercado			Soc. Propósito	Soc. Propósito
Art.		N1			Não Específico	Específico
		N2 Bovespa	Bovespa	Outras		
Ações	Ações, bonus de subscrição de ações, recibos de subscrição de ações, certificados depósitos ações Ações subscritas (lançamentos públicos ou exercício de preferência)	50%	45%	35%	20% Cap. Votante	25% Patrimônio ou Projeto (Inversão própria Entidade)
Participações	Ações e debêntures de emissão de sociedade de propósito específico Quotas de fundos de investimento em empresas emergentes Quotas de fundos de investimento em participações	20%	0%	0%	20% Cap. Total 5% Recursos Entidade	40% Patrimônio ou Projeto (Em conjunto com
Outros Ativos	Certificados depósito valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta Certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de cias brasileiras sede exterior Ações de emissão de companhias sediadas em países signatários do Mercosul Certificados depósito de ações de companhias sediadas no Mercosul admitidos a negociação em bolsa de valores Debentures com participação em lucros não preponderantemente oriundos de aplicações financeiras Certificados representativos de ouro físico - padrão BM&F Derivativos renda variável negociados bolsa (Mercadoria e futuros) na modalidade "Com Garantia"	3%			(Até 10% no caso de ações representativas de percentual igual ou superior a 2% do IBOVESPA, IBX, IBX-50 ou FGV-100)	Patrocinadora, Controladora, Outras de Controle Comum)

**Fonte:** ABRAPP

**Anexo XVI - Limites de Investimos no Segmento de Imóveis (Res. CMN nº 3.121 de 25/09/03)**

	<b>Carteiras Art.</b>	<b>Escalonamento</b>			<b>Diversificação (Máx.)</b>
		<b>03 a 05</b>	<b>06 a 08</b>	<b>09 ....</b>	
Desenvolvimento	Co-participação em empreendimentos imobiliários				25% do empreendimento
	Investimentos em imóveis ou empreendimentos				
Aluguéis e renda	geradores de aluguel ou outras rendas de participação				
Fundos Imobiliários	Quotas de fundos de investimento imobiliários	14%	11%	8%	25% do PL do fundo
	Inversões em imóveis, doação, execução de dívidas, ou garantias				4% recursos do PL do
Outros Investimentos	Terrenos (Vedada aquisição . Vedada manutenção a partir de 2005)				fundo em um único imóvel
<b>Segmento Empréstimos e Financiamentos</b>					
	<b>Carteiras Art.</b>	<b>Limites Máximos Por Carteira</b>		<b>Limites Máximos No Segmento</b>	
Empréstimos	Empréstimos a participantes e assistidos	15%	Financiamentos	15% para	Empréstimos e
Financiamentos	Financiamento imobiliário a participantes assistidos	10% do PL do fundo		financiamentos	

**Fonte:** ABRAPP

<b>Anexo XVII - Limites Gerais (Res. CMN nº 3.121 de 25/09/03)</b>			
<p><b>Art 48</b></p> <p>O total das aplicações em valores mobiliários de uma mesma série exceto ações, bônus de subscrição de ações, recibos de subscrição de ações de empresas certificados de recebíveis imobiliários e debêntures de emissão de sociedades de propósito específico incluídas na carteira de participações não pode exceder a:</p> <p><b>25%</b></p> <p>Da série em se tratando das inversões da EFPC</p> <p><b>40%</b></p> <p>Da série em se tratando das inversões da entidade em conjunto com as inversões das próprias patrocinadoras de sua controladora de sociedade por ela direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum</p> <p><b>(Válido para CRI e debêntures de soc. de propósito específico classificadas como de baixo de risco de crédito)</b></p>	<p><b>Art 49</b></p> <p>As aplicações em quaisquer títulos ou valores mobiliários de emissão de uma mesma pessoa jurídica - instituição financeira ou não - de sua controladora, de soc. por ela direta ou indiretamente controlada e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum não podem exceder no seu conjunto a</p> <p><b>30%</b></p> <p>ai computados não só os objetos de compra definitiva, mas, também aqueles objetos de empréstimo e de operações compromissadas e os integrantes das carteiras dos fundos dos quais as entidades participarem na proporção das respectivas participações</p>	<p><b>Art 50</b></p> <p>As aplicações em quaisquer títulos ou valores mobiliários de emissão das próprias patrocinadoras - instit. financeiras ou não - de suas controladoras e de suas coligadas ou outras sociedades sob controle comum não podem exceder a</p> <p><b>10%</b></p> <p>ai computados não só os objetos de compra definitiva, mas, também aqueles objetos de empréstimo e de operações compromissadas e os integrantes das carteiras dos fundos dos quais as EFPCs participarem na proporção das respectivas participações</p>	<p><b>Art 51</b></p> <p>As ações e debêntures de emissão de cias. fechadas inclusive aquelas de emissão e cias adquiridas no Programa Nacional de Desestatização (PND) e de programas estaduais ou municipais de privatização quando representativas de percentual igual ou superior a:</p> <p><b>0,50%</b></p> <p>do capital social da companhia desestatizada, somente podem ser alienadas por meio de leilão especial em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, observadas as condições estabelecidas pela CVM, exceto quando se tratar de alienação de vinculada a controle.</p>

Fonte: ABRAPP

<b>Anexo XVIII – Projeto Emenda Constitucional nº 227/03 do Senado Federal (PEC Paralela)</b>	
<b>PEC 40/67</b>	<b>PEC 227</b>
Os atuais servidores que tiverem 35/30 anos de contribuição (homens/mulheres), 25 anos de serviço público, 15 de carreira e cinco no cargo poderão se aposentar com salário integral antes de atingir idade mínima de 60/55 anos.	No texto original, a aposentadoria integral é condicionada à idade mínima, 35/30 anos de contribuição, dez de carreira e cinco no cargo.
Cada ano de contribuição que exceder o mínimo exigido de 35/30 anos reduzirá um ano na idade mínima exigida. Exemplo: uma mulher que tenha contribuído 31 anos vai poder se aposentar aos 54 anos.	No texto original, não prevê tal regra.
Os governadores proporão um teto salarial para o Poder Executivo. O valor mínimo do teto será o salário do governador, e o máximo, o salário do desembargador do Tribunal da Justiça.	No texto original, o teto salarial do Executivo é o salário do governador.
Os governadores poderão propor que o salário do desembargador do Tribunal de Justiça sirva como teto salarial de todos os Poderes.	No texto original, está previsto um teto salarial para cada Poder.
No caso de portadores de doença incapacitante, a contribuição previdenciária de 11% incidirá apenas sobre a parcela das aposentadorias e pensões que exceder R\$ 4.800.	No texto original, os valores de referência são R\$ 1.440, no caso de servidores da União, e R\$ 1.200, nos Estados.
Os reajustes das aposentadorias serão equivalentes aos dos salários da ativa para os atuais servidores que tiverem 60/55 anos de idade (homem/mulher), 35/30 anos de contribuição, 20 anos de serviço público, dez anos na carreira e cinco no cargo.	No texto original, mesmo que os servidores cumpram os mesmos requisitos, a paridade não é plena, e as regras dependem de lei posterior.
Verbas como de gabinete, passagens aéreas, correio e telefone, recebidas pelo funcionalismo público, ficam fora do limite salarial de R\$ 17.300. O Supremo Tribunal Federal definirá se verbas como auxílio-moradia e salários extras recebidos pelos parlamentares durante convocações extraordinárias serão submetidos a esse teto.	

**Fonte:** Ministério da Previdência, Senado Federal e Folha de São Paulo de 07/01/2004.



# 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](#)