

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 480

Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna

Francisco Pereira
Rogério Boueri Miranda
Marly Matias Silva

MAIO DE 1997

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 480

Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna*

*Francisco Pereira**
Rogério Boueri Miranda***
Marly Matias Silva****

Brasília, maio de 1997

Os autores agradecem à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (ABRAPP) e à Fundação de Previdência Privada dos Empregados da FINEP, do IPEA, do CNPq e do INPE — FIPECq, pela colaboração no decorrer da execução deste trabalho. Também foram de inestimável valia os pertinentes comentários de Francisco de Oliveira (IPEA), Kaizô Beltrão (IBGE/IPEA), Vinícius Pinheiro (MPAS/SPS) e Álvaro de Andrade (REGIUS). Naturalmente, os conceitos e opiniões emitidos, bem como os erros e omissões são de exclusiva responsabilidade dos autores.

** Coordenador-Geral de Finanças Públicas do IPEA.

*** Técnicos da Coordenação Geral de Finanças Públicas do IPEA.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E ORÇAMENTO
Ministro: *Antônio Kandir*
Secretário Executivo: *Martus Tavares*



Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Presidente

Fernando Rezende

DIRETORIA

Claudio Monteiro Considera

Gustavo Maia Gomes

Luís Fernando Tironi

Luiz Antonio de Souza Cordeiro

Mariano de Matos Macedo

Murilo Lôbo

O IPEA é uma fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e promover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 180 exemplares

SERVIÇO EDITORIAL

Brasília — DF:

SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10^o andar
CEP 70076—900

Rio de Janeiro — RJ:

Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14^o andar
CEP 20020—010

SUMÁRIO

SINOPSE

1. INTRODUÇÃO	7
2. MARCO CONCEITUAL E LEGISLATIVO	8
3. EVOLUÇÃO FINANCEIRA	18
4. PREVIDÊNCIA E POUPANÇA	32
5. CENÁRIOS DE POUPANÇA POTENCIAL	37
6. IMPACTOS SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO	45
7. CONCLUSÕES	49
ANEXO	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

SINOPSE

O objetivo deste trabalho é analisar as perspectivas e possibilidades dos fundos de pensão como o instrumento de financiamento do desenvolvimento brasileiro. O texto dividi-se em três grandes tópicos. O primeiro descreve a evolução da legislação pertinente ao funcionamento das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), o segundo mostra como estas instituições têm atuado como investidoras da poupança de seus afiliados, e o terceiro proporciona uma visão prospectiva da capacidade de investimento das EFPP em um horizonte de dez anos (1996 — 2005). O trabalho realiza simulações não só a partir de hipóteses sobre o funcionamento do sistema previdenciário brasileiro, como também a partir de projeções de crescimento da população e da evolução da economia nacional.

1 INTRODUÇÃO

A estabilização econômica, embora requisito indispensável à superação dos graves problemas sociais que têm afligido o país, não é de forma alguma condição suficiente para o crescimento sustentado. Sem este, o processo redistributivo iniciado com o fim da inflação terá alcance limitado, sendo incapaz de reverter o quadro atual, consolidado por anos de estagnação. Com o mola mestra do crescimento, o investimento tem-se situado em patamares bem abaixo do desejado, fazendo presente sua ampliação. Conquanto a poupança externa possa aportar significativa contribuição ao crescimento da taxa de investimento da economia, existem limites ditados pelo balanço de pagamentos, pela forma de aplicação dos recursos e pelos desequilíbrios da economia brasileira.

Dessa forma, um dos principais fatores de sustentabilidade do crescimento de uma economia é a geração de volume mínimo de poupança interna de forma continuada. Esta poupança viabiliza os investimentos que são canalizados ao setor produtivo por meio do sistema financeiro, seja dos intermediários — bancos em geral, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, etc.—, seja das chamadas instituições auxiliares — bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras, etc.

Nesse campo, destacam-se investidores institucionais, agrupados em fundos mútuos de investimento, seguradoras e entidades fechadas de previdência privada (EFPP). Os primeiros são constituídos sob a forma de condomínios abertos e administram recursos de poupanças do público, destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. Assim, constituem fonte de recursos para investimento em capital permanente das empresas. As seguradoras,

por sua vez, consideradas como instituições financeiras pela Lei nº 4 595/64, são obrigadas a aplicar suas reservas técnicas em diversos ativos, e são sujeitas a limites estabelecidos pelo Banco Central (cf. Resolução BC nº 1 947/92). Por fim, as EFPP, conhecidas como fundos de pensão, são instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores que, com o objetivo de valorizar seus patrimônios, aplicam suas reservas em vários ativos, respeitados também os limites legais estabelecidos pelo BC (cf. Resolução nº 2 324/96).

No momento em que a economia brasileira necessita aumentar urgentemente a taxa de poupança doméstica, os fundos de pensão podem se transformar no maior instrumento de capitalização e de reorganização da poupança interna para os próximos anos. Pelas magnitudes das somas administradas por estas entidades e pelo perfil de longo prazo de seus compromissos, esses fundos possuem a grande vocação de participar do desenvolvimento das economias. Por suas próprias características, prestam-se ao financiamento de investimentos de longa maturação, tão necessários à ampliação da base produtiva do país.

O objetivo deste texto é analisar o papel dos fundos de pensão com o importantes instrumentos de financiamento da economia brasileira no panorama de acentuado desenvolvimento e internacionalização dos mercados mundiais. Isso não significa, entretanto, que sua contribuição exclua políticas de atração de capitais externos e de recuperação da poupança pública doméstica. Nesse caso, as políticas econômicas no país devem valorizar mais os determinantes de longo prazo do crescimento, ampliar a abertura da economia, e estabelecer regras claras e estáveis que reduzam a incerteza e recuperem o crédito público. Após esta introdução, o capítulo 2 apresenta os principais conceitos e a legislação do setor. No capítulo 3, são analisados os ativos e as aplicações dos recursos

nos últimos anos. As inter-relações entre os sistemas de previdência e poupança são discutidas no capítulo 4. No capítulo 5, são analisados alguns cenários de poupança potencial, enquanto que, no capítulo 6, são discutidos os impactos desses cenários sobre o sistema financeiro. Finalmente, no capítulo 7, são apresentadas as conclusões.

2 MARCO CONCEITUAL E LEGISLATIVO

2.1 Panorama Conceitual Alguns conceitos básicos fazem-se necessários ao bom acompanhamento deste texto. Essas noções fundamentais facilitarão a compreensão dos problemas levantados e dos cenários formulados. O propósito deste tópico é, portanto, esclarecer alguns pontos-chave acerca do funcionamento dos diversos tipos de sistemas previdenciários.

A primeira diferenciação a ser feita é quanto à gestão do sistema. Sob esse prisma, os sistemas previdenciários podem ser caracterizados como sendo de *gestão pública* ou *privada*. No primeiro caso, a administração dos recursos arrecadados e a responsabilidade pelo pagamento dos benefícios recai sobre alguma esfera de governo — federal, estadual, ou municipal —, ou sobre uma empresa ou autarquia pública especialmente criada para esse fim. Na gestão privada, a administração do sistema é realizada por entidades particulares. Do ponto de vista estrito da administração de recursos financeiros, esta pode ser interna ou externa à EFPP. No caso brasileiro, 38% das entidades têm seus recursos administrados externamente, enquanto 25% são de administração interna e 23% possuem administração de caráter misto (14% não-conhecidos).¹

O sistema brasileiro tem sido dominado historicamente pela gestão pública. Assim, até o começo

¹ Entre os não-conhecidos encontram-se as EFPP que não iniciaram suas atividades (posição em julho/96).

da década de 80, quando alguém se referia à previdência no Brasil, estava falando de um complexo de autarquias estatais, lideradas pelo então INPS e que se compunha de vários institutos de previdência patrocinados pelo poder público. Só mais recentemente as entidades de direito privado começaram a se afirmar nesse setor. Note-se que algumas dessas entidades de previdência privada são ligadas a empresas estatais, ou de economia mista. Isso, no entanto, não desqualifica o seu caráter privado, uma vez que a legislação brasileira sobre a matéria desvincula os interesses das entidades das das empresas patrocinadoras.

Em outros países, várias combinações entre gestões públicas e privadas podem ser encontradas. Nos EUA, por exemplo, coexistem um imenso sistema público de previdência, que paga em benefícios aproximadamente 15% do PIB daquele país, e o maior sistema privado do mundo. Em países europeus, a gestão pública é, em geral, mais difundida. No entanto, o caso mais inovador é o da previdência chilena, que tornou-se quase inteiramente privada.²

Em termos do método de financiamento dos benefícios, os sistemas previdenciários podem ser divididos em sistemas de *repartição* ou de *capitalização*. O sistema de repartição financia os benefícios dos inativos a partir das contribuições dos ativos, isto é, o total das contribuições, menos os custos administrativos, e é repartido, segundo alguns critérios previamente definidos, entre pensionistas. Nesse caso, ocorre apenas uma transferência de recursos dos ativos para os inativos. Por outro lado, no sistema de capitalização, os recursos dos contribuintes ativos são investidos de forma a gerar um fundo do qual serão sacados, no futuro, os benefícios pagos a eles próprios. Os sistemas públicos tendem a funcionar no primeiro método, e

² Nesse país, permanece uma parcela da antiga previdência social estatal; contudo, os novos ingressos só ocorrem no sistema privado.

os privados, no segundo, embora isso não seja necessariamente obrigatório.

A idéia básica de funcionamento das EFPP é que, quando os empregados de uma empresa se aposentam, podem receber, em sua maioria, duas pensões. Uma garantida pelo governo, a partir das contribuições pagas à seguridade social (INSS). A outra, uma pensão complementar, geralmente optativa, advinda dos fundos de pensão, os quais são estabelecidos e sustentados pelas contribuições regulares da(s) empresa(s) e dos participantes, o que traduz-se na chamada previdência complementar. As contribuições das patrocinadoras são, na verdade, uma forma de salário diferido aos participantes; ou seja, são remunerações pagas aos empregados para uso apenas na ocasião de suas aposentadorias. É importante ressaltar que a proporção entre as contribuições das empresas e dos empregados pode variar muito, tanto de um país para outro, quanto internamente. No Chile, por exemplo, o custo recai exclusivamente sobre os empregados, enquanto que, em outros países como os EUA ou Brasil, não é incomum empresas privadas patrocinadoras de fundos arcarem com a integralidade das contribuições.

Quanto à relação entre benefício e contribuição, os sistemas de previdência podem ser divididos em dois grupos. Em primeiro lugar tem-se o sistema de *contribuição definida*, no qual as contribuições periódicas dos participantes são invariáveis. Nesse caso, o benefício fica indefinido, ou seja, dependerá da rentabilidade alcançada pelos investimentos realizados com os recursos das contribuições. O outro sistema é o de *benefício definido* (neste são fixadas as retiradas futuras). Simetricamente, o que fica em aberto nos sistemas de previdência são as contribuições, que devem adequar-se, de acordo com a rentabilidade observada dos investimentos, ao plano atuarial de retiradas. No primeiro tipo, recai sobre o participante todo o risco de mercado das aplicações, uma vez que a diminuição da ren-

tabilidade destas, por exemplo, reduzirá o benefício pago no futuro. No Brasil, precisamente 50% das EFPP (174 entidades)³ trabalham com planos de benefício definido, nos quais o risco é das entidades, enquanto que apenas 6% das entidades têm planos de contribuição definida, e 28% têm planos mistos (16% não-conhecidos).

Nos EUA, alguns planos com benefícios fixos definidos são negociados diretamente entre a empresa e o sindicato. Alguns esquemas relacionam o benefício com o tempo de serviço e a classificação salarial do empregado. Em vez de um benefício fixo anual, quase sempre vinculam o benefício diretamente ao salário do trabalhador. Isso ocorre de duas maneiras: (a) com base na carreira média, na qual os cálculos se baseiam no salário médio do empregado durante os anos de adesão ao plano; (b) com base no final da carreira, na qual a pensão é calculada sobre a média de remuneração do empregado nos seus últimos cinco anos de serviço, por exemplo. Nesse caso, busca-se um mínimo de proteção contra a inflação — garantia não oferecida quando o plano é baseado na carreira média.

Outro conceito que deve estar claro é o chamado *equilíbrio atuarial*, que se estende além do equilíbrio meramente financeiro. Este último requer que as despesas e demais desembolsos correntes sejam pelo menos igualados pelas receitas correntes somadas às provisões, ou outros tipos de reservas acumuladas. O equilíbrio atuarial exige, além disso, que às despesas e demais desembolsos *futuros* correspondam fontes presumivelmente capazes de, pelo menos, se equipararem aos gastos. Naturalmente, o equilíbrio atuarial não pode ser tão precisamente avaliado quanto o financeiro. Em especial porque, para o cálculo do equilíbrio atuarial, devem ser levados em conta parâmetros sobre os quais não se tem certeza total, como as ta-

³ Dados da Secretaria de Previdência Complementar/MPAS (julho de 1996).

xas de rentabilidade futuras, a taxa de mortalidade dos associados, a evolução do número de associados, etc.

Assim, pode-se dizer que a análise do equilíbrio financeiro examinaria a solvência da entidade de previdência, ou seja, a capacidade da instituição honrar em dia seus compromissos correntes, enquanto que o estudo do equilíbrio atuarial averiguaria a sua solubilidade, isto é, a capacidade do fundo para saldar de forma consistente os seus débitos a longo prazo.

Considerando a natureza razoavelmente incerta da administração atuarial, e sabendo-se que uma das funções precípua dos planos de aposentadoria é reduzir o risco de variação das rendas futuras dos participantes, é de se esperar que a gerência dos fundos apresente caráter conservador. Por isso, são utilizados parâmetros de cálculo que, à primeira vista, podem parecer um tanto exagerados. Por exemplo: as tabelas de mortalidade utilizadas são geralmente superestimadas. Por outro lado, a rentabilidade dos investimentos fica limitada à taxa de rentabilidade atuarial que, em geral, não excede 6% ao ano.

Finalmente, as entidades de previdência podem ser *abertas* ou *fechadas*. As primeiras, como o próprio nome sugere, são franqueadas ao público em geral. As fechadas destinam-se especificamente a pessoas vinculadas às empresas patrocinadoras. O Brasil possui 349 EFPP autorizadas a funcionar (dezembro/1996),⁴ das quais 320 estão em funcionamento, e 29 estão ainda inativas. Desse total, 60% têm sede nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro (40% e 20%, respectivamente). Entre aquelas em funcionamento, um terço (109) é patrocinada por entidades públicas, enquanto que dois terços (211) são vinculadas a empresas privadas.

⁴ Cf. informações da ABRAPP.

2.2 Evolução da Legislação O marco inicial da legislação específica sobre entidades de previdência privada no Brasil é a Lei nº 6 435, de 15 de julho de 1977. Nesta, são consideradas como tal aquelas instituições cujo propósito é criar planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou análogos aos da previdência social, por meio de contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos. Essa lei trata do funcionamento das entidades e procura regulamentar possíveis intervenções da autoridade estatal competente, seja com fins de liquidação das instituições, ou de punição a responsáveis por atos irregulares.

As entidades de previdência aberta funcionam como administradoras de poupanças de pessoas físicas; captam dinheiro do público interessado e oferecem, em troca, planos de capitalização. São entidades organizadas como sociedades anônimas, podem objetivar lucro (artigo 5º., inciso I) e distribuí-lo, em parte, a seus acionistas. A favor dos participantes, fica uma parte residual do lucro total a juros atuariais (geralmente, 6% ao ano). A Constituição Federal de 1988 (artigo 192, inciso II, título VII) dispensa tratamento rigoroso às entidades abertas, com a justificativa de que estas captam pecúnia do público.

Para que o investimento seja assegurado, “As entidades abertas de fins lucrativos não poderão distribuir lucros ou quaisquer fundos correspondentes às reservas patrimoniais, desde que essa distribuição possa prejudicar os investimentos obrigatórios do capital e reserva, de acordo com os critérios estabelecidos na presente Lei” (art. 18, Lei nº 6 435/77). Compete exclusivamente ao órgão normativo do Sistema Nacional de Seguros Privados estipular as condições técnicas sobre custeio, investimentos, correção de valores monetários e outras relações patrimoniais dessas entidades.

As entidades fechadas, por sua vez, estão amparadas pela Seguridade Social (título VIII — Da Ordem Social, Constituição Federal de 1988), sendo seu funcionamento restrito a empresas, ou grupo de empresas, sob a fiscalização do Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS). Recebem contribuições dos empregados e da empresa, ou somente desta última (denominada patrocinadora). Realizam investimentos com a finalidade de garantir o pagamento aos participantes de benefícios complementares aos da previdência social. As entidades fechadas não têm fins lucrativos e são proibidas de distribuir os lucros de suas aplicações. Formam reservas técnicas mediante um processo ininterrupto de capitalização e das contribuições mensais dos participantes e das empresas patrocinadoras, visando ao pagamento de benefícios a seus participantes, conforme contratos previamente assinados.

De 1977 até os dias atuais, as normas que regem o setor vêm sofrendo constantes modificações. O quadro 1 apresenta os principais diplomas legais que tratam das entidades de previdência privada. Algumas regras que normatizam as aplicações financeiras e os investimentos dessas entidades merecem destaque.

Inicialmente, a Resolução CMN nº 460, de 23/02/78,⁵ teve o grande mérito de balizar a estrutura dos investimentos, o que levou as entidades de previdência privada a novos padrões nas suas aplicações. Antes dessa resolução, por não haver parâmetros que norteassem a diversificação dos ativos das carteiras dos fundos de previdência, ocorria uma espécie de inércia financeira, que levava os administradores dessas entidades a um acentuado tradicionalismo nas aplicações. Como a resolução fixava percentuais de aplicação mínimos para ativos até então subutilizados pelos fundos, ocorreu uma diversificação no portfólio

⁵ Consolidada na Resolução BC nº 1362, de 30.7.1987.

dessas instituições: estas começaram a utilizar novos instrumentos financeiros.

Papéis privados, como ações, debêntures e fundos de investimentos tornaram-se de aplicação obrigatória, e cada fundo é obrigado a compor pelo menos 20% da sua carteira com esses papéis. O fato de tais aplicações exigirem que as companhias fossem de capital aberto configura uma clara medida de fomento às bolsas de valores. Entretanto, esse incentivo ao mercado de valores mobiliários era limitado por uma regra de prudência, que impedia a concentração cumulativa (acima de 40%) desses ativos em carteira.

Havia clara intenção de evitar qualquer tipo de concentração do portfólio das entidades de previdência, visando não expô-las a riscos exagerados. Buscou-se evitar, além da concentração de ativos, a acumulação de papéis de um mesmo emissor. Foi limitado, então, a proporções relativamente baixas, o teto de acumulação de títulos ou ações emitidas por uma mesma companhia ou estado da Federação (no caso das letras estaduais). Nessa regra, enquadrava-se inclusive o governo federal, uma vez que havia um limite de 50% para a manutenção dos seus títulos, muito embora houvesse, em contrapartida, percentuais de aplicação mínima em Letras do Tesouro Nacional (LTN)/Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

QUADRO 1 Legislação Básica dos Fundos de Pensão

Diplomas Legais	Data	Conteúdo
Lei nº 6 435	15.07.77	Dispõe sobre as entidades de previdência privada.
Lei nº 6 462	09.11.77	Altera algumas disposições da Lei nº 6 435/77.
Decreto nº 81 240	20.01.78	Regulamenta disposições da Lei nº 6 435/77 relativas às

EFPP.	
R esolução BC nº 1 362	23.02.78. F ornece diretrizes aos inves- timentos .
R esolução MPAS/CPC nº 1	09.10.78. E stabelece normas de funcio- namento das EFPP.
R esolução MPAS/CPC nº 2	18.03.80. E stabelece normas de conces- são de comple mentações.
D ecreto nº 8709112.82	12.04.82. A ltera o inciso VI do artigo 31 do D ecreto nº 81240, de 20/01/78, que dis- põe sobre as EFPP.
D ecreto nº 93239	08.09.86. A ltera o D ecreto nº 87.091, de 12/04/82, que dispõe sobre planos de benefícios em EFPP.
R esolução MPAS/CPC nº 3	07.04.88. R evoga o item 48 da R esolução MPAS/CPC nº 1, de 09/10/78.
R esolução MPAS/CPC nº 4	07.04.88. F aculta o resgate de reserva de poupança em parcelas mensais.

continua

continuação

Diplomas Legais	Data	Conteúdo
Lei nº 8 020	12.04.90	Dispõe sobre as relações entre entidades fechadas de previdência privada e suas patrocinadoras, no âmbito da Administração Pública Federal.
Decreto nº 606	20.07.92	Regulamenta a Lei nº 8 020, de 12/04/90, que dispõe sobre as relações entre as EFPP's e suas patrocinadoras.
Decreto nº 607	20.07.92	Regulamenta o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC).
Resolução CGPC nº 05.11.2	05.11.93	Altera o subitem 45.1 das Normas Reguladoras do Funcionamento das EFPP, aprovadas pela Resolução MPAS/CPC nº 1, de 09/10/78.
Decreto nº 1 114	19.04.94	Dá nova redação ao art. 2º do Decreto nº 607, de 20/07/92, que dispõe sobre a composição do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC).
Portaria MPS nº 1 608	11.11.94	Aprova o Regimento Interno do CGPC.
Resolução BC nº 2 109	20.09.94	Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das EFPP.
Resolução BC nº 2 114	19.10.94	Dispõe sobre a aplicação de recursos das entidades de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização em quotas de Fundos de Investimentos no Exterior.
Resolução BC nº 2 143	22.02.95	Dispõe acerca da aplicação de recursos por parte das instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e EFPP.
Instrução Normativa SPC Nº 6	16.06.95	Estabelece normas procedimentais para o estado, regulamentos e convênios de adesão das EFPP.
Resolução BC nº 2 206	25.10.95	Dispõe sobre a aplicação de recursos das EFPP.
Resolução BC nº 2 324	30.10.96	Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das EFPP.

Fonte: ABRAPP (1995); Diário Oficial da União, vários números.

O caráter incentivador dessa resolução limitava o relacionamento dos fundos de previdência com as empresas patrocinadoras. Medidas impediam que as entidades de previdência ficassem subordinadas aos interesses destas. Para tanto, reduziu-se a participação acionária possível das patrocinadoras nos fundos. Por outro lado, vedava-se às entidades o controle acionário de qualquer empresa. Outras medidas restritivas, de caráter mais protecionista, foram adotadas. As mais importantes limitavam a atuação dos fundos ao território nacional e impunham uma participação mínima de 75% de papéis emitidos por empresas nacionais, — ações, debêntures ou outros títulos privados.

Outro ponto de destaque da Resolução nº 460/78 é a diferenciação entre reservas técnicas comprometidas e não-comprometidas, para fins de aplicação. As primeiras são referentes aos pagamentos e desembolsos de curto prazo das entidades previdenciárias, isto é, despesas a serem efetuadas no período de um ano. Nesse caso, como seria de esperar, a resolução é mais conservadora e voltada à liquidez das aplicações.

Em suma, apesar da amplitude dessa resolução, a sua característica mais marcante é o fomento à diversificação das aplicações dos fundos. Isso leva a considerá-la o primeiro dos três estágios legislativos básicos que devem ser seguidos na implementação de um sistema abrangente de previdência privada, a saber: primeiro, o fomento, mecanismo pelo qual as entidades se profissionalizam e começam a atuar; este é seguido por um processo de limitação de investimentos, que visa reduzir a euforia que pode se originar da utilização de novos instrumentos; por fim, é esperado que, em uma terceira fase, a legislação passe a fiscalizar o funcionamento e os resultados operaci-

onais das entidades, dando-se o máximo de liberdade para realizarem seus investimentos.

Uma vez que a Resolução CVM nº 460/78 havia rompido a estagnação precedente, cumprindo assim os objetivos do primeiro estágio, ocorreu um *boom* de diversificação das carteiras dos fundos previdenciários. Associado a essa disposição das entidades, um grande desenvolvimento dos mercados financeiros estava em curso, tanto sob uma perspectiva global quanto em termos internos. Isso colocou à disposição dessas entidades uma série de novos instrumentos financeiros, muitos dos quais capazes de expô-las a altos níveis de risco. Nesse contexto, surgiu a Resolução BC nº 2109, de 20/4/94. Neste documento, são estabelecidos apenas limites máximos de aplicações — e não mais limites mínimos—. Fixaram-se restrições à aplicação dos recursos no tão em voga mercado de derivativos, em especial depois das crises geradas pela excessiva exposição ao risco de algumas instituições internacionais.⁶ A Resolução BC nº 2109/94, depois atualizada pela Resolução BC nº 2206, de 25 de outubro de 1995, lida com o fato de que os derivativos têm um grande poder de alavancagem das aplicações, isto é, podem gerar ganhos ou perdas relativamente elevados a partir de pequenas posições no mercado. Por isso, a resolução limita drasticamente a proporção do valor total dos ativos que podem ser aplicados a descoberto nesses mercados. Procura, com isso, induzir os fundos de pensão a atuar nos mercados de derivativos como *hedgers* e não como especuladores; ou seja, dá liberdade para que assumam posições casadas, que reduzem riscos de carteira, e restringe a possibilidade de posições a descoberto, que ampliam os riscos. A regulamentação da uti-

⁶ Para citar os exemplos mais marcantes, pode-se aludir à falência do centenário Banco Barings, resultante de uma operação mal-sucedida nos mercados de futuros asiáticos, e à bancarrota do município de Orange, na Califórnia, que havia colocado grande parte dos seus recursos no mercado de opções.

lização desses mercados por parte das entidades de previdência privada está inserida em uma situação de evolução da legislação para permitir a atuação dos fundos com derivativos.⁷

Essa resolução que, à primeira vista, pode parecer tão restritiva, foi o instrumento introdutor de novas possibilidades de investimento. A partir daí, ampliou-se o leque de aplicações institucionais das entidades de previdência privada. Depois, no contexto do Programa Nacional de Privatização (PND), foi atendida a cláusula de *disclosure*, ou seja, a exigência de compra apenas de ações de companhias de capital aberto. Este dispositivo permitiu uma entrada maciça dos fundos de pensão mais capitalizados em tal programa. Sobre esse assunto, muitos argumentam contra a sua participação no processo de privatização, alegando que, como a maioria dos fundos compradores das empresas alienadas pelo programa estão ligados a empresas estatais, estaria ocorrendo uma reestatização dessas companhias. Este arrazoado é falacioso, dado que essas entidades são de direito privado e não participam de nenhuma esfera governamental. O que se pode argüir é que a sua presença nos leilões de privatização aumentou a demanda pelas empresas a serem vendidas e com isso, provavelmente, elevou seus preços de venda, o que não somente melhora a arrecadação do governo, com o também angaria apoio político ao PND.

Outro aspecto liberalizante da Resolução BC nº 2 109/94 é a abertura da possibilidade de investimentos no âmbito do MERCOSUL. A medida, devida a interesses governamentais de política externa, abriu um novo leque de oportunidades para os fundos brasileiros. Em seguida, a Resolução BC nº 2 114, de 19 de outubro de 1994, possibilitou a aplicação de até 10% das reservas em fundos de investimentos externos. Nesse caso, além das novas opções para melhoria da lucratividade, os

⁷ Essa resolução consolida a legislação sobre derivativos existente até então, que era dispersa e pontual.

administradores vislumbraram um novo arsenal de instrumentos financeiros para a redução do risco de suas carteiras.⁸ Esse dispositivo viria a ser aperfeiçoado pela Resolução nº 2 206, de 25/10/95, que, até 30 de outubro de 1996, delimitou as regras sobre investimentos dos fundos de pensão.

A partir de 31 de outubro de 1996, com base na Resolução BC nº 2 324/96, foram alteradas e consolidadas as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das EFPP, passando a vigorar as determinações resumidas a seguir:

- redução do limite máximo dos empréstimos pessoais aos participantes de 7% para 3% dos ativos;
- redução do limite máximo dos financiamentos habitacionais aos participantes de 10% para 7% dos ativos;
- redução das aplicações em imóveis de 20% para 15% dos ativos;
- redução na compra de terrenos de até 5% para o máximo de 2% dos ativos;
- aplicação em um único imóvel limitada ao máximo de 4% dos ativos;
- redução das aplicações em ações de uma única companhia de 25% para, no máximo, 20% do capital da mesma;
- redução das aplicações em quotas de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes de até 50% para, no máximo, 5%, sendo que essas aplicações não podem representar mais do que 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento;

⁸ Por exemplo, se um fundo de pensão tem ações de uma empresa que captou recursos no mercado financeiro alemão, pode proteger-se dos efeitos negativos que uma valorização do marco causaria sobre essas cotações, comprando cotas de um fundo de investimentos em moedas européias.

- redução das aplicações em quotas de fundos de investimento imobiliário de até 50% para, no máximo, 10%, não podendo exceder 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento; e
- redução do limite máximo de empréstimos às patrocinadoras de 30% para 10% dos ativos.

Entre outras limitações encontram-se: *i)* as aplicações em ações e bônus de subscrição de ações de uma única companhia não podem exceder 5% dos recursos, nem representar mais de 20% do capital votante ou do capital total da mesma; *ii)* as aplicações em valores imobiliários de uma única companhia não podem representar mais que 20% da respectiva série; e *iii)* as aplicações em quotas de um único fundo de investimento imobiliário ou fundo mútuo de investimento em empresas emergentes não podem superar 20% do patrimônio líquido do fundo.

Segundo as autoridades do governo, em declarações à imprensa, as modificações teriam ocorrido visando melhorar as normas, para que os administradores dos fundos operem com maior segurança e transparência. Empréstimos pessoais e financiamentos habitacionais a participantes a juros baixos (SIC) são considerados mau negócio e desvio de objetivos. Nas próprias palavras da Secretária de Previdência Complementar, “o papel dos fundos é pagar aposentadorias aos seus participantes e não conceder empréstimos” (cf. *Correio Braziliense*, 31/10/96, p. 16). No entanto, os empréstimos a participantes têm duas importantes funções no desempenho dos fundos. Em primeiro lugar, a perspectiva da obtenção de um imóvel via *financiamento interno* tem sido encarada como um forte incentivo à participação dos empregados das empresas nos fundos, e mesmo na decisão de empregar-se em uma determinada companhia. Adicionalmente, o fato de os empréstimos pessoais a participantes ocorrerem a taxas inferiores àquelas praticadas pelo sistema bancário é natural, uma vez que tais empréstimos pos-

suem excelentes colaterais, e incidem em margens de risco excepcionalmente baixas.

Se as novas normas ampliaram as possibilidades de aplicações dos fundos em títulos públicos, ao incluírem títulos do Banco Central, reduziram sensivelmente as possibilidades de aplicação em fundos de investimento em empresas emergentes. No momento em que o governo federal edita medida provisória em apoio às micro e pequenas empresas, e o país necessita crescer, gerar empregos e promover melhores salários, parece um contra-senso diminuir o apoio a companhias emergentes. Espera-se que a alavancagem de recursos dos fundos de pensão para essas empresas possa ser compensada por meio de outros fundos de investimento.

Parece descabido discutir se as percentagens máximas estabelecidas para cada tipo de aplicação são suficientes. O relevante é a relutância da legislação em abandonar este estágio de regulação direta das aplicações e avançar para o terceiro patamar, que seria fiscalizar os resultados de cada fundo em particular, e estabelecer mecanismos de defesa e reparação de eventuais prejuízos. Nesse sentido, o futuro desenvolvimento dos fundos de pensão sugere uma legislação mais livre em termos de flexibilidade nas aplicações e, simultaneamente, mais rigorosa quanto à fiscalização da operação e dos resultados.

Um melhor tratamento da questão tributária também seria útil. Por exemplo, isenções parciais de impostos sobre as rendas futuras aumentariam a atratividade dos fundos de pensão e colaborariam decisivamente para a ampliação do sistema de previdência privada no país.

Por outro lado, a legislação pertinente deveria ser orientada para estimular a profissionalização da gestão dos fundos de pensão. Seria recomendável, por exemplo, definir critérios uniformes de aferição dos resultados tornando-os compará-

veis e incentivadores de administrações mais profissionais.

3 EVOLUÇÃO FINANCEIRA

O crescimento dos ativos dos fundos de pensão, bem como sua aplicação, têm sido notavelmente influenciados pelo desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais e pela evolução da legislação pertinente (ver seção 2.2). Este capítulo aborda de forma retrospectiva esses fenômenos, com o objetivo de respaldar os cenários apresentados mais adiante.

Uma apreciação das rentabilidades históricas dessas entidades também será de utilidade, uma vez que muito tem sido escrito a respeito dos prejuízos auferidos por alguns fundos em 1995. Esta análise visa avaliar até que ponto um prejuízo financeiro anual pode ser suportado sem afetar o equilíbrio atuarial, para, posteriormente, discutir formas que impeçam que tais limites sejam alcançados.

3.1 Volume de Ativos Tem sido observado, especialmente a partir de 1991, um grande incremento no volume total dos ativos das EFPP. O gráfico 1 mostra essa evolução: um crescimento consistente, advindo de três fatores básicos. O primeiro está relacionado à rentabilidade do montante de ativos previamente existente; o segundo ao ingresso de contribuições dos afiliados; e o terceiro, à adesão de novos afiliados, que então passam também a contribuir.

A questão da rentabilidade tem sido explorada e discutida, inclusive na imprensa. Os prejuízos ocorridos durante o ano de 1995, decorrentes principalmente da retração do mercado acionário, obtiveram destaque nos noticiários e nos debates a respeito do futuro do sistema de previdência privada no Brasil. Evidentemente, prejuízos

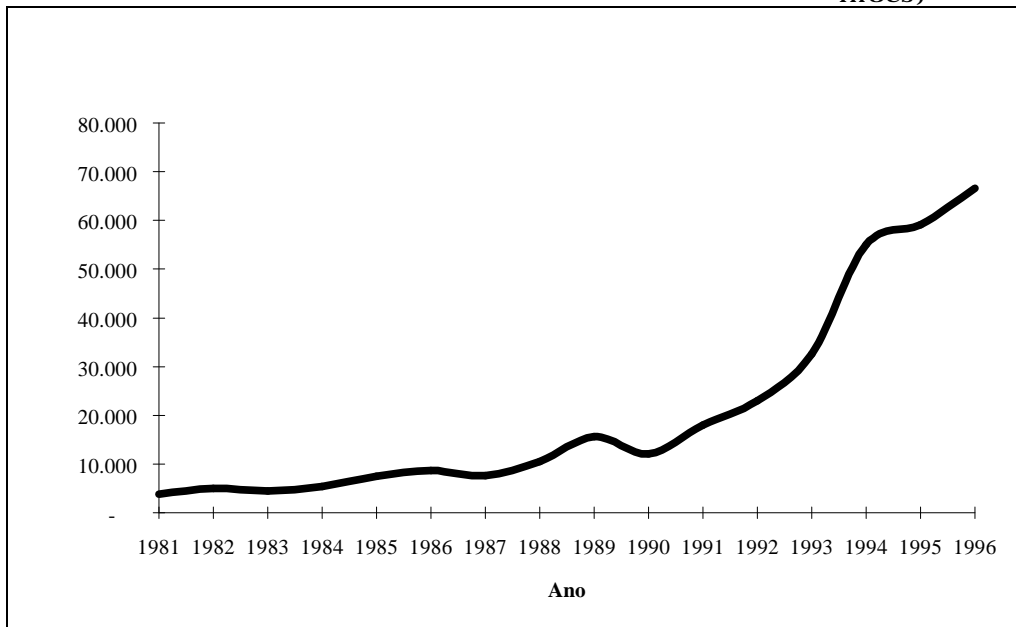
são sinalizadores e demandam medidas adequadas por parte dos administradores para evitá-los. No entanto, para que um perigo real à saúde do sistema seja detectado, faz-se necessária uma análise de prazo mais longo, que compare as rentabilidades reais auferidas à rentabilidade atuarial necessária ao bom funcionamento do sistema. A tabela 1 mostra o total de ativos dessas entidades ao final de cada ano, e as respectivas rentabilidades.

A rentabilidade média do período 1986/1996 foi de 9,7%, acima do rendimento atuarial de 6%. Porém, esse cálculo não leva em consideração o tamanho do patrimônio sobre o qual incide o lucro ou o prejuízo. Dessa forma, por exemplo, a taxa de prejuízo de 1990 (51,8%), aparentemente é compensada pela taxa de lucro de 1994 (57,7%), quando, na realidade, foi amplamente superada, pois o lucro de 1994 incidiu sobre uma base de ativos mais de quatro vezes superior.

Quando a rentabilidade é ponderada pelo volume de ativos de seu respectivo ano, obtém-se um rendimento anual médio de 11,5%, bem superior ao anterior. Isso significa que, embora não esteja garantida a saúde financeira de cada fundo individualmente, o sistema como um todo vem registrando taxas de rentabilidade média bem acima da taxa atuarial. Esses resultados sugerem que os prejuízos reportados por grande parte dos fundos em 1995 apontam muito mais para a necessidade de adoção, por essas entidades, de novos padrões de gestão de risco, do que para a existência de algum problema sistêmico.

GRÁFICO 1
Evolução dos Ativos dos Fundos de Pensão.
1991 — 1996

(Em US\$ milhões)



Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Dois outros fatores proporcionam crescimento aos ativos e estão intimamente relacionados: o número de filiados e as contribuições mensais. À medida que novos participantes se filiam aos fundos, automaticamente, passam a contribuir. Pode-se dizer que o número de contribuintes está associado ao aspecto *quantidade* e as contribuições mensais, ao *crescimento temporal*.

Embora os ativos tenham crescido de forma consistente entre 1991 e 1996 (em média, cerca de 30,8% ao ano), o número de participantes praticamente foi o mesmo no período. O contraste torna-se mais significativo quando é qualificado o padrão de crescimento do número de participantes. Pela tabela 2, pode-se observar que o número de beneficiários cresceu, enquanto que o de contribuintes se reduziu. Isto significa que o crescimento dos ativos no período deve-se ao rendimen-

to das aplicações e às mensalidades pagas pelos membros já afiliados, e não à expansão das filiações, embora parte desse efeito possa ser atribuída ao pagamento parcelado da dotação inicial aportada pela patrocinadora. Levando-se em conta que o crescimento médio anual dos aposentados (beneficiários) foi de 10%,⁹ fica claro que o aumento do número de participantes não foi fator decisivo para a evolução do patrimônio das entidades. Isso mostra que, se por um lado houve estagnação nesse número a partir de 1991, por outro, existe um grande mercado potencial no setor.

TABELA 1
Brasil: Evolução dos Ativos e da Rentabilidade das
Entidades Fechadas de Previdência Privada
1986 — 1996

Ano	(Final de Ano)	
	Ativos (US\$ Milhões)	Rentabilidade (%)
1986	8 686	6,25
1987	7 640	-28,56
1988	10 484	13,38
1989	15 604	22,49
1990	12 120	-51,80
1991	17 989	27,54
1992	23 026	15,51
1993	32 568	29,78
1994	55 081	57,68
1995	59 055	0,66
1996	68 982	13,4
Média Simples	(1986/1996)	9,67
Média Ponderada	(1986/1996)	11,51

Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

TABELA 2
Evolução dos Participantes das EFPP por
Categoria — 1991/1996 (mil pessoas)

⁹ Quando um participante passa de empregado para aposentado, ele deixa de ser um contribuinte líquido e torna-se um consumidor líquido de ativos.

(F inal de Ano)				
Ano	Contribu- intes	Dependen- tes	Beneficiá- rios	Total
1991	1 731	4 041	153	5 925
1992	1 682	4 070	165	5 917
1993	1 652	3 880	178	5 710
1994	1 757	4 233	211	6 202
1995	1 778	3 988	225	5 992
1996	1 698	3 856	245	5 992

F onte: ABRAPP.

E laboração: IPEA — Coordenação G eral de F inanças P úblicas.

Outro fato relevante é o padrão de distribuição do sistema de previdência privada. Entre 1986 e 1991, houve um acentuado decréscimo, tanto na proporção dos ativos totais em carteira das dez maiores instituições, quanto na proporção do portfólio das cinquenta maiores em relação aos ativos totais do sistema. De 1991 a 1996, essa distribuição praticamente se manteve. Entretanto, nas entidades de porte médio, ou seja, aquelas que estão entre as quarenta maiores (após as dez primeiras), a desconcentração prosseguiu, ainda que de forma lenta. Esse fenômeno, que pode ser observado na tabela 3, deve-se, em parte, ao expressivo crescimento do número de entidades fechadas de previdência privada no período, o que provocou maior dispersão dos ativos. A partir de 1991, algumas instituições mais sólidas se destacaram, tanto na rentabilidade das aplicações quanto na manutenção de seus afiliados. Isso proporcionou crescimento dos ativos a taxas superiores à média do sistema, e garantiu estabilidade na proporção de ativos em carteira dessas instituições, em relação aos totais do sistema.

TABELA 3
Distribuição dos Ativos das EFPP entre as
Maiores Instituições — 1986/1996

Especificação	1986	1991	1995	1996
Entidades autorizadas	172	256	344	349
Ativos em carteira das dez	74,	61,6	61,3	61,

maiores instituições (%)	90	7	6	45
Ativos em carteira das cinquenta maiores instituições (%)	95,58	88,78	86,63	85,71

Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Os cinquenta maiores fundos de pensão do país, por patrimônio, detêm 85,7% dos ativos totais das EFPP, sendo que somente os dez primeiros respondem por 61,5% (ver tabela 3). Destes, os sete maiores são patrocinados por empresas estatais, dos quais os cinco primeiros e respectivos ativos são: PREVI (Banco do Brasil), US\$ 18 bilhões; FUNCEF (CEF), US\$ 5,7 bilhões; PETROS (PETROBRÁS), US\$ 4,2 bilhões; SISTEL (TELEBRÁS) US\$ 3,5 bilhões; e CENTRUS (Banco Central), US\$ 3,4 bilhões.

3.2 Aplicação dos Recursos

3.2.1 Balanço Risco — Retorno

As EFPP são empresas de direito privado, cujos objetivos devem corresponder aos de seus participantes. Para garantir o atendimento dos interesses precípuos dos filiados, uma gerência financeira eficiente é indispensável. Um dos pontos fundamentais dessa gerência é a análise *risco — retorno*. De um lado, os fundos têm compromissos com seus participantes e gostariam de sempre oferecer o maior rendimento possível. De outro, atuam em um mercado fortemente competitivo, onde os riscos não podem ser negligenciados. No julgamento dos investidores, o aspecto mais importante é o risco global da empresa, e não o risco isolado de cada ativo. Isso afeta significativamente as oportunidades de investimento e a manutenção da riqueza dos proprietários dos ativos.

Para avaliar o desempenho de um fundo de pensão, há que se calcular sua taxa de retorno e compará-la à rentabilidade de uma carteira de referência que tenha um risco igual — seu custo de oportunidade. É necessário imaginar o ativo da

entidade como um fundo de investimento aberto, no qual as novas contribuições são utilizadas para comprar unidades adicionais de participação.

Um plano de pensões possui dois ativos principais. Um é o valor do fundo propriamente dito; o outro é o valor atual das contribuições programadas pelas patrocinadoras e participantes. Por sua vez, o passivo consiste no valor de todos os benefícios que a instituição prevê pagar aos atuais participantes, seja o valor resultante de serviços já prestados, seja o que espera pelos serviços a acumular no futuro. Se os ativos se revelarem inferiores aos passivos, a entidade terá de buscar contribuições adicionais nos próximos anos, para eliminar esse déficit. Se ocorrer o contrário (superávit), o valor das contribuições poderia ser até reduzido.

É engano imaginar que os fundos de pensão não podem, eventualmente, ter prejuízos, pois atuam em mercados eficientes, nos quais as informações se refletem rapidamente sobre os preços dos títulos, e estes espelham rigorosamente toda a informação disponível. Daí ser necessário buscar otimizar a estratégia de risco, uma vez que, em um mercado eficiente, todos os títulos são investimentos de valor atual líquido nulo, com poucas possibilidades de apresentar uma relação entre obrigações e ações que melhore a riqueza de todos. A idéia do mercado eficiente “significa, simplesmente, que a competição nos mercados de capitais é muito dura — não há máquina de fazer dinheiro e os preços dos títulos refletem os verdadeiros valores subjacentes dos ativos” [Brealey e Myers (1992, p. 916)].

A teoria básica relativa a risco e retorno é normalmente estudada nos modelos de equilíbrio (precificação) dos ativos financeiros. Estes se prestam a explicar o comportamento dos preços dos títulos e fornecer mecanismos de avaliação do investimento proposto ou realizado sobre o risco,

e o retorno de toda a carteira. Um dos modelos mais utilizados é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), hoje adotado por vários fundos de pensão.

Esse modelo baseia-se em suposições de um mercado quase perfeito, basicamente em relação à sua eficiência e às preferências do investidor, como, por exemplo: *i*) a suposição de que os investidores têm a mesma informação sobre os títulos negociados; *ii*) os investidores encaram a aplicação em títulos vislumbrando um horizonte de longo prazo; e *iii*) a suposição de que nenhum investidor é suficientemente grande para afetar significativamente o preço de mercado das ações. Além disso, no modelo CAPM, os investidores preferem ganhos esperados maiores (*versus* menores) e riscos mais baixos (*versus* mais altos); isto é, investem em títulos que ofereçam maior retorno para dado nível de risco, ou menor risco para dado nível de retorno.

No mercado de ações, há dois tipos de risco: o risco *diversificável*, *não-sistemático* ou *específico*, que se pode minimizar ou até eliminar pela diversificação da carteira; e o risco *não diversificável*, *de mercado* ou *sistemático*, atribuído a forças que afetam a todas as empresas tais como guerras, inflação, eventos políticos, incidentes internacionais, etc. Ao contrário deste, o risco diversificável (*não-sistemático*) resulta da ocorrência de eventos não controláveis e isolados, tais como greves, processos, ações regulatórias, perda de cliente especial, etc.

Considerando que todo investidor pode diversificar seus ativos para eliminar/reduzir o risco não-sistemático, o risco realmente mais relevante é aquele não diversificável, sistemático, que não é igual para todos os ativos e reflete a contribuição de cada ativo ao risco da carteira. Nesse caso, o modelo CAPM liga o risco e o retorno para todos os ativos por meio do coeficiente \uparrow , que pode ser visto como um índice do grau de conformidade ou comovimento de retorno do ativo com o retorno do

mercado. Ainda assim, existe sempre a possibilidade de prejuízo, mesmo que a gerência seja profissional e preparada.

No cenário brasileiro, tem sido constatada uma profissionalização crescente na administração financeira das entidades de previdência privada. Uma das conseqüências desse fato é a exploração cada vez maior das possibilidades de aplicação de recursos proporcionadas pelos mercados de ativos nacionais. Cada tipo de aplicação tem sua característica peculiar de risco e rentabilidade, e sua utilização em conjunto é realizada com o intuito de racionalizar a administração financeira dos fundos. As tabelas 4 e 5 mostram a evolução ocorrida nesse sentido. As seções seguintes qualificam as aplicações e descrevem suas principais características.

TABELA 4
Evolução dos Ativos dos Fundos de Pensão —
1991/1996
(U S \$ milhões)

(F inal de Ano)								
A no	Títu- los P ú- blicos	A ções	P a- péis B anc. ¹	D e- bênt.	A ti- vos Im ob. ²	Oper. In- tern. ³	Ou- tros	Total Ati- vos
1991	1 335	5 180	2 538	1 023	4 112	1 766	2 03	17 989
1992	1 502	6 062	4 642	942	5 628	3 045	1 20	23 027
1993	1 290	11 331	7 910	827	6 230	2 893	2 08	32 568
1994	2 098	21 537	13 167	1 021	10 470	5 365	1 42	55 081
1995	2 628	17 393	15 614	3 075	12 205	6 655	1 48	59 055
1996	3 961	21 330	20 005	3 317	12 429	6 300	1 64	68 982
							0	

Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ¹ Certificados de depósito a prazo e fundos de investimento.

² Imóveis e financiamentos imobiliários.

³ Empréstimos a participantes e operações com as patrocinadoras.

TABELA 5
Participação dos Ativos nas Aplicações Totais dos
Fundos de Pensão 1991/1996 (P ercentual)

(F inal de Ano)								
A no	Títu- los P ú- blicos	A ções	P a- péis B anc. ¹	D e- bênt.	A ti- vos Im ob. ²	Oper. In- tern. ³	Ou- tros	Total Ativos
1991	7,42	28, 80	14,1 1	5,6 9	22,8 6	9,8 2	11,3 1	100,00
1992	6,52	26, 33	20,1 6	4,0 9	24,4 4	13,2 2	5,2 4	100,00
1993	3,96	34, 79	24,2 9	2,5 4	19,1 3	8,8 8	6,4 1	100,00
1994	3,81	39,1 0	23,9 0	1,85	19,0 1	9,7 4	2,5 8	100,00
1995	4,45	29, 45	26,4 4	5,21	20,6 7	11,2 7	2,51	100,00
1996	5,74	30, 92	29,0 0	4,8 1	18,0 2	9,13	2,3 8	100,00

Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ¹ Certificados de depósito a prazo e fundos de investimento.

² Imóveis e financiamentos imobiliários.

³ Empréstimos a participantes e operações com as patrocinadoras.

3.2.2 Títulos Públicos As aplicações em títulos públicos podem ser consideradas as mais tradicionais dentre todas as existentes nos mercados financeiros. As características que as tornam atrativas para os aplicadores em geral, tais como a liquidez, a rentabilidade previsível e a segurança, também as colocam como uma das opções utilizadas pelos fundos de pensão no Brasil. Naturalmente, existem diferentes modalidades de títulos públicos. Pelo fato da maioria deles possuir características gerais semelhantes, no âmbito deste trabalho só merecem diferenciação quanto à forma pela qual são adquiridos. Segundo esse critério, os títulos públicos podem ser de aceitação *voluntária* ou *impositiva*. No primeiro caso, incluem-se todas as operações normais de mercado efetuadas com esses papéis. No segundo, são listados todos os títulos que foram adquiridos por força de lei.

Mesmo levando em conta que muitos papéis do segundo tipo puderam ser aproveitados mais tarde no processo de privatização, e que muitos fundos tenham, por meio de medidas judiciais, se esquivado de comprá-los, é sempre útil frisar que medidas impositivas desse gênero tendem a ser desestabilizadoras do sistema, tendo em vista que podem afastar, por perda de rentabilidade, o ingresso de novos afiliados.

Como já foi visto na seção 2.2, a primeira legislação consolidada sobre os investimentos das entidades de previdência privada tratou de limitar, em 50% da carteira, o total possível de aplicação nesse instrumento. Isso deveu-se à parca estrutura dos outros mercados financeiros, nos quais eram exíguas as possibilidades de investimentos. Restava ainda o mercado imobiliário; porém, nesse caso ocorria uma clara posição *overbought*, ou seja, havia um excesso de ativos imobiliários nas

carteiras dos fundos, resultante também da falta de alternativas.

A tendência natural dos administradores de fundos, nesse cenário, foi manter um volume expressivo de títulos públicos. Além de um grande mercado que lhes garante liquidez, a rentabilidade prefixada ou indexada, embora não possa atingir elevados ganhos, assegura aos fundos um retorno superior à taxa atuarial. Adicionalmente, esses papéis podem ser considerados os de menor risco, uma vez que são garantidos pelo governo que é, no final das contas, o maior agente econômico.¹⁰

Com o desenvolvimento de outros mercados e instrumentos financeiros, os títulos públicos começaram a ceder espaço para outros ativos mais adequados às necessidades específicas de manejo financeiro dos fundos. Em 1991, esses papéis respondiam por 7,42% do total de ativos do sistema, enquanto que, em 1996, sua participação decresceu para 5,74%. No entanto, não se pode afirmar categoricamente que exista uma tendência intrínseca de redução permanente na demanda dos fundos de pensão por esses títulos. A experiência internacional mostra que, de acordo com as condições de mercado ou com as necessidades financeiras dos fundos, essa proporção pode flutuar nos dois sentidos (ver tabela 6).

TABELA 6
Títulos Públicos em Carteira dos Fundos de Pensão com o
Percentagem dos Ativos Totais em Países Selecionados — 1970/1990

¹⁰ Mesmo que se considere o Plano Collor, uma análise mais cuidadosa mostra que, embora os títulos públicos tenham passado por um alongamento compulsório de prazo e por uma notável perda de liquidez naquela ocasião, suas rentabilidades foram menos afetadas do que as de outras modalidades de ativos. A rigor, a garantia de rentabilidade de 6% embutida naquele plano não causou, por si, prejuízos atuariais aos fundos de pensão.

País	1970	1975	1980	1985	1990 ¹
Reino Unido	18	18	22	18	11
Estados Unidos	7	9	14	22	20
Alemanha	9	6	13	20	17
Japão	11	16	15	13	5
Canadá	38	34	40	42	39
Holanda	10	7	5	13	14
Suécia	12	17	24	30	22
Dinamarca	11	6	4	14	11

Fonte: Pinheiro (1994).

Nota: ¹1989 para o Canadá e 1987 para a Dinamarca.

3.2.3 Ações e Derivativos Os mercados de ações e derivativos vêm sofrendo mudanças significativas ao longo dos anos, tanto no que se refere à variedade dos instrumentos disponíveis, quanto à velocidade de sua adoção. No Brasil em particular, ainda que haja muito espaço para crescimento da bolsa de valores, ocorreu um verdadeiro *boom* no mercado de derivativos. A Bolsa Mercantil e de Futuros de São Paulo, ano após ano vem galgando posições cada vez mais destacadas no *ranking* mundial das bolsas de futuros.

As carteiras das EFPP têm refletido a tendência dos mercados financeiros internacionais. Isso pode ser constatado pela análise da evolução da proporção desses ativos em relação aos ativos totais do sistema. Ao final de 1991, os fundos de pensão detinham cerca de 29% dos seus ativos sob a forma de ações, o que, por si, já representa uma evolução em comparação à velha estrutura financeira baseada em títulos públicos e imóveis. Em 1994, essa taxa chega a alcançar 39%. Em 1995, devido à grande retração da bolsa, causada em parte pela crise mexicana, o volume de aplicações nesses mercados diminuiu para 29%; ao final de 1996, elevou-se para 31%.

O mercado acionário tem como características principais a maior exposição ao risco, a perspectiva de ganhos de magnitude incerta, a agilidade de negociação dos ativos e a incorporação de novas informações ao preço destes. No Brasil, representam, acima de tudo, uma aposta na economia do país. Quando as perspectivas econômicas

melhoram e o cenário político geral se apresenta favorável, como resposta, os preços das ações tendem a subir em conjunto. Isso não quer dizer absolutamente que se possa abrir mão da chamada análise fundamentalista, que investiga a estrutura financeira de cada empresa individualmente e orienta os investimentos para as companhias ou setores mais promissores. Apenas deve-se destacar que, retrospectivamente, os movimentos mais importantes das bolsas brasileiras têm ocorrido quando há mudanças no cenário político, institucional ou econômico.

No caso dos derivativos, ao contrário da opinião corrente, a característica mais marcante é que por meio deles é possível esterilizar grande parte do risco. É bem verdade que também é possível ampliar o risco de uma operação nesses mercados. No caso dos fundos de pensão, a legislação brasileira tem tentado evitar a possibilidade de posições a descoberto.

Fundamentalmente, o objeto de negociação no mercado de derivativos é o risco. Se um fundo de pensão tem uma posição grande em ações da TELEBRÁS, por exemplo, fica muito exposto a perdas de patrimônio, caso ocorra uma desvalorização no preço desse ativo. Uma forma de evitar esse risco, sem ter que se livrar das ações, é vender opções de compra desse papel. Nesse caso, o fundo embolsaria o prêmio das opções. Caso ocorresse uma queda no valor das ações, esse prêmio compensaria os prejuízos. Assim, o fundo de pensão pode utilizar o mercado de derivativos para reduzir o risco de sua carteira, ao assumir uma posição casada. A legislação brasileira tem zelado pela segurança dos participantes, quando limita as possibilidades de posições a descoberto dos fundos de pensão.

3.2.4 Papéis Bancários

Sob esse título encontram-se relacionados vários tipos de ativos, que vão desde depósitos a prazo até fundos de investimento em ações. Com maior ou menor ris-

co, maior ou menor rentabilidade esperada, rendimentos pré ou pós-fixados, o que tais ativos têm em comum é a natureza do seu risco não diversificável, fortemente correlacionada com a saúde financeira do banco emissor.¹¹ O elemento mais importante nesse item é, sem dúvida, o depósito a prazo. Os chamados Certificados de Depósito Bancário (CDB) são instrumentos que, sob a ótica dos bancos, permitem alongar o perfil da estrutura de sua captação para os fundos, ou na visão dos investidores em geral, são opções de aplicação que apresentam retornos pré ou pós-fixados, cujo risco está relacionado à solvência do banco durante o período de aplicação. Atualmente, esse risco tem sido minimizado pelo seguro bancário, instituído no âmbito do Programa de Estruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROEF), que garante aos aplicadores, até um determinado limite, tanto o principal quanto os juros das aplicações nessa modalidade.

Quanto à rentabilidade, pode-se dizer que os CDB acompanham as taxas primárias da economia e situam-se, em geral, um pouco acima de tais taxas. Existem várias opções de aplicações nesse instrumento, no que se refere a prazos e taxas. Essa diversificação faculta aos fundos de pensão, bem como aos demais investidores, a possibilidade de movimentar proveitosamente os recursos a médio prazo. Naturalmente, as situações de desconfiança sobre a solidez do sistema bancário podem ocasionar variações bruscas na demanda por esse ativo. Como pode ser observado, é cada vez mais difundida a utilização desse instrumento pelos fundos de pensão, com crescimento comparável ao do mercado de ações e derivativos.

Compõem ainda o item de papéis bancários os fundos de investimento. Esse tipo de aplicação

¹¹ Embora os fundos de ações possuam personalidade jurídica própria, geralmente suas carteiras mantêm alta correlação com a do banco emissor, e podem inclusive conter grandes volumes de ações deste banco.

tem sofrido modificações por parte da autoridade monetária no sentido de racionalizar o seu funcionamento. Ao mesmo tempo, a liberdade que, gradualmente, vem sendo dispensada aos bancos administradores, em termos de criação de novas opções, tem conseguido um efeito positivo sobre a diversificação de instrumentos financeiros disponíveis aos investidores. Os fundos de investimento vêm sendo utilizados pelas EFPP, especialmente para administrar seus fluxos de caixa de curto prazo, uma vez que a liquidez desses instrumentos geralmente é mais acentuada que a dos CDB. Além disso, esses fundos oferecem oportunidades de algum ganho extra para o capital de giro.

A ampliação do menu de opções financeiras proporcionadas pelos fundos de investimento tem-se refletido na adoção cada vez mais intensa desses instrumentos por parte dos fundos de pensão. Recentemente, o governo promoveu grande reforma na área desses fundos, o que transformou seu perfil. Além dos fundos de ações e carteira livre, dividiu-se por prazos (trinta, sessenta e noventa dias) e separou-se em duas categorias: Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e Fundos de Investimento em Cotas (FAC).¹² Comparada a 1991, a posição destes papéis mais do que dobrou em termos relativos em 1996 (passou de 14,1% para 29,0% dos ativos totais no período); ou seja, elevou-se de US \$ 266 milhões em 1991, para US \$ 13,3 bilhões em 1996.

3.2.5 Imóveis Os imóveis podem ser classificados no rol das aplicações mais tradicionais das entidades de previdência brasileiras, sejam públicas ou privadas, fechadas ou abertas. Isso pode ser constatado pelos inúmeros imóveis em poder das organizações previdenciárias ofici-

¹² É válido notar que a inclusão desses fundos no item de papéis bancários provoca uma subestimação no total de recursos aplicados pelos fundos em títulos públicos, uma vez que tais fundos contém papéis do governo em suas carteiras.

ais. A novidade nesse mercado, no decorrer dos últimos anos, tem sido o aumento da proporção entre recursos para a construção de imóveis novos e a mera compra de unidades de segunda mão. Embora a proporção dos imóveis no ativo total dos fundos venha caindo (de 20% dos ativos totais em 1991, para menos de 13% no final de 1996), esse item tem contribuído de forma crescente para o aumento do produto nacional.

TABELA 7
Ativos Imobiliários dos Fundos de Pensão —
1991/1996 (US\$ milhões)

Ano	Imóveis	Financia- mento Imobiliá- rio	(F inal de P eríodo)	
			Ativos. Imob. Totais	Total de Ativos
1991	3 470	642	4 112	17 989
1992	4 677	951	5 628	23 027
1993	5 213	1 017	6 230	32 568
1994	7 929	2 541	10 470	55 081
1995	8 785	3 420	12 205	59 055
1996	8 879	3 550	12 429	68 982
Varição (%)	156	453	202	283

Fonte: ABRAPP.

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

TABELA 8
Imóveis dos Fundos de Pensão — Participação
por Categoria

Categoria	(P osição de Julho/96)	
	Total (US\$ Milhões)	P artic. (%)
Terrenos	409	4,56
Imóveis em construção	786	8,77
Cotas de participação	356	3,97
E dific. para uso próprio	210	2,34
E dific. loc. às patrocinadoras	1 890	21,08
E dific. para renda	3 682	41,06
Invest. em <i>shoppings-centers</i>	1 522	16,98

A alienações de imóveis	107	1,19
Outros	5	0,06
Total	8 968	100,00

Fonte: ABRAPP EMPAS/Secretaria de Previdência Complementar.

Como pode ser observado na tabela 7, os ativos imobiliários totais apresentaram, no período 1991 — 1996, crescimento menor (202%) do que aquele alcançado pelos ativos totais (283%). O investimento direto em imóveis cresceu menos ainda (156%). Porém, os financiamentos imobiliários, que em grande parte dizem respeito a imóveis novos, expandiram-se enormemente (453%). Embora os empreendimentos imobiliários sejam tradicionais, no contexto das EFPP o seu padrão vem sofrendo modificações, no sentido de privilegiar a destinação de recursos para a construção de imóveis novos. Isso pode ser constatado na tabela 8, que especifica o direcionamento do investimento em imóveis propriamente ditos.

Ainda predominam os investimentos em imóveis para renda, embora o montante aplicado em novas modalidades (*shoppings-centers*, quotas de participação, etc.) e imóveis em construção seja expressivo. Por outro lado, ocorre uma excessiva locação de imóveis para as patrocinadoras — imóveis algumas vezes adquiridos junto a estas e que podem embutir operações, no mínimo, questionáveis.

3.2.6 Operações Internas

O primeiro item a ser destacado nesse tópico são os empréstimos concedidos pelas entidades de previdência privada aos seus filiados. A grande atratividade desse tipo de operação deve-se ao baixo nível de risco: sob a ótica do fundo de pensão, os participantes são seus credores a longo prazo. Assim, um empréstimo concedido a eles envolverá, colateralmente, os direitos deles próprios contra o fundo. Isso garante não somente uma menor proporção de inadimplência, mas também uma for-

ma mais rápida e eficiente de resgate do valor devido.

Geralmente, esses empréstimos são concedidos somente após um período de carência, isto é, o participante, para fazer jus a tal benefício deve ter contribuído por um determinado período mínimo. Dessa forma, quando o afiliado retira o empréstimo, já conta com alguns direitos junto à entidade; assim é maior o custo de oportunidade de uma eventual inadimplência. As taxas de juros dessas operações podem naturalmente ser mais baixas e, em muitos casos, próximas da taxa atuarial mínima, dada a segurança do fluxo de recebimentos futuros.

A proporção dessas operações, em relação aos ativos totais dos fundos de pensão, tem crescido (mais de 100% no período 1991—1996). Seu grande *boom* deu-se no segundo semestre de 1994, quando a pressão por crédito, ocorrida em toda a economia brasileira (devida ao plano Real) manifestou-se na carteira das entidades de previdência por meio de expansões maciças na concessão de empréstimos a participantes.

Outro item se refere às operações com as empresas patrocinadoras. Parte dessas transações têm caráter meramente contábil e reflete atrasos nos pagamentos das contribuições de responsabilidade das companhias. Sob essa rubrica, ocorrem vários negócios que envolvem trocas de ativos entre a entidade de previdência e sua patrocinadora. Isso mereceria uma atenção maior da legislação, no sentido de regulamentar e limitar essas transações, para torná-las mais claras e preservar os interesses dos participantes. Por exemplo, há casos em que uma empresa, que passa por dificuldades financeiras, aliena prédios de sua propriedade ao fundo de pensão ao qual está vinculada, e, simultaneamente, estabelece um contrato de aluguel com esse mesmo fundo. O problema é que não existe regulamentação que impeça uma

supervalorização no preço de transferência do imóvel, ou uma subestimação do valor do aluguel.

3.2.7 Debêntures As debêntures classificam-se basicamente em dois tipos: as debêntures *conversíveis* e as *não-conversíveis*. Estes são papéis que representam empréstimos concedidos a empresas, nos quais está embutida uma determinada taxa de juros. Nessas operações, os ativos físicos das empresas são oferecidos como garantias. Assim, se o prazo de pagamento expirar e a empresa não puder saldar suas dívidas, os debenturistas têm direitos sobre a estrutura física da firma. Naturalmente, nesses casos, há uma motivação dos credores para renegociar o pagamento, uma vez que a liquidação do capital físico pode implicar elevados custos de transação.

As debêntures conversíveis tentam proporcionar aos investidores a segurança de um financiamento, associada à perspectiva de lucros maiores dos investimentos de risco. Isso é feito da seguinte forma: além dos juros e das garantias colaterais características das debêntures não-conversíveis, as conversíveis dão ao financiador a possibilidade de se tornarem sócios da empresa financiada. Uma debênture conversível permite a seu possuidor, de acordo com seu interesse, convertê-la em ações da empresa financiada a um preço pré-fixado. Isso equivale a uma aposta na empresa: se a empresa for mal, o investidor tem garantias de reaver seus investimentos; se a empresa progredir, o aplicador tem acesso a parte de seus lucros por meio das ações adquiridas.

Esses papéis, no entanto, têm perdido espaço à medida que os investimentos em ações progredem. A atratividade das debêntures conversíveis tem sido ofuscada pela possibilidade de influência na gestão das empresas, proporcionada pelo investimento acionário. Em 1991, os investimentos dos fundos nesses papéis representavam 5,7% de suas carteiras; a partir daí, declinaram de for-

ma contínua até atingir menos de 2% em 1994; no final de 1996, elevaram-se a 4,8%.

4 PREVIDÊNCIA E POUPANÇA

Os sistemas de previdência têm sido debatidos à luz de diversas abordagens. A primeira, e talvez mais importante, é a que enfoca os benefícios sociais desses planos. Os aspectos financeiros e atuariais também ganharam mais espaço, especialmente depois que diversos planos, por todo o mundo, começaram a apresentar problemas. No entanto, a despeito de exaustivas discussões, só recentemente os impactos econômicos dos sistemas de previdência começaram a ser avaliados.

Os modelos surgidos com essa finalidade baseiam-se, sobretudo, na *Hipótese do Ciclo de Vida (Life-Cycle Hypothesis)*. A essa construção, fundamentalmente um modelo de gerações superpostas, têm sido adicionadas várias hipóteses com o intuito de torná-la mais atraente do ponto de vista analítico.

Os dados provenientes dos sistemas de previdência têm sido utilizados para testes e pesquisas econômicas mais gerais. Este é o caso, por exemplo, de Wilcox (1989) que, considerando os benefícios previdenciários com o sendo impostos negativos, avalia o efeito destes sobre o consumo agregado e, a partir disso, estabelece, empiricamente, algumas restrições à *equivalência ricardiana*.¹³ Feldstein (1984) relaciona a instauração de um sistema previdenciário à formação de poupança voluntária na economia. Entretanto, a linha de pesquisa mais promissora nessa área parece ser o estabelecimento das relações entre os sistemas previdenciários e a ampliação da capacidade de poupança da

¹³ Em termos simples, a equivalência ricardiana, discutida primeiramente por Robert Barro, decorre da suposição de que uma alteração fiscal não terá qualquer efeito sobre as variáveis econômicas agregadas, uma vez que a sociedade não as interpreta com o variação de sua riqueza total.

economia. Nesse sentido, vários estudos, tanto teóricos quanto empíricos, vêm sendo realizados.¹⁴ O ponto crucial reside no fato de que o incremento da poupança está diretamente associado ao desenho do plano previdenciário. Uma rápida exposição dos principais tipos de financiamento da previdência faz-se necessária.

4.1 Sistema de Repartição Simples

Nesse sistema, os trabalhadores contribuintes financiam os beneficiários.¹⁵ Para os futuros beneficiários, a previdência por repartição simples corresponde a um investimento cujo retorno está associado ao crescimento da população ativa e do emprego, uma vez que as retiradas futuras dependerão do total de contribuintes na época da aposentadoria do novo beneficiário. Isso pode ser visualizado esquematicamente.

Suponha uma economia onde existem duas espécies de indivíduos: os contribuintes e os beneficiários. Cada indivíduo participa seqüencialmente das duas categorias. No primeiro período de suas vidas os indivíduos são classificados como contribuintes. Durante esse tempo eles trabalham e são remunerados por essa atividade. Consomem parte do que produzem e poupam o restante. No segundo período, os indivíduos não trabalham e vivem das poupanças acumuladas na fase anterior.

Serão classificados como indivíduos da geração t aqueles que, no período t , são contribuintes. Assim, os indivíduos da geração t convivem com os beneficiários da geração $t-1$, durante o período t (enquanto são contribuintes), e com os contribuintes da geração $t+1$, no período $t+1$ (quando já são beneficiários). Existe uma taxa de crescimento

¹⁴ Para uma coletânea dos desenvolvimentos teóricos, ver Blanchard e Fischer (1989).

¹⁵ São utilizados os termos contribuinte/beneficiário ao invés de ativo/inativo em virtude da legislação brasileira permitir que um beneficiário continue ativo.

populacional constante igual a n . Para simplificar, será suposto que o salário, o consumo e a poupança são iguais para todos os indivíduos da mesma geração, mas pode, contudo, variar de uma geração para outra. Com isso, é indiferente tomar tais parâmetros de forma individual ou *per capita*.

Sejam, então, d e b_t a contribuição e o benefício associados à geração t , respectivamente. Então:

$$b_t = d_t(1+n)$$

Essa equação significa que o benefício de cada indivíduo de uma geração é obtido pela repartição igualitária, entre eles, do somatório das contribuições dos indivíduos da geração sucessora. Esse modelo simplificado explica porque, no sistema de repartição simples, a taxa de rentabilidade é fornecida, *coeteris paribus*, pelas variáveis demográficas e não pelos ativos da economia. Se ocorrem excessivas mudanças nas regras e extensão dos benefícios a indivíduos não contribuintes completos do sistema,¹⁶ os agentes podem passar a encarar a previdência não como um investimento pessoal para a sua aposentadoria, mas, simplesmente, como um imposto a mais.

4.2 Sistema de Capitalização O sistema de capitalização funciona da seguinte forma: cada indivíduo, durante sua fase de contribuinte, recolhe periodicamente sua contribuição, a qual vai sendo aplicada em ativos com uma determinada taxa de retorno. Ao final do período, os indivíduos passam a ser beneficiários, e recebem o montante acumulado de suas contribuições, parceladamente. O funcionamento desse sistema pode ser expresso esquematicamente nos moldes utilizados antes, com o mostrado a seguir:

$$b_{t+1} = d_t(1+r_t)$$

Isto é, o benefício pago aos indivíduos da geração t (no período $t+1$), será tão-somente o montante

¹⁶ Um contribuinte completo é aquele que cumpriu todos os requisitos estabelecidos para fazer jus ao benefício.

acumulado das suas contribuições (realizadas no período t), capitalizadas pela taxa de retorno pertinente (r_t). Uma questão que emerge é saber se os rendimentos dessas aplicações são pelo menos iguais à média dos retornos das aplicações de poupança disponíveis na economia (custo de oportunidade das contribuições). Embora não haja resposta definitiva, a suposição de que a massa de recursos formada por tais contribuições atrairia administradores de carteira especializados para geri-la, levaria à conclusão de que não se deveria esperar grandes diferenças entre os rendimentos médios.

4.3 Formação de Poupança

Com o intuito de avaliar os efeitos do sistema previdenciário sobre a acumulação de poupança, primeiramente será suposta a inexistência de planos de previdência. Nesse panorama, denominado sistema *livre*, os próprios indivíduos encarregam-se de realizar suas poupanças pessoais a fim de prover os recursos necessários ao seu sustento no período da aposentadoria. Levando-se em conta o fluxo de renda das pessoas e suas preferências intertemporais, chega-se ao montante de poupança S gerado pelo sistema.¹⁷ Assim, pode-se dizer que toda a poupança do sistema é voluntária, ou, esquematicamente:

$$S = S_{vsp}$$

em que S_{vsp} é a poupança voluntária agregada da economia com sistema livre.

Suponha-se a introdução de um sistema de previdência regido pelo método de capitalização. Nesse caso, se o rendimento esperado do fundo de previdência for igual ao da poupança voluntária, ocorreria apenas uma diminuição compensatória

¹⁷ Para maior detalhamento da resolução desse problema de maximização intertemporal, ver Blanchard e Fischer (1989)).

dessa última, de modo a manter a poupança total constante. Isso acontece porque, sob a ótica dos indivíduos, não faz diferença se os recursos que deixam de consumir são destinados ao fundo de previdência ou à poupança pessoal. Então:

$$S = S_{vc} + S_{pc}$$

em que S_{vc} é a poupança voluntária e S_{pc} é a poupança previdenciária, ambas no regime de capitalização.

Toda a argumentação baseia-se adicionalmente no fato de que:

$$S_{pc} \leq S$$

ou seja, o montante que seria poupado no sistema livre seja pelo menos igual ao das contribuições previdenciárias fixadas. Se isso não for verdade, ocorrerá uma poupança forçada não compatível com as preferências dos agentes.

Qual seria o impacto sobre a poupança agregada da economia se a previdência fosse regida pelo sistema de repartição simples? Para avaliar esse efeito, deve-se ter em vista a seguinte relação:

$$S_{tr} = S_{vr} + S_{pr}$$

em que S_{tr} , S_{vr} e S_{pr} são, respectivamente, as poupanças total, voluntária e previdenciária sob o sistema de repartição.

A observação mais importante é que, como já foi frisado, no método de repartição ($S_{pr} = 0$), não ocorre poupança dos recursos auferidos pelos contribuintes, mas sim sua transferência para os beneficiários. A pergunta que então se apresenta é se a poupança total sob o sistema de repartição (S_{tr}), que é igual à poupança voluntária sob esse sistema (S_{vr}), poderia superar a poupança total sob o sistema de capitalização (S_{vc}). Existem motivos para se supor que a resposta é negativa.

Em primeiro lugar, na repartição, há transferência de recursos dos contribuintes para os beneficiários, sendo que, dos primeiros, espera-se uma maior propensão a poupar. Portanto, ocorre

um impacto negativo sobre a poupança voluntária. Outro efeito negativo explorado por Auerbach e Kotlikoff (1987) e, posteriormente, por Corsetti e Schmidt-Hebbel (1994) vem da repercussão do método de repartição sobre o mercado de trabalho. Essa análise conclui que, ao vincular a taxa de retorno da poupança previdenciária à taxa de expansão demográfica, o método de repartição torna esse investimento atuarialmente injusto, pois, exceto no caso da população crescer a taxas superiores à de juros, cada indivíduo poderia obter retornos maiores se aplicasse as contribuições diretamente no mercado de ativos. Existe, portanto, um incentivo à inibição da oferta de mão-de-obra, uma vez que todo esse efeito pode ser considerado uma redução no valor atual da remuneração do trabalho. Isso equivale a uma diminuição salarial e reduz a oferta de trabalho. Essa redução provoca diminuições no produto e, portanto, na capacidade de poupança.

Por outro lado, Barro (1974) argumenta que se os indivíduos valorizam o bem-estar dos seus descendentes, a implementação de um sistema previdenciário do tipo *Pays-You-Go*¹⁸ poderia ocasionar uma ampliação das transferências intergeracionais, de modo a compensar o aumento de encargos sobre as gerações mais novas. Esse resultado, conhecido como o *equivalência ricardiana*, resultaria na neutralidade da previdência em relação à formação de poupança agregada.

Os resultados empíricos, embora ainda não conclusivos, apontam para um resultado de não-neutralidade [Blanchard e Fischer (1989)]. Se isso for verdade, uma migração gradual para o sistema de capitalização, a partir do sistema de repartição simples, poderia aumentar o nível de poupança interna e a taxa de acumulação de capital fixo. Nesse sentido, uma redução no limite do teto de cobertura da previdência oficial (que, na

¹⁸ Termo em inglês com o qual se denomina a previdência por repartição.

maioria das vezes, se baseia no método de repartição) abriria espaço para a ampliação dos planos de previdência privada (regidos pelo método de capitalização) e, com isso, estimularia a poupança e o investimento. De qualquer forma, a institucionalização da poupança decorrente de um sistema de capitalização poderia facilitar o relacionamento com setores desejosos de recursos para investimento, o que contribuiria, assim, para a dinamização do crescimento brasileiro.

Nesse ponto, algumas observações são pertinentes. Primeiramente, deve-se notar que há um limite para a citada ampliação da poupança, uma vez que, depois de certo período no qual os fundos de previdência crescem ininterruptamente, atinge-se uma fase na qual os indivíduos começam a se aposentar e sacar recursos desses fundos. A partir daí, a capacidade de alavancagem de poupança adicional advirá meramente do crescimento populacional. Essa limitação não é muito restritiva visto que, a partir da instalação inicial de um sistema previdenciário por repartição, a sociedade desfrutaria de um período de trinta anos ou mais de incremento da poupança previdenciária.

Outro ponto a ser destacado é que se essa mudança fosse implementada, alguém deveria arcar com o passivo atuarial formado pelas pensões dos beneficiários do sistema de repartição, as quais não seriam mais financiadas pelas transferências dos contribuintes do sistema. Nesse caso, os recursos originados das contribuições não seriam mais repassados aos beneficiários, pois seriam capitalizados em um fundo independente. Considerando que a assunção desse passivo inviabilizaria a formação e funcionamento das entidades de previdência privada, e que quem fez uso dos recursos previdenciários captados no passado dos atuais beneficiários foi o governo, a este tem cabido o ônus da transição nos vários países onde se migrou de um sistema para outro, embora a forma de financiamento possa ser diferenciada.

5 CENÁRIOS DE POUPANÇA POTENCIAL

Sobretudo no Brasil, que necessita urgentemente ampliar sua poupança interna, cabe a seguinte questão: qual é a capacidade potencial de alavancagem de investimentos que um sistema previdenciário regido pelo método de capitalização poderia alcançar? Qualquer tentativa de resposta a essa indagação deverá partir de algumas suposições. Só então poderão delinear-se cenários, os quais, de acordo com as restrições impostas ao sistema, produzirão diferentes respostas.

Os cenários desenvolvidos a seguir levam em consideração o crescimento projetado da população urbana e da renda *per capita*. O mecanismo de funcionamento do modelo é o seguinte: a partir da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD — 1995), obteve-se a população urbana economicamente ativa com carteira assinada, somada aos funcionários estatutários. Esse grupo foi dividido por faixas de rendimento. A utilização desse contingente é devida ao fato dessa faixa da população ser o público-alvo dos fundos de pensão. O agregado não considera os trabalhadores rurais, nem os autônomos e informais. A partir daí, utilizou-se o crescimento estimado da população urbana até 2005 com o *proxy* para o crescimento populacional desse grupo. As estimativas para o crescimento da população urbana brasileira foram obtidas em Camarano e Beltrão (1996).

Considerou-se, ainda, a renda *per capita*, para deslocar os indivíduos para classes de renda mais elevadas. É suposto que as elevações na renda *per capita* se refletem por toda a população e aumentam os salários, o que faz os indivíduos ascenderem de uma faixa salarial a outra. Esse efeito aumenta o número potencial de indivíduos do sistema de previdência complementar, uma vez que aqueles que se situavam abaixo da linha de corte eventualmente migram para faixas acima dessa linha (ver anexo). O cálculo do crescimento da renda *per*

capita foi efetuado com base nas projeções populacionais e no comportamento esperado do PIB. São consideradas duas hipóteses para o produto agregado. A primeira, mais otimista, aqui referida como *hipótese 1*, supõe um crescimento médio anual de 5,94% no período. Nesse caso, é esperado que as reformas em curso se façam em tempo capaz de corrigir desequilíbrios estruturais da economia nos próximos quatro anos. A segunda hipótese, menos otimista, considera uma taxa média anual de crescimento de 4,00%, no mesmo intervalo. Nessa situação, a trajetória de crescimento supõe atraso nas reformas, de modo que correções estruturais se dariam posteriormente. As taxas de crescimento previstas para a população urbana e para o PIB estão listadas na tabela que se segue.

TABELA 9
Taxas de Crescimento Projetadas do Produto Interno
Bruto Brasileiro e da População Urbana Brasileira
1996/2005 (Percentual)

Anos	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PIB (hipótese 1)	4,50	5,00	5,00	5,00	6,00	7,00	7,00	7,00	7,00
PIB (hipótese 2)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
População Urbana	1,86	1,83	1,80	1,76	1,66	1,63	1,60	1,58	1,55

Fonte: Camarano e Beltrão (1996) e Bonelli *et alii* (1996).

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Pode-se então calcular a massa salarial por faixa de renda, e uma vez estabelecido o limite de contribuição da previdência oficial, estima-se a contribuição mensal da sociedade para o sistema capitalizado. A essas contribuições são adicionados os ganhos financeiros sobre o patrimônio já existente — obtém-se, assim, a receita do sistema.

A taxa de rentabilidade dos ativos foi estipulada em 6%, o que coincide com a taxa atuarial. Não foram consideradas taxas mais baixas por dois motivos. Primeiro, com o visto anteriormente, a taxa média anual de rentabilidade real, a partir de 1986, situa-se no nível de 10% (ver seção 3.1). Depois, porque os 6%, além de serem a taxa atuarial utilizada pelos fundos de pensão, são boa estimativa para o custo de oportunidade mínimo do capital no Brasil. Além disso, a profissionalização crescente dos administradores dos recursos dos fundos induz à crença de que, embora possam ocorrer eventuais prejuízos, a médio prazo, os investimentos proporcionarão lucros consistentes. Por outro lado, foram abandonadas taxas mais altas porque estas são inconsistentes com o crescimento econômico de longo prazo.

Admitiu-se, ainda, nas estimativas aqui realizadas, que todos os indivíduos com emprego formal participariam das entidades de previdência fechada, se essas lhes fossem acessíveis. Cada pessoa participaria proporcionalmente (ao seu excesso de salários), a partir do teto máximo da previdência oficial. O ingresso dos trabalhadores do setor formal da economia ao sistema seria completo após oito anos. Isso quer dizer que, no primeiro ano, um oitavo do contingente da força de trabalho formal que não participa do sistema seria incorporado a este; no segundo ano, um sétimo, e assim por diante, até que, no oitavo ano, toda a força de trabalho formal tenha aderido.

A despesa foi calculada de acordo com a evolução no número de aposentados, e com a suposição de que estes receberão, a título de benefício, o valor total da base de cálculo da contribuição. Da diferença entre a receita anual do sistema e a despesa, adicionada ao patrimônio precedente, resulta o patrimônio de final do ano. São considerados com o ponto de partida os contribuintes já existentes (1 698 624), os atuais beneficiários (245 740), e o patrimônio agregado pertencente aos fundos de pensão (US \$

68 982 milhões).¹⁹ Para simplificar, considerou-se que os contribuintes do sistema passem a ser beneficiários a uma taxa de 1/35 anuais, e que estes últimos desliguem-se do sistema à razão de 1/20 ao ano (ver tabela 3 do anexo).

A limitação mais perceptível desse modelo é que este não contempla algumas variáveis importantes como o crescimento da dívida pública associado à transição do sistema de repartição para o de capitalização, e o comportamento da poupança privada e de toda a acumulação de capital. Não obstante, tal modelo é importante, não somente pelas ricas estimativas que proporciona de montantes disponíveis para investimentos, mas também por ser um dos estágios de construção de um modelo mais amplo de gerações superpostas, que contemple as outras variáveis antes citadas. As particularidades de cada hipótese de funcionamento, bem como os resultados obtidos, são descritos a seguir.

5.1 No Modelo Atual de Previdência

Considerando o teto máximo de benefício da previdência oficial de dez salários-mínimos, prognosticaram-se trajetórias de crescimento do número de contribuintes, de beneficiários e de acumulação de patrimônio pelos fundos de previdência. Adicionalmente, foi realizado um experimento, a partir da suposição de um teto máximo de contribuição de cinco salários-mínimos.

As contribuições para os fundos de pensão foram calculadas da seguinte forma: cada trabalhador e seu empregador dividiriam o ônus de contribuir com 20% da diferença entre o salário do primeiro e o teto máximo de cobertura da previdência oficial (hoje fixado em dez salários-mínimos). Com base nas hipóteses assinaladas, obtiveram-se os resultados descritos na tabela 10.

¹⁹ Dados referentes a dezembro de 1996, obtidos junto à ABRAPP.

As projeções de crescimento do produto são combinadas com parâmetros do modelo, a partir do crescimento da população urbana e das hipóteses de crescimento anual da renda *per capita*.

Merece destaque o fato de que, mesmo que o governo baixe o teto de cobertura da previdência oficial para cinco salários-mínimos (ver tabela 11), e que toda a população ativa formal ingresse nos fundos de pensão, a acumulação de recursos do sistema previdenciário por capitalização, embora possa atingir a cifra de US\$ 219 bilhões em 2005, corresponderá a pouco mais de 17% do PIB. Essa proporção é baixa, quando comparada a outros países onde o sistema de capitalização é importante. No Chile, as previsões apontam que, no ano 2000, o patrimônio dos fundos alcançará 50% do PIB [Mesa-Lago (1994)]. Na Holanda, se forem considerados os recursos dos fundos de pensão e os fundos previdenciários administrados por seguradoras, esse montante atinge a incrível cifra de US\$ 400 bilhões, ou seja, 120% do PIB daquele país (75% advindos somente dos fundos de pensão). Nos EUA e na Inglaterra, essa participação é da ordem de 75% do PIB. A limitação brasileira deve-se à baixa formalização do emprego.²⁰ A título de exemplo, vale ressaltar que a população considerada alvo neste trabalho (estatutários + trabalhadores com carteira assinada) representa tão-somente 43% da população economicamente ativa urbana.

Deve-se, ainda, considerar que as projeções são fortemente influenciadas pelas taxas de rentabilidade auferidas pelos fundos. Os valores ali contidos indicam apenas tendências, uma vez que as taxas de retorno têm apresentado grande variância.

²⁰ Na verdade, os trabalhadores informais poderiam ingressar nas entidades abertas de previdência. Seria de se esperar, porém, que, nesse caso, o nível de adesão fosse bem menor.

TABELA 10
Brasil: Evolução dos Ativos e do Número de Participantes
dos Fundos de Pensão/Cobertura da Previdência Oficial:
Dez Salários-Mínimos — 1996/2005

Anos	(F inal de Ano)					
	Hipótese 1			Hipótese 2		
	Núme- ro de Part. '	A tivos (US\$ mi- lhões)	A tivos/ PIB ² (%)	Núme- ro de Part. '	A tivos (US\$ mi- lhões)	A tivos/ PIB ² (%)
1996 ³	1 963 764	68 982	9,32	1 963 764	68 982	9,32
1997	2 166 349	74 134	9,59	2 168 103	74 144	9,50
1998	2 399 574	80 444	9,91	2 396 011	80 434	9,64
1999	2 665 548	87 806	10,30	2 648 937	87 703	10,42
2000	2 966 426	96 485	10,78	2 928 365	96 166	11,21
2001	3 324 648	106 868	11,26	3 236 341	106 042	11,89
2002	3 756 282	119 455	11,77	3 574 050	117 568	12,57
2003	4 250 073	134 709	12,40	3 943 050	131 005	13,21
2004	4 809 998	153 151	13,17	4 344 928	146 639	13,84
2005	5 040 566	173 181	13,92	4 454 956	163 034	14,39

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ' Inclui contribuintes e beneficiários e exclui dependentes.

² PIB de 1996 obtido de: Macrométrica — Boletim Mensal.

³ Posição efetiva.

Como pode ser observado na tabela 11, as hipóteses de previdência oficial com teto em cinco salários-mínimos proporcionam fôlego adicional ao

sistema. Isso decorre da entrada maciça de contribuintes, a qual ocorreria devido aos níveis mais baixos do limite de cobertura do sistema oficial.

TABELA 11
Brasil: Evolução dos Ativos e do Número de Participantes
dos Fundos de Pensão/Cobertura da Previdência
Oficial:
Cinco Salários-Mínimos — 1996/2005

(Final de Ano)						
Anos	Hipótese 1			Hipótese 2		
	Número de Part. ¹	Ativos (US\$ milhões)	Ativos / PIB ² (%)	Número de Part. ¹	Ativos (US\$ milhões)	Ativos / PIB ² (%)
1996 ³	1963 764	68 982	9,32	1963 764	68 982	9,32
1997	2 524 931	74 918	9,69	2 527 513	74 929	9,60
1998	3 140 508	82 845	10,20	3 135 239	82 833	9,93
1999	3 812 908	92 760	10,88	3 788 748	92 639	11,00
2000	4 544 608	105 030	11,73	4 489 879	104 657	12,20
2001	5 365 695	120 168	12,66	5 240 160	119 205	13,37
2002	6 297 645	138 818	13,67	6 041 588	136 629	14,61
2003	7 322 716	161 581	14,87	6 896 041	157 305	15,87
2004	8 445 217	189 123	16,27	7 805 430	181 641	17,14
2005	8 800 105	218 977	17,61	8 001 976	207 361	18,30

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ¹ Inclui contribuintes e beneficiários e exclui dependentes.

² PIB de 1996 obtido de: Macrométrica — Boletim Mensal.

³ Posição efetiva.

5.2. Com Crescimento
 Acelerado da População-
 Alvo

Como dito antes, a população considerada apta a participar de fundos de pensão, aqui chamada de popula-

ção-alvo, é composta pelos funcionários estatutários e pelos trabalhadores urbanos com carteira assinada. Também já foi mencionado que tal agregado populacional representa pouco mais de 40% da população economicamente ativa urbana (PEA urbana), segundo dados da PNAD 1995.

TABELA 12
Brasil: Evolução dos Ativos e do Número de Participantes dos Fundos de Pensão Hipótese de Crescimento da Formalização do Emprego/Cobertura da Previdência Oficial: Dez Salários-Mínimos — 1996/2005

Anos	Final de Ano					
	Hipótese 1			Hipótese 2		
	Número de Part. ¹	Ativos (US\$ milhões)	Ativos/ PIB ² (%)	Número de Part. ¹	Ativos (US\$ milhões)	Ativos/ PIB ² (%)
1996 ³	1 963 764	68 982	9,32	1 963 764	68 982	9,32
1997	2 187 252	74 244	9,60	2 191 065	74 265	9,51
1998	2 467 688	80 912	9,96	2 491 641	81 068	9,71
1999	2 813 268	89 061	10,45	2 796 697	89 123	10,58
2000	3 232 969	99 180	11,08	3 150 077	98 782	11,51
2001	3 759 593	111 954	11,80	3 594 786	110 620	12,41
2002	4 427 129	128 293	12,64	4 145 229	125 320	13,40
2003	5 233 250	149 143	13,73	4 837 678	143 806	14,51
2004	6 196 080	175 615	15,11	5 703 900	167 232	15,78
2005	6 725 180	205 676	16,54	6 190 310	193 832	17,11

Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ¹ Inclui contribuintes e beneficiários e exclui dependentes.

² PIB de 1996 obtido de: Macrométrica — Boletim Mensal.

³ Posição efetiva.

A simulação apresentada neste tópico supõe que a população-alvo crescerá proporcionalmente entre 1996 e 2005, e atingirá, neste último ano, a

percentagem de 66% da PEA urbana. Para que tal fenômeno possa se concretizar, é necessário não somente um contínuo desenvolvimento econômico, mas também uma política de desoneração da mão-de-obra formal e de fiscalização do cumprimento das normas trabalhistas. Os resultados das simulações sob esta hipótese são sumariados nas tabelas 12 e 13. O efeito da formalização do emprego pode ser ilustrado no gráfico 2. Este apresenta a evolução dos ativos na hipótese 1, considerando-se dez salários-mínimos como cobertura da previdência oficial (se ocorrer esta formalização), e contrastando-se com a situação atual.

TABELA 13
Brasil: Evolução dos Ativos e do Número de Participantes dos Fundos de Pensão. Hipótese de Crescimento da Formalização do Emprego/Cobertura da Previdência Oficial: 5 Salários-Mínimos 1996/2005

(Final de Ano)						
Anos	Número de Part. ¹	Hipótese 1		Hipótese 2		
		Ativos (US\$ milhões)	Ativos / PIB* (%)	Número de Part. ¹	Ativos (US\$ milhões)	Ativos / PIB* (%)
1996 ³	1 963 764	68 982	9,32	1 963 764	68 982	9,32
1997	2 580 558	75 103	9,71	2 586 224	75 128	9,62
1998	3 317 769	83 628	10,30	3 352 814	83 811	10,04
1999	4 189 159	94 833	11,12	4 165 865	94 909	11,27

2000	5 209 568	109 432	12,22	5 091 497	108 972	12,70
2001	6 422 604	128 368	13,53	6 189 467	126 825	14,23
2002	7 879 094	152 862	15,06	7 484 589	149 429	15,98
2003	9 575 564	184 180	16,95	9 029 075	178 041	17,96
2004	11 537 873	223 792	19,25	10 866 961	214 190	20,21
2005	12 466 138	268 494	21,59	11 745 597	254 977	22,51

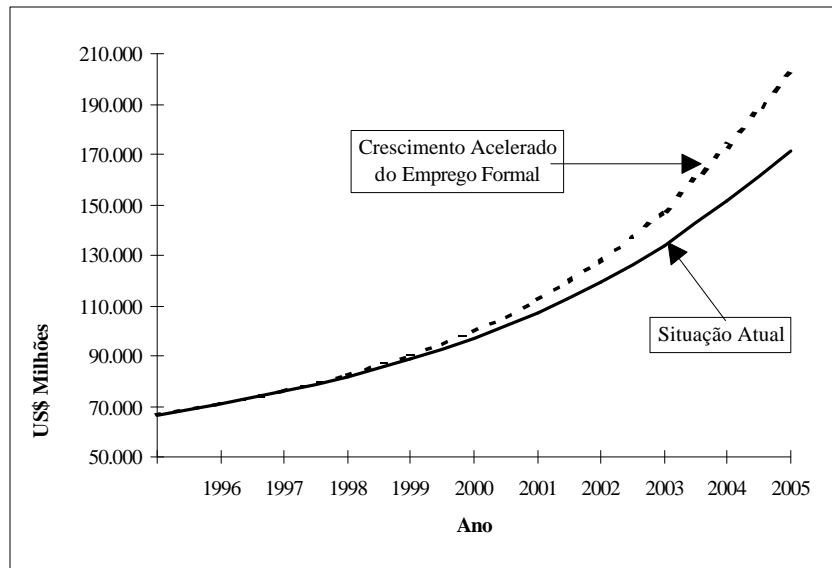
Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

Notas: ¹ Inclui contribuintes e beneficiários e exclui dependentes.

² PIB de 1996 obtido de: Macrométrica — Boletim Mensal.

³ Posição efetiva.

GRÁFICO 2
Evolução dos Ativos dos Fundos de Pensão — Hipótese 1 de Crescimento do PIB e Teto da Previdência Oficial de Dez Salários-Mínimos — Brasil: 1996/2005



Fonte e Elaboração: IPEA — Coordenação Geral de Finanças Públicas.

6 IMPACTOS SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO

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

Além disso, nos últimos quinze anos, o sistema financeiro internacional passou por profundas transformações. Isso aumentou a emissão de

passivos com mercado secundário (processo chamado de *securitização*), e criou um mercado mundial para as *securities*, facilitado pela redução dos custos da informação e pelo desenvolvimento das telecomunicações. A internacionalização crescente dos mercados aumentou a integração financeira do Brasil com o mundo, favorecendo a entrada de volume significativo de capitais externos ao país.

Como pode ser observado, os ativos totais dos fundos de pensão brasileiros passarão de US\$ 69 bilhões em 1996, para algo próximo de US\$ 200 bilhões no ano 2005. Embora não sejam excepcionais, se comparados aos ativos de outros países, seguramente repercutirão no sistema financeiro brasileiro, especialmente no mercado de ações e em novas aplicações como os fundos de empresas emergentes.

A tabela 14 delimita, sob a atual legislação brasileira, os limites máximos de aplicação dos recursos dos fundos de pensão em cada tipo de ativo. Nessa tabela, os valores são mutuamente exclusivos, isto é, a soma dos diversos componentes é sempre maior que o total.

TABELA 14

Brasil: Tetos Possíveis para Investimento nos Principais Ativos pelos Fundos de Pensão a partir de Hipóteses sobre População Urbana, Produto, Cobertura da Previdência Social e Legislação — Ano 2005

Hipóteses	(US\$ milhões)						
	Ativos Totais	Títulos Públicos	Ações	Renda Variável ou Outros	Renda Fixa	Ativos Imobiliários ²	Operações Internas ³
	(A)	(até 100% de A)	(até 50% de A)	(até 50% de A)	(até 80% de A)	(até 22% de A)	(até 13% de A)
<i>Panorama Atual</i>							
10SMC ₁	173 181	173 181	86 590	86 590	138 545	38 100	22 514
10SMC ₂	163 034	163	81 517	81 517	130	35 868	21 194

	034			428		
5SMC ₁	218 977	2 18 9 77	109 488	109 488	175 181	48 175 28 467
5SMC ₂	207 361	207 361	103 680	103 680	165 889	45 619 26 957
<i>Com Cresc. da População-Alvo</i>						
10SMC1	205 676	205 676	102 838	102 838	164 541	45 249 26 738
10SMC2	193 832	193 832	96 916	96 916	155 066	42 643 25 198
5SMC1	268 494	268 494	134 247	134 247	214 795	59 069 34 904
5SMC2	254 977	254 977	127 488	127 488	203 982	56 095 33 147

F onte: S imulações da Coordenação G eral de F inanças P úblicas — IPEA.

Notas: ¹Mutuamente exclusivos.

²A até 15% de (A) em imóveis e até 7% de (A) em financiamentos imobiliários.

³A até 10% de (A) em operações com a patrocinadora e até 3% de (A) em empréstimos aos participantes.

Obs.: XSMC₁ = X Salários-mínimos de cobertura da previdência oficial na hipótese 1;
XSMC₂ = X Salários-mínimos de cobertura da previdência oficial na hipótese 2.

6.1 Bolsas de Valores

No mercado de ações nacional, as repercussões se farão sentir tanto no mercado primário — onde as empresas emitem ações ou debêntures ofertadas via sistema financeiro —, quanto no mercado secundário, no qual as ações são negociadas por meio das bolsas de valores ou no mercado de balcão. Sobre o primeiro, deverá ocorrer uma tendência de abertura de capital das empresas hoje fechadas, uma vez que a massa de recursos provenientes dos fundos de pensão tornará economicamente atrativo o financiamento via *abertura de capital*.

O valor das ações transacionadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) é da ordem de R \$ 256,4 bilhões,²¹ ou seja, 34% do PIB nacional. Um aporte adicional de R \$ 100 bilhões, perfeitamente compatível com a legislação vigente e as projeções deste trabalho (ver tabela 14), seria capaz de adquirir, a preços atuais, cerca de 40% do total de ações transacionadas ao final de 1996. Naturalmente, essa demanda adicional imprimirá forte tendência à alta nas cotações, o que, por sua vez, estimulará a capitalização de companhias abertas a baixo custo. Pode-se esperar, inclusive, uma tendência de aumento na abertura do capital pelas organizações (com vistas ao aproveitamento dessa oportunidade), e pode-se, também, ampliar significativamente o número de empresas com ações negociadas em bolsa (atualmente há 554).

Maior liquidez deverá ser incorporada ao mercado secundário, em especial nas ações de companhias menores. Para avaliar a extensão do benefício que isso geraria, basta lembrar que o movimento anual da BOVESPA é de cerca de R \$ 98,5 bilhões (1997), o que corresponde a menos de 15% do PIB brasileiro. Essa proporção sugere a baixa liquidez das bolsas brasileiras, se contrastadas com a Bolsa de Valores de Nova York, que gira

²¹ Cf. *home page* da BOVESPA.

anualmente um montante aproximadamente igual ao PNB dos EUA. Para agravar o quadro, na bolsa paulista, cerca de 65% dos negócios são realizados com ações de apenas quatro empresas (TELEBRÁS, ELETROBRÁS, PETROBRÁS e Vale do Rio Doce).

A busca de novas oportunidades de lucros poderá levar os fundos de pensão a investir em companhias menores, para ampliar a liquidez de suas ações e fortalecer a estrutura dessas empresas, e também o mercado de capitais nacional.

6.2 Títulos Públicos Um tema que não foi abordado neste texto é o do custo da transição de um sistema previdenciário por repartição para um de capitalização. Quando ocorre a migração de um sistema para o outro, os contribuintes param de financiar os beneficiários, os quais possuem direitos adquiridos quanto às suas pensões. O ônus desse passivo irá recair sobre o governo. Na literatura atual, há uma tendência de qualificar esse efeito não como uma criação de novo encargo, mas sim como o aparecimento de um déficit já existente.

Seja como for, este déficit teria de ser coberto por meio de financiamento. No entanto, as possibilidades dos próprios fundos de pensão financiarem parte desse déficit podem ser consideradas promissoras, em especial quando se leva em conta o montante de recursos disponíveis nessas entidades e as características de seus passivos. Um instrumento de captação, modelado especialmente para atender os fundos, poderia convencê-los a financiar a transição de um sistema para o outro. Se, por exemplo, o Tesouro Nacional lançasse títulos de três anos, para começar, que garantissem aos fundos possuidores destes o repasse (para o Tesouro) de obrigações para com seus participantes no valor equivalente, esses papéis não somente poderiam ser atrativos, como também garantiriam aos filiados o recebimentos dos benefícios fu-

turos, mesmo em caso de falência ou liquidação da entidade de previdência.

É importante frisar que a colocação desses títulos deveria ser realizada de comum acordo entre as partes, ou seja, os fundos de pensão não deveriam ser obrigados a adquiri-los, cabendo às autoridades econômicas do governo desenhar uma estrutura de *risco-retorno* capaz de convencê-los à compra dos títulos. Esse procedimento poderia ainda ser decisivo para o estabelecimento de um mercado de títulos públicos de prazo mais dilatado, para que, além das EFPP, as entidades abertas e mesmo as companhias de seguros possam optar por manter esses títulos em suas carteiras.

6.3 Novas Aplicações

O sucesso do plano de estabilização, a situação internacional favorável e a inexistência de recursos para investimento nas empresas tornam o momento atual propício para a identificação de novas formas de financiamento do desenvolvimento, com vistas à retomada do crescimento sustentado do país. Entre essas formas, merecem destaque inúmeros fundos de investimento em ações e a captação de recursos (pelas empresas) diretamente no mercado, mediante a emissão de títulos tradicionais como as debêntures ou *commercial pappers*, adquiridos pelos fundos mútuos. Esse processo, conhecido como *desintermediação consentida*, já é adotado em outros mercados como o norte-americano e o europeu. Nessa situação, aos bancos é reservado o papel de administradores de carteira, e a sua importância relativa com o intermediadores de recursos é reduzida.

Além dos fundos de investimento tradicionais, começam a ganhar destaque os Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEE) e semelhantes. Estes se apresentam como mecanismos alternativos ao crédito bancário, com vistas à capitalização das pequenas e médias empresas brasileiras. Os FIEE são condomínios fechados, com prazo máximo de duração, que buscam

captar recursos de investidores institucionais, especialmente dos fundos de pensão. Exemplos recentes merecem destaque, como o fundo de empresas emergentes do Banco Bozano Simonsen, que captou R \$ 25 milhões; e três fundos *private equity* do Banco Garantia.²² O primeiro desses fundos, lançado em setembro de 1996 e destinado a investidores institucionais, é o *Brazil Private Equity — Fundo Mútuo de Investimento em Ações-Carteira Livre* —, com valor total de US \$ 300 milhões, dos quais US \$ 40 milhões vieram da empresa de participações do BNDES (BNDESPAR). O intuito desse fundo é investir em companhias abertas brasileiras (preferencialmente aquelas cujas ações são ainda pouco ou não negociadas em bolsa) com bom potencial de crescimento e de valorização no mercado.

Os outros dois fundos *private equity* do Banco Garantia se destinam a investidores estrangeiros. Um conta com o patrimônio de US \$ 110 milhões, dos quais 50% já foram investidos; o outro, US \$ 400 milhões. Ambos visam ao investimento em empresas brasileiras e latino-americanas.

O Banco Tendência, por sua vez, deverá lançar dois fundos *private equity* para investidores institucionais e estrangeiros. Cada um tem patrimônio de US \$ 100 milhões e cota mínima de R \$ 15 milhões. Além de investir em empresas emergentes, esses fundos poderão participar das privatizações de portos, dos sistemas de energia e de telecomunicações, e de empresas de TV por assinatura, entre outros.²³

Outra alternativa, ainda não adotada no país, mas internacionalmente difundida, é o *project finance*,

²² Embora a expressão *private equity* possa ser utilizada com nuances diferentes, significa investimentos em empresas cujas ações não tenham liquidez, ou em empresas fechadas, em participações minoritárias (mas com participação na gestão).

²³ Cf. Relatório da Gazeta Mercantil: Fundos de Investimento, de 31/10/96, pág. 6.

nova engenharia financeira com securitização de receitas e repartição dos riscos, especialmente adequada a projetos de implementação ou desenvolvimento de infra-estrutura. Trata-se de uma operação integrada: as partes que financiam o projeto procuram garantir a amortização das dívidas por meio de vinculações explícitas das receitas futuras da operação.

7 CONCLUSÕES

Os fundos de pensão desempenharão um papel importante na retomada do crescimento sustentado do país nos próximos anos. Embora promissores, os fluxos externos de capitais estarão sujeitos a restrições do balanço de pagamentos e da política econômica, além dos humores do mercado financeiro internacional, especialmente em situações de déficit comercial persistente e crescente, quando o país ficaria mais vulnerável a mudanças na entrada de capitais voláteis de natureza especulativa. Por sua vez, a poupança pública tem sido negativa nos últimos anos e as indicações disponíveis não recomendam expectativas favoráveis para os próximos. Nessas condições, o financiamento do desenvolvimento brasileiro dependerá essencialmente da poupança doméstica privada.

Os fundos de pensão são instituições de direito privado independentes dos patrocinadores e representam a maior parte da poupança do país, recebendo, por isso, incentivos fiscais do governo (da ordem de US\$ 240 bilhões nos EUA). Tanto quanto as seguradoras, estas em menor escala, esses fundos são investidores institucionais que funcionam como um mecanismo endógeno de poupança interna.

Com um patrimônio da ordem de US\$ 69 bilhões ao final de 1996, os fundos de pensão do país poderão elevá-lo a mais de US\$ 200 bilhões no

primeiro quinquênio do próximo século. Isso significa injetar na economia brasileira algo em torno de US\$ 100 bilhões nos próximos nove anos. Somente em novos recursos das contribuições das empresas patrocinadoras e dos participantes, dentro das regras do regime de capitalização, os fundos de pensão adicionam à economia valores próximos a US\$ 3,0 bilhões anuais.²⁴ Isso elevará a participação de seus ativos no PIB, dos atuais 9,3% para, no mínimo, 14% em 2005, e poderão chegar perto de 20%, dependendo da efetivação das reformas, da trajetória de crescimento do PIB nos próximos anos e do grau de formalização da força de trabalho.

A variação dos ativos depende não apenas da entrada de novos recursos dos participantes e patrocinadores, mas do rendimento das aplicações, distribuídas entre renda fixa e renda variável. Entre essas, destacam-se os investimentos no mercado de ações que, por representarem, em média, 31% dos ativos totais atualmente, têm muita influência na rentabilidade de toda a carteira. Além de ações, os ativos dos fundos de pensão, ao final de 1996, se distribuíam especialmente entre fundos de investimento (19,4%), imóveis (12,9%), depósitos a prazo (9,6%) e títulos públicos (5,7%). A estrutura dessa combinação depende das condições oferecidas pelo mercado, mais o equilíbrio entre rentabilidade e risco. Antes da crise do México, por exemplo, as aplicações dos fundos em ações giravam em torno de 40%.

Por outro lado, os ativos dos fundos de pensão variam inversamente com o tamanho do teto máximo de aposentadoria da previdência social e, diretamente, com a participação do emprego formal no emprego total. Quanto menor for o teto daquela, mais as pessoas buscarão uma forma de previdência complementar. Assim como, quanto menor for o emprego informal, mais empregados

²⁴ Revista da ABRAPP, maio 1996.

acorrerão a um tipo de complementação. Nesse sentido, a reforma da previdência e a redução dos encargos sociais sobre a folha de salários terão impacto positivo sobre o patrimônio dos fundos e, conseqüentemente, sobre a poupança interna.

Entretanto, alguns desafios terão de ser superados. É fundamental modernizar o mercado de capitais no país, cuja expansão pode ser favorecida pela combinação de mais empresas abertas e investidores institucionais fortes. Esse mercado deve ser acessível e atraente, além de oferecer ao investidor uma quantidade maior e mais diversificada de ações, inclusive regionalmente. Hoje, a forte presença das companhias estatais nas bolsas de valores brasileiras, a alta concentração do mercado em um grupo de grandes empresas, e a falta de liquidez de ações de pequenas e médias empresas limitam as oportunidades de negócios para os investidores em ações. Por exemplo, com um valor de capitalização (Fevereiro de 1997) da ordem de US\$ 256 bilhões, a Bolsa de Valores de São Paulo listava apenas 554 companhias. Para compensar, formas alternativas de capitalização estão surgindo no mercado.

Concretamente, os fundos de pensão podem alavancar recursos para viabilizar investimentos em infra-estrutura e nas pequenas e médias empresas, ou até melhor participar do mercado de títulos federais, alongando o perfil da dívida pública. Entre 1991—1995 as EFPP participaram com US\$ 1,4 bilhão (3,6% de seu patrimônio médio no período) no Programa Nacional de Desestatização, (PND), o que corresponde a 16,8% do total movimentado pelos leilões desse programa. É necessário, entretanto, menos controle, mais liberdade (sob severa fiscalização) e profissionalismo no relacionamento com os fundos.

ANEXO

TABELA 1
Trabalhadores com Carteira Assinada e Estatutários
Faixa de Renda em Salários-Mínimos
Crescimento do PIB segundo Hipótese 1

Ano	Até	De	De 1 a	De 2 a	De 3 a	De 5 a	De 10 a	Mais	S /	S / D e	Total
s	1/2	1/2 a	1 2	2 3	3 5	5 10	10 20	de 20	Rend.	clar.	
1995	387 383	3417 079	6971 834	4 134	4 055	2714 927	1102 370	461 403	2 986	156 024	23403944
1996	390 462	3 448 512	7 064 927	4 244 649	4 848	2781 217	1141 066	482 312	3 043	158 984	23848021
1997	387 433	3 432 059	7101 087	4 398 085	4 755	2 868 660	1205 579	521 393	3 099	161 945	24292097
1998	382 227	3 398 226	7114 521	4 564 223	4 295 646	2 963 735	1280 370	569 165	3 156	164 905	24736174
1999	376 839	3 362 577	7123 146	4 893	4 381 371	3 059 627	1357 304	620 416	3 213	167 866	25180251
2000	371 289	3 325 249	7127 062	4 888 794	4 469 855	3 156 363	1436 335	675 285	3 269	170 826	25624327
2001	361 302	3251 940	7079 840	5 066 960	4 562 039	3 265 674	1534 842	748 869	3 323	173 654	26048444
2002	347 776	3149 608	6 989 485	5 588	4 663 441	3 388 484	1652 809	843 511	3 378	176 481	26472560
2003	334 575	3 048 827	6 894 190	5 435 306	4 226	3 592	1772 979	946 242	3 432	179 309	26896677
2004	321 707	2 949 710	6 794 368	5 600 126	4 881 511	3 635 219	1895 220	1057 310	3 486	182 136	27320793
2005	309 177	2 852 345	6 690 412	5 114	5 996 435	4 3759 540	2019 423	1176 962	3 540	184 963	27744909

TABELA 2
Trabalhadores com Carteira Assinada e Estatutários
Faixa de Renda em Salários-Mínimos / Crescimento
do PIB segundo Hipótese 2

Ano	Até	de 1/2	de 1 a	de 2 a	de 3 a	de 5 a	de 10 a	Mais	s/R en	s/D e	Total
s	1/2	a 1	2	3	5	10	20	de 20	d.	clar.	
1995	387	3417	6971	4134	4055	2714	1102	461	2986	156	23403944

5	383	079	834	913	025	927	370	403		024	
1996	390 462	3448 512	7064 927	4244 649	4132 848	2781 217	1141 066	482 312	3043	158 984	23 848 021
1997	387 433	3432 059	7101 087	4398 085	4212 755	2868 660	1205 579	521 393	3099	161 945	24 292 097
1998	382 227	3398 226	7114 521	4564 223	4295 646	2963 735	1280 370	569 165	3156	164 905	24 736 174
1999	376 839	3362 577	7123 146	4727 893	4381 371	3059 627	1357 304	620 416	3213	167 866	25 180 251
2000	371 289	3325 249	7127 062	4888 794	4469 855	3156 363	1436 335	675 285	3269	170 826	25 624 327
2001	361 302	3251 940	7079 840	5066 960	4562 039	3265 674	1534 842	748 869	3323	173 654	26 048 444
2002	347 776	3149 608	6989 485	5257 588	4663 441	3388 484	1652 809	843 511	3378	176 481	26 472 560
2003	334 575	3048 827	6894 190	5435 306	4770 226	3511 592	1772 979	946 242	3432	179 309	26 896 677
2004	321 707	2949 710	6794 368	5600 126	4881 511	3635 219	1895 220	1057 310	3486	182 136	27 320 793
2005	309 177	2852 345	6690 412	5752 114	4996 435	3759 540	2019 423	1176 962	3540	184 963	27 744 909

TABELA 3
Evolução dos Integrantes do Sistema Atual

Data (Anos)	Total		De 5 a 10		De 10 a 20		Mais de 20		
	Total Geral	Ativos	Inativos	Ativos	Inativos	Ativos	Inativos	Ativos	Inativos
1996	1963764	1698024	265740	1079 497	168 941	435 960	68228	182 567	28572
1997	1950477	1649509	300968	1048 654	191336	423 504	77272	177351	32359
1998	1937190	1600994	336196	10172 811	13732	411 048	86317	172135	36147
1999	1923903	1552479	371424	986 968	236 128	398 592	95361	166 919	39935
2000	1910616	1503964	406652	956 126	258 524	386 136	104 406	161703	43722
2001	1897329	1455449	441880	925 283	280 919	373 680	113451	156 486	47510
2002	1884042	1406934	477108	894 440	303 315	361 224	122 495	151270	51297
2003	1870755	1358419	512336	863 597	325711	348 768	131 540	146 054	55085
2004	1857468	1309904	547564	832 755	348 107	336 312	140 584	140 838	58873
2005	1844181	1261389	582792	801 912	370 502	323 856	149 629	135 622	62660

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAPP.** *Coletânea das principais leis, decretos, normas e atos relativos às EFPP.* — São Paulo: 1995.
- ALLEN JR., Everett T.; MELONE, Joseph J.; ROSENBLUM, Jerry S. e VANDERHEI, Jack L.** *Planos de aposentadoria.* — São Paulo: ICSS/Consultor, 1994.
- AUERBACH, A.J. e KOTLIKOFF, L.J.** *Dynamic fiscal policy*, 1^a edition. — Cambridge: Cambridge University Press, 1987.
- BARRETO, F. Oliveira.** *Reforma da previdência na Argentina.* — Rio de Janeiro: IPEA, 1995. (Texto para Discussão, n. 394)
- BARRO, R.** *Are government bonds net wealth?* *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p.1095-1117, 1974.
- BEKAERT, Geert; GARCIA, Márcio G.P. e HARVEY, Campbell R.** *The role of capital market in economic growth.* — Rio de Janeiro: PUC, 1995. (Texto para Discussão, n. 342)
- _____. *The contribution of speculators to effective financial markets.* — Rio de Janeiro: PUC, 1995. (Textos para Discussão, n.341)
- BLANCHARD, Oliver J. e FISCHER, Stanley.** *Lectures on macroeconomics.* — Massachusetts: The MIT Press, 1989.
- BONELLI, Regis; FIUZA, Eduardo e GONÇALVES, Robson.** *Cenários macroeconômicos para a economia brasileira, 1996-2005.* — Rio de Janeiro: IPEA, 1996. mimeo
- BREALEY, R.A. e MYERS, S.C.** *Princípios de finanças empresariais.* — Lisboa: McGraw-Hill, 1992.
- CAMARANO, A.A. e BELTRÃO, K.** *Projeções populacionais por sexo, idade e situação de domicílio: Brasil 1995/2020.* — Brasília: IPEA, 1996. mimeo
- CORSETTI, G. e SCHIMDT-HEBBEL, K.** *Pension reform and Growth.* 1994. mimeo
- FELDSTEIN, Martin.** *Social security, induced retirement, and aggregate capital accumulation.* *Journal of Political Economy*, v. 82, n.4, p. 905-926, 1984.

- ____. **Social security and saving: new time series evidence.** *National Tax Journal*, v.49, n. 2, p. 151-164, 1996.
- FORTUNA, Eduardo.** *Mercado financeiro: produtos e serviços.* — Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996.
- GAZETA MERCANTIL.** *Vários números.*
- HUBBARD, R.G. e JUDD, K.L.** **Social security and individual welfare.** *The American Economic Review*, v.77, n. 4, p. 630-646, 1987.
- MPSA — Secretaria de Previdência Complementar.** **Entidades fechadas de previdência privada.** *Boletim Estatístico*, Brasília, set. 1996.
- MESA-LAGO, Carmelo.** *La reforma de la seguridad social y las pensiones en America Latina: importancia y evaluacion de las alternativas de privatizacion.* — Santiago: CEPAL, 1994. (Série Reformas de Política Pública, n. 28)
- PINHEIRO, A.C.** **Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: o papel do BNDES.** *Revista do BNDES*, v. 1, n.2, p. 47-76, 1994.
- REVISTA DA ABRAPP.** *Vários números.*
- REVISTA EXAME.** *Vários números.*
- SAMUELSON, Paul A.** **Optimun social security in a life—cycle growth model.** *International Economic Review*, v.16, n.3, p. 539-544, 1975.
- WILCOX, David W.** **Social security benefits, consumption expenditure, and the life—cycle hypothesis.** *Journal of Political Economy*, v. 97, n.2, p. 288-304, 1989.