

O crescimento dos fundos de pensão e a importância do marco institucional na estruturação do financiamento de longo prazo¹

Licio da Costa Raimundo²

Resumo

Procura-se mostrar as mudanças no formato do financiamento do investimento em nível global ao longo dos anos 80 e 90, destacando o declínio dos atores tradicionais – bancos comerciais – e a emergência de novos atores – os investidores institucionais – com destaque para os fundos de pensão. Ressalta-se a importância do ambiente institucional próprio a cada país na determinação da importância relativa desses novos atores no financiamento de longo prazo e na forma de canalização de seus recursos para investimentos de maior prazo de maturação.

Introdução

As tentativas de canalizar os recursos dos fundos de pensão brasileiros para o financiamento de investimentos de longo prazo no país têm esbarrado, não raro, em restrições legais ou no desinteresse dos responsáveis pela administração das reservas dos fundos por um tipo de aplicação que tenha o perfil de fomento ao investimento na indústria ou na infra-estrutura. Tal desinteresse está associado à baixa remuneração desse tipo de investimento, em comparação com outras opções de mercado, ou ao alto risco envolvido. A diminuta demanda pelos Fundos de Empresas Emergentes, a pequena magnitude do *venture capital*³ clássico no país e a ainda incipiente, embora promissora, participação dos fundos de pensão nacionais em projetos de *project finance*,⁴ dão uma dimensão apropriada desse problema.

1 O autor agradece os comentários e sugestões feitos por Daniela M. Prates, Marcos Antonio Cintra e Milko Matijascic, eximindo-os de qualquer erro ou omissão que porventura este artigo possa conter.

2 Mestrando – UNICAMP. Instituto de Economia (IE).

3 Fomento (na forma de financiamento e suporte gerencial) a empresas de pequeno e médio portes com grande potencial de crescimento e valorização (Blake, 1995: 87).

4 Modelo de estruturação de projetos associados a empreendimentos de grande porte e longo prazo de montagem e execução, tais como hidrelétricas, portos, estradas, estradas de ferro, etc., onde os riscos associados ao projeto sejam divididos entre os participantes do empreendimento: financiadores, empreendedores, governo, consumidores, fornecedores de equipamentos, etc.

A inadequação do marco regulatório próprio ao setor e dos instrumentos que buscam captar os recursos dos fundos de pensão para tais fins em relação ao ambiente institucional próprio ao nosso padrão de financiamento pode estar na base dessa não-canalização voluntária de recursos dos fundos para o financiamento de longo prazo.

Observar a experiência internacional, com a finalidade de apreender como o ambiente institucional próprio a cada país contribui para o direcionamento voluntário de parte dos recursos dos fundos para o financiamento de longo prazo, pode ser útil para uma *melhor adequação regulatória* e para o *desenvolvimento de instrumentos mais capazes de atrair os recursos dos fundos de pensão* no Brasil.

Busca-se, a seguir, apresentar um panorama do desenvolvimento dos fundos de pensão em todo o mundo, destacando os principais motivos de seu vertiginoso crescimento nas últimas décadas e seu particular desenvolvimento nos Estados Unidos, Japão e nos principais países europeus onde os fundos têm expressiva magnitude. Dá-se especial atenção para o *ambiente regulatório e fiscal* que cerca os fundos nestes países e para a *forma* que o financiamento de longo prazo tem em cada um deles.

1 O contexto do crescimento dos fundos de pensão

1.1 A falência do padrão monetário internacional de Bretton Woods e a mudança do padrão de financiamento em âmbito mundial

O final da Segunda Grande Guerra deu início a um período de grande crescimento da economia mundial que se estendeu ao longo das décadas de 50 e 60. A chamada Idade de Ouro do capitalismo tinha como pilar central de sustentação o acordo de Bretton Woods, a partir do qual os países centrais estabeleceram regras monetárias e criaram instituições visando à manutenção da estabilidade política e à sustentabilidade do crescimento econômico do sistema.

Pelo principal ponto do acordo, o ativo de reserva primordial dos países do globo, garantidor da plena conversibilidade e do valor de suas moedas, seria o ouro. Na realidade, porém, o padrão ouro imposto por Bretton Woods tornou-se um padrão dólar, pois os Estados Unidos, além de serem o país líder mundial em termos tecnológicos, militares, financeiros e

conseqüentemente políticos, detinham em suas reservas, naquele momento, 2/3 de todo o ouro do mundo.

Ainda que na presença dos recém-criados FMI e Bird, foram os Estados Unidos os financiadores dos planos de reconstrução da Europa (Plano Marshall) e do Japão (Plano Columbo), fato que, aliado à forte expansão das grandes empresas americanas nos anos 50 e 60 e ao crescente déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos no período, consolidou a posição americana de principal país exportador de capitais. Assim, Bretton Woods chancelou uma situação que já se impunha na prática: *o dólar cumpre o papel de reserva de valor internacional e os Estados Unidos o de banqueiro internacional, controlando, a partir de seus déficits externo e fiscal, a liquidez mundial.*

O final dos anos 60 trouxe à tona a fragilização da posição hegemônica dos Estados Unidos no contexto mundial como fruto do crescimento econômico relativo dos países europeus e do fracasso político e militar dos Estados Unidos no conflito do Vietnã. Assistiu-se a uma verdadeira *crise de confiança* dos demais signatários de Bretton Woods na capacidade americana de continuar a cumprir seu “papel de ‘país residual’, isto é, de país capaz de amortecer as tensões do sistema, tanto as inflacionárias quanto as recessivas, funcionando como fonte autônoma de demanda efetiva e *lender of last resort*” (Belluzzo, 1993). Em 1971, os Estados Unidos deixam de garantir a plena conversibilidade do dólar ao ouro, pondo por terra o tratado de Bretton Woods.

Concomitantemente a esse movimento, a internacionalização dos bancos comerciais, como intermediários de um processo caracterizado cada vez mais por um sistema baseado no crédito, deu-se de forma explosiva quando da criação dos euromercados e dos centros financeiros *off-shore*.⁵ A motivação básica para seu surgimento pode ser encontrada na tentativa dos bancos americanos de se esquivarem das restrições impostas pelas autoridades monetárias americanas. A multiplicação dos mercados *off-shore* marcou o momento de auge da economia de crédito bancário em todo o globo.

⁵ A ascensão dos mercados de euromoedas ocorreu ainda na década de sessenta e diz respeito, essencialmente, à existência de depósitos, poupanças e outros instrumentos denominados em uma determinada moeda, por exemplo o dólar, mas emitidos fora do país onde tal moeda tem curso legal (Rivera-Batiz & Rivera-Batiz, 1994).

Os anos 70 foram marcados por uma abundante oferta de crédito em nível mundial. Diante de tal situação, assistiu-se a um *rápido crescimento da dívida externa dos países em desenvolvimento*, calcado nos baixos juros dos empréstimos. Simultaneamente, porém, esta década assistiu à definitiva derrocada do padrão monetário norteador do sistema até então. *A flexibilização das taxas cambiais a partir daí passou a incorporar um componente de incerteza* que, em meados da década seguinte, explicitou-se nos sinais cada vez mais claros de transformação do sistema de financiamento da economia mundial. O sistema financeiro internacional, assim, passou a incorporar *inovações*, como por exemplo taxas de juros flutuantes.

Com vistas a barrar a desvalorização do dólar percebida ao longo dos anos 70, o *Federal Reserve* elevou a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano, num movimento que teve início em 1979 e se estendeu até 1982, levando consigo toda a estrutura de taxas de juros do globo. Tal movimento implicou na *ruptura das condições de financiamento dos países em desenvolvimento* que haviam se sobreendividado na década anterior. A moratória mexicana, em 1982, explicitando definitivamente a fragilização dos bancos comerciais, colocou em xeque o modelo de financiamento calcado na oferta de crédito por parte destes agentes.

Ao mesmo tempo, os Estados Unidos, em face da necessidade de financiamento de seu balanço de pagamentos, afrouxou as regulamentações no que diz respeito ao movimento de capitais *cross-border*, eliminando os tetos para as taxas de juros no território americano, fato este que amplificou ainda mais a volatilidade das taxas de câmbio e juros por todo o mundo. Como resultado, ocorreu uma intensificação do desenvolvimento de inovações financeiras concentradas em:

- a) surgimento de instrumentos de proteção individual conhecidos como derivativos, tais como *swaps*, futuros, opções, etc.;
- b) ampliação dos mercados secundários para os títulos de dívida governamentais e de empresas e,
- c) intensificação do processo de securitização das dívidas (transformação de dívidas em títulos negociáveis no mercado).

Em face disso, assistiu-se durante a primeira metade dos 80 à intensificação de um duplo processo, mediante o qual *os bancos se viram às voltas com dois tipos de dificuldade para que pudessem se conservar como os principais intermediários do sistema financeiro internacional*: a) pelo

lado da demanda de recursos, o crédito bancário cedeu espaço ao lançamento direto de títulos de dívida no mercado, como *commercial papers*, *floating rating notes*, *eurobonds* e uma captação direta via lançamento de ações nas bolsas de valores, como os ADRs (*American Depository Receipts*), como consequência da maior seletividade e encarecimento do crédito; b) pelo lado da oferta de *funding*, houve uma crescente fuga dos bancos comerciais nos anos 80, dada a perda de credibilidade destes com a crise da dívida, e um *redirecionamento da poupança financeira para os investidores institucionais*.

1.2 O novo padrão de financiamento e o crescimento dos fundos de pensão

Os investidores institucionais começaram a se destacar nos anos 80 a partir do vertiginoso crescimento dos recursos que passaram a ser centralizados por estes agentes. Tais investidores são formados fundamentalmente por fundos de pensão, seguradoras e companhias de investimento (fundos mútuos, *bank trusts* – administração de fortunas de pessoas físicas – e outros, como os *hedge funds*).

Tabela 1
Crescimento do patrimônio dos fundos de pensão
(em US\$ bilhões)

País	1989	1994	1999 (est.)
Estados Unidos	2.426	3.760	5.936
Reino Unido	453	775	1.116
Japão	513	1.118	1.750
Holanda	202	264	361
Canadá	181	238	381
Alemanha	84	124	177
Suíça	133	191	343

Fonte: Guttman (1997 – de *Pensions and Investments*, May 1995)

Os fundos de pensão apresentam uma participação relativa maior no total de recursos dos investidores institucionais, 38,2%. Em seguida vêm as seguradoras com 29,7% e o conjunto formado pelos fundos mútuos e *bank trusts* com 28,4% (Davis, 1993). Pela sua maior importância relativa dentre

os demais investidores institucionais e pelo seu caráter *potencialmente* ligado ao investimento em ativos de mais largo prazo, característica esta ligada à estabilidade de suas fontes correntes de recursos, os fundos de pensão são caracterizados por alguns autores como “especialmente talhados para financiamentos de longa maturação (e.g. infra-estrutura e setores intensivos em capital)” (Coutinho & Rabello, 1996). As Tabelas 1 e 2 apontam para o crescimento desses agentes nos últimos anos e para seu patrimônio acumulado.

Tabela 2
Evolução dos ativos dos fundos de pensão
como porcentagem do PIB

	1970	1975	1980	1985	1990	1991 (final)	1993 (final)
Estados Unidos	17	20	24	37	43	51	54
Reino Unido	17	15	23	47	55	60	82
Japão ⁽¹⁾	0	1	2	4	5	11	23
Holanda	29	36	46	68	77	46	85
Canadá	13	13	17	23	28	32	45
Alemanha	2	2	2	3	3	3	6
Suíça	38	41	51	59	69	70	71

⁽¹⁾ Inclui recursos dos fundos de pensão administrados por companhias de seguro e também *book reserves* (ver item 2.1.4)

Fonte: Davis (1995, 1996b); Guttman (1997); OECD (1997).

As razões comumente apontadas para a expansão dos fundos de pensão são: (1) o crescimento da renda pessoal disponível nos países centrais; (2) fatores demográficos (o fenômeno dos *baby boomers* do pós-guerra que contribuiu para a concentração da população com idade entre 40 e 55 anos); (3) a queda do grau de proteção oferecida pelos sistemas públicos de seguridade social, principalmente a partir de meados dos anos 80 em alguns dos países centrais com o início do desmonte do Estado de Bem-Estar (notadamente no Reino Unido) (Davis, 1993). No entanto, foi o seu *papel cada vez maior no financiamento de investimentos produtivos*, principalmente, ainda que não exclusivamente, a partir dos principais mercados de capitais (títulos e ações) em todo o mundo, que conferiu a esses agentes importância fundamental.

Dessa forma, *os fundos de pensão passaram a sancionar o novo padrão de financiamento em constituição* (Chesnais, 1996). Os fundos de pensão, ao lado dos fundos mútuos, passaram a deter grande parcela dos

investimentos diretos em bolsa que se fizeram nos principais mercados dos países centrais e também nas economias emergentes da Ásia e da América Latina. Também são tais fundos que adquirem parte expressiva dos títulos de dívida não apenas do governo americano, mas também dos governos dos principais países que lançam títulos no mercado internacional, como também dos principais grupos empresariais e bancos de todo o mundo.

1.3 Os anos 90 e o *short-termist view* dos fundos de pensão

Os anos 90 vieram consolidar este processo “de transformação na esfera financeira [que] pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos” (Belluzzo, 1993). Como mostra Kawall Ferreira (1995a), em 1983 o estoque de crédito bancário internacional (líquido de operações interbancárias) era cerca de quatro vezes superior ao financiamento via bônus. Em 1993, essa proporção caiu pela metade. Ainda segundo a mesma fonte, a emissão bruta de bônus internacionais superou pela primeira vez o crédito bancário internacional líquido em 1991. A Tabela 3 aponta para esse crescimento relativo dos fundos de pensão frente aos bancos no que diz respeito à intermediação financeira.

Tabela 3
Taxa de intermediação de bancos e investidores institucionais

		1970	1975	1980	1985	1990	1994	1970/94
Estados Unidos	Bancos	0.58	0.59	0.58	0.53	0.44	0.33	-0.25
	Instit.	0.31	0.28	0.31	0.35	0.39	0.44	0.13
Reino Unido	Bancos	0.58	0.65	0.64	0.56	0.55	0.47	-0.11
	Instit.	0.28	0.24	0.26	0.33	0.32	0.36	0.08
Alemanha	Bancos	0.84	0.85	0.86	0.84	0.83	0.78	-0.06
	Instit.	0.10	0.11	0.12	0.15	0.17	0.22	0.12
Canadá	Bancos	0.45	0.51	0.55	0.49	0.44	0.44	0.00
	Instit.	0.23	0.20	0.19	0.24	0.25	0.27	0.04
Japão	Bancos	0.45	0.40	0.36	0.34	0.38	0.34	-0.11
	Instit.	0.10	0.10	0.10	0.12	0.16	0.16	0.05
G7	Bancos	0.69	0.70	0.70	0.66	0.63	0.58	-0.11
	Instit.	0.16	0.14	0.15	0.19	0.23	0.26	0.10
Anglo-Saxões	Bancos	0.53	0.58	0.59	0.52	0.48	0.41	-0.12
	Instit.	0.28	0.24	0.25	0.31	0.32	0.36	0.08
ECJ ⁽¹⁾	Bancos	0.80	0.80	0.79	0.76	0.74	0.70	-0.10
	Instit.	0.08	0.07	0.08	0.10	0.16	0.18	0.10

⁽¹⁾ Europa Continental e Japão.

Fonte: Davis (1996a).

As principais características dos mercados de ativos onde passa a dominar tal “finança direta” são:

“a) *profundidade*, ou seja, existência de mercados secundários de grande porte que permitem elevada *liquidez* aos papéis de distintas características, denominações monetárias e prazos de maturação; b) *mobilidade* no que diz respeito a entradas e saídas de posições assumidas; e c) *volatilidade*, decorrente de mudanças freqüentes nas expectativas a respeito da evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em moedas distintas” (Coutinho & Belluzzo, 1996 – Grifo meu).

Esta nova formatação do ambiente institucional, no entanto, aliada a maior ou menor permissividade do ambiente regulatório inerente a cada país em particular, passou a propiciar, paulatinamente, a ampliação sem precedentes da busca por parte dos fundos de pensão de aplicações que oferecessem a maior taxa de retorno associada a uma taxa mínima de risco aceitável. Isso ampliou o direcionamento dos ativos dos fundos de pensão para aplicações que permitissem um curto prazo de retenção, como por exemplo em ações (equities), em detrimento de outras formas de aplicação.

O próprio tempo médio de retenção (*turn over*) de ações caiu ao longo dos anos 90, tornando esta aplicação, não comumente associada ao curto prazo, uma típica opção que oferece boa rentabilidade associada a grande liquidez, totalmente apropriada às características contemporâneas já listadas, principalmente a de grande volatilidade das expectativas no que se refere aos preços dos ativos e, portanto, às possibilidades de ganhos especulativos.⁶ Nos Estados Unidos, por exemplo, o período médio de permanência de uma determinada ação em posse dos fundos de pensão passou de sete anos no início dos anos 60 para menos de dois anos em 1997. “Em média, os fundos de pensão e outros investidores institucionais vendem 40% de suas ações após um ano de sua aquisição” (Guttmann, 1997).

Barber & Ghilarducci (1992) apontam para a dificuldade de se estabelecer uma classificação que diferencie investimentos como sendo de curto ou de longo prazo. Diante da necessidade de tal distinção, no entanto, os autores determinam investimentos de longo prazo conceitualmente “como uma aquisição de determinado ativo com a expectativa de ou obter uma renda (juros ou dividendos) ao longo do tempo, ou realizar um ganho com a apreciação de um ativo produtivo (normalmente uma empresa), muito mais

⁶ “[tal] especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos ‘fundamentos’” (Coutinho & Belluzzo, 1996).

que com a mudança de preços derivada dos operadores de mercado. Em termos práticos, define-se um investimento de longo prazo como a retenção de um ativo por um período de cinco a sete anos, típico *payout cycle* para investidores em *venture capital*⁷. Os autores ressaltam que tal período é menor que o tempo médio de maturação de um título (*bond*) público ou privado.

O que se observa é uma *cada vez maior proximidade entre as estratégias de aplicação dos recursos dos vários tipos de investidores institucionais, por mais díspar que possa ser a natureza de suas obrigações*, como no caso dos fundos mútuos e dos fundos de pensão. A opção pela aquisição de papéis estreitamente ligados a investimentos produtivos ou geradores de tecnologia passa a ser paulatinamente preterida num mercado em que a lógica da busca pela maior rentabilidade da aplicação, no menor prazo, predomina. Os fundos de pensão parecem abandonar, assim, seu caráter de investidor⁷ aproximando-se de um comportamento especulativo.

A cada vez mais evidente opção pelo curto prazo por parte dos fundos de pensão tem uma *dupla consequência*. Em primeiro lugar, acirram-se as condições de volatilidade de todo o mercado de ativos dos países nos quais os fundos têm uma participação relevante no total de ativos financeiros. Em segundo lugar, o padrão de financiamento de economias que tem no mercado acionário um de seus pilares principais de sustentação vai encontrando cada vez mais seus limites, uma vez que, *a despeito de terem o potencial para oferecer recursos ao financiamento de projetos de longo prazo de maturação*, os fundos de pensão concentram cada vez mais seu patrimônio em ativos de curto prazo de maturação, não-apropriados ao cumprimento do papel de *funding* até mesmo em economias nos quais o mercado de capitais tem grande magnitude, como nos Estados Unidos e no Reino Unido.

A aquisição de *bonds* e outros ativos relacionados ao longo prazo, a despeito da existência de um mercado secundário organizado, vai se tornando cada vez menos importante na composição de portfólio dos fundos de pensão, conforme explicitado na Tabela 5.

De suma importância para o crescimento da participação de ações em detrimento de outras aplicações por parte dos fundos foi a crescente

⁷ Caracterizado pelo longo prazo de retenção de ações que predominava em média em sua administração de carteira (sete anos nos anos 60, segundo Guttman, 1997).

terceirização da administração de carteiras por parte desses agentes. Cerca de um quarto dos recursos dos fundos de pensão norte-americanos eram administrados por bancos (*bank trusts*) e companhias de seguro em 1992 e metade dos recursos era administrada por administradores independentes (*independent investment conselours*). Segundo pesquisa da revista *The Economist* (22 abr. 1995), entre dez administradores de ativos de fundos de pensão, seis indicavam uma alocação fortemente majoritária em ações (Tabela 4).

Tabela 4
Fundos de pensão: alocação de portfólio
Segundo alguns dos principais administradores de fundos americanos e europeus

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Ações	55	50	60	60	65	60	40	38	46	25
Títulos	35	30	35	35	35	40	45	56	47	48
Ativos líquidos ⁽¹⁾	10	20	5	5	0	0	15	6	7	27

⁽¹⁾ *Cash*, Certificados de Depósitos (CDs), *Commercial Paper*, *Euro Notes* e outros ativos que possam ser liquidados em sete dias ou menos (Davis, 1988).

A – *Merrill Lynch*; B – *Lehman Brothers*; C – *Nikko Securities*; D – *Daiwa Europe*; E – *Crédit Agricole*; F – *Robeco Institutional Asset Management*; G – *Bank Julius Baer* (Zurich); H – *UBS International Investment*; I – *Commerz International Capital Management*; J – *Credit Suisse Asset Management*.

Fonte: *The Economist* (22 abr. 1995).

Tabela 5
Fundos de pensão: distribuição de portfólio (%)

País		Ações	Bonds	Empréstimos	Propriedades	Ativos líquidos ⁽¹⁾	Ativos líquidos no exterior
Reino Unido	1970	49	32	0	10	4	2
	1980	52	24	0	18	5	9
	1990	63	14	0	9	7	18
Estados Unidos	1970	45	45	6	0	1	0
	1980	41	41	2	0	8	1
	1990	46	36	2	0	9	4
Alemanha	1970	4	19	50	12	3	0
	1980	9	24	52	9	2	0
	1990	18	25	45	6	2	1
Japão	1970	6	12	52	27	2	0
	1980	9	51	33	6	2	1
	1990	27	47	14	2	3	7

⁽¹⁾ *Commercial papers*, *Euro-notes*, CDs.

Fonte: Davis (1996b).

Tal movimento de terceirização implica no aparecimento de um comportamento necessariamente⁸ voltado à obtenção de bons resultados a

⁸ Nos países onde as regras do mercado permitem tal comportamento.

curto prazo, o que significa alcançar uma boa performance em termos de rentabilidade das aplicações, sempre mantido um certo nível aceitável de risco. Essa combinação leva a: a) uma concentração de portfólio no curto prazo; b) adoção de uma *estratégia passiva de investimento* por parte dos *money managers*, geralmente adotando índices de mercado para atrelar suas carteiras (como por exemplo o *Standard and Poors 500 stock-market index*).

Calcadas única e exclusivamente na busca do maior retorno possível para certo risco identificável, tais *index funds* tendem a estar recorrentemente substituindo ativos na margem (pois pouco importa a companhia que esteja sendo incorporada ou repelida de seu portfólio, importando apenas assegurar o máximo retorno), contribuindo assim para a ampliação da volatilidade do mercado (Barber & Ghilarducci, 1992).

2 O ambiente institucional como fator determinante na alocação de portfólio dos fundos de pensão

Ainda que o crescimento da concentração dos ativos em ações ocorra em praticamente todos os países centrais (Tabela 5), é nos Estados Unidos e no Reino Unido que o curto-prazismo (*short termist view*) ganha maiores proporções. Em países como Alemanha, Japão e Holanda, a participação de *bonds*, empréstimos e outros ativos associados ao longo prazo na carteira dos fundos de pensão se encontra acima da participação de *equities*.

O motivo principal para essa diferenciação de comportamento é o ambiente institucional ao qual estão sujeitos os fundos em cada um dos países citados.

Uma distinção institucional básica elaborada por Zysman (1983) diz respeito aos sistemas financeiros baseados no mercado de capitais (anglo-saxão) e os sistemas calcados no crédito (Europa continental e Japão). O critério divisor dos sistemas é a forma de provisão de *funding* para o investimento empresarial e a estrutura do mercado monetário. No primeiro, os investidores institucionais têm um papel de extrema relevância, uma vez que são eles que fornecem a base de sustentação dos mercados de capitais. No segundo tipo de sistema monetário e financeiro, o governo tem um papel central na medida em que ou é ele que determina a forma como os recursos devem ser alocados ou, como no caso alemão, há uma participação deste nas

decisões de alocação que são tomadas em conjunto com instituições financeiras (Kawall Ferreira, 1995a).

Esta distinção é fundamental para que se entenda o marco regulatório e fiscal ao qual estão sujeitos os fundos de pensão nos países anglo-saxões e nos países onde o sistema de “funding” está baseado no crédito. Nos últimos, há uma explícita determinação governamental para o direcionamento dos recursos dos fundos de pensão à aquisição de ativos que dêem suporte ao sistema, como por exemplo títulos de dívida privados ou públicos, empréstimos diretos, títulos de propriedade (*real estates*) e outros. Nos primeiros, a liberdade de ação dada aos fundos busca incentivar o mercado de capitais, que, ao lado do autofinanciamento, dá sustentação ao sistema de *funding* desses países.

Assim, as características relatadas a seguir (sumarizadas nos Quadros 1, 2, 3 e 4) têm sua razão de ser, em última análise, nas formas de desenvolvimento das institucionalidades financeiras de cada conjunto de países.

2.1 Principais características dos fundos de pensão nos países centrais

Destacam-se aqui aspectos determinantes dos fundos de pensão em cinco dos principais países onde os fundos se desenvolveram. Visa-se explicitar algumas de suas características mais gerais, como também aspectos ligados ao escopo regulatório e à forma de tributação em cada país estudado.

Busca-se, com isso, retirar elementos da experiência internacional que possam sinalizar formas de melhor estruturar o sistema regulatório dos fundos de pensão no Brasil, principalmente no que diz respeito aos incentivos e determinações que canalizam os recursos dos fundos para o financiamento de longo prazo.

2.1.1 Definições básicas

O regime de regulação dos fundos de pensão tem como primeira característica essencial sua adequação ao tipo de plano que é oferecido no

país em questão. Para os *planos de Contribuição Definida*,⁹ o aparato regulatório centra-se no estabelecimento de limites máximos de contribuição ao fundo por parte da empresa patrocinadora deste ou por parte do participante individual, na coibição à existência de cláusulas discriminatórias nos contratos dos planos e nas características de gerenciamento das reservas dos fundos que devem ser seguidas pelos administradores destes (Gale, 1994).

A fixação de limites máximos de contribuição tem por objetivo limitar a renúncia fiscal ocorrida em função da existência de benefícios fiscais às contribuições principalmente das patrocinadoras aos fundos de pensão. A garantia da não-existência de cláusulas discriminatórias visa coibir a prática de distribuição de benefícios e/ou gerenciamento desigual dos recursos de acordo com o tipo de participante do fundo. Quanto ao estabelecimento de regras em relação à administração de recursos dos fundos, estas podem ser fiduciárias (como nos casos norte-americano e britânico, discutidos adiante) ou podem determinar tetos para a alocação das reservas dos fundos, apontando quais ativos e quanto de cada tipo de ativo os fundos podem ter em suas carteiras de investimento, como ocorre no Brasil (capítulo 2).

Quanto ao aparato regulatório voltado aos *planos de Benefício Definido*, este tem como principal preocupação assegurar que os benefícios contratados de fato estarão disponíveis aos beneficiários quando de suas aposentadorias. Mais complexo, este tipo de ambiente regulatório compreende um conjunto de possibilidades que envolvem desde a criação de um sistema de seguro aos benefícios prometidos, em geral de

⁹ Nos planos de pensão de Contribuição Definida o contribuinte recebe, ao se aposentar, em uma única remessa (*lump sum*) ou em parcelas mensais, o valor acumulado em seu nome a partir das contribuições efetuadas por ele e pela empresa patrocinadora do plano ao longo dos anos de sua vida ativa. Compõe esse montante, também, o retorno das aplicações destes recursos feitas ao longo desses anos. O risco de desvalorização dos ativos que compõe a carteira garantidora de sua aposentadoria é assumido integralmente pelo participante, não incorrendo o fundo de pensão em riscos, quando da aposentadoria, quanto à inexistência de ativos suficientes para pagar um valor mínimo esperado pelo participante. Nos planos de Benefício Definido, o participante efetua um contrato com o fundo de pensão onde este se compromete a pagar uma determinada soma ao funcionário (em geral baseada nos últimos meses/anos de salário deste). Os riscos inerentes à impossibilidade de cumprimento desse contrato são assumidos, nesta modalidade de plano, em parte pelo fundo de pensão e pela empresa patrocinadora, em parte pelo participante (risco de *default*).

responsabilidade do poder público, até a definição de regras de provisionamento (*funding*),¹⁰ regras atuariais e regras de portabilidade.

Os três sistemas básicos de “*funding*” para os fundos de pensão estão calcados em diferentes formas de se calcular as obrigações futuras dos fundos.¹¹ Caso o plano terminasse na data presente, o cálculo das obrigações futuras através de cada um desses sistemas indicaria se o fundo de pensão está *underfunded* ou *overfunded*, considerando que tal fundo opera num regime de capitalização, o que implica que este não segue um modelo *unfunded*, ou de repartição (*pay-as-you-go*)¹² (Diagrama 1).

Os sistemas de *funding* são o sistema ABO (*Accumulated Benefit Obligation*), PBO (*Projected Benefit Obligation*) e IBO (*Indexed Benefit Obligation*). O primeiro indica o nível de solvência do fundo, ou seja, o nível de recursos minimamente necessários para que o fundo possa pagar as obrigações assumidas até o momento atual. Tal sistema não leva em conta a possibilidade de os salários de seus participantes serem elevados no futuro, o que implicaria em obrigações de maior monta quando de suas aposentadorias.

O sistema PBO implica em o fundo estar capacitado a pagar as futuras pensões tomando por base o fato de que elas serão formadas a partir dos salários dos últimos meses/anos de contribuição de cada participante. Essa premissa amplia os requisitos de *funding* do fundo de pensão, uma vez que é bastante razoável supor que os funcionários de uma empresa terão salários maiores no final de sua vida ativa, em relação àqueles recebidos quando de seu ingresso no plano de pensão.

10 Usa-se a expressão *funding* em dois contextos distintos neste artigo: nos itens 1 e 2, a expressão é usada em seu sentido keynesiano, como um processo de consolidação financeira do investimento, momento no qual um ativo gerador de retornos a longo prazo é consolidado por um passivo cujo perfil também é de longo prazo. A partir do presente item (2.1.1), a expressão *funding*, por força do uso comum que se faz desta na literatura própria aos fundos de pensão, passa a ser usada como sinônimo de nível de provisionamento de um determinado fundo ou plano de pensão.

11 O sistema de contribuição definida não tem regras de *funding*, uma vez que neste sistema o contribuinte receberá o resultado de suas contribuições acrescido do retorno que as aplicações de seu dinheiro tiveram no período de contribuição.

12 No sistema de Repartição Simples, ou sistema *pay-as-you-go*, as contribuições efetuadas em um determinado momento por uma geração são utilizadas para pagar os pensionistas naquele momento, ou seja, uma geração cede os recursos para que se paguem as pensões de gerações anteriores. Não há, neste sistema, acumulação de recursos. No sistema de Capitalização, as contribuições feitas num momento por uma geração são acumuladas para o pagamento futuro desta mesma geração, havendo portanto uma acumulação, ou capitalização, dos recursos injetados no sistema.

O terceiro tipo, IBO, assume que, além de o salário recebido no final da vida ativa ser maior que o salário atual do empregado, haverá indexação das futuras pensões a algum índice de inflação, e avalia se o fundo está apto a arcar com essas futuras obrigações indexadas. O sistema IBO requer, portanto, os níveis mais altos de *funding* dentre os três sistemas observados.

Quanto mais rigorosos os requerimentos de *funding*, mais cauteloso tende a ser o comportamento quanto à alocação de portfólio dos fundos (Davis, 1995). A escolha das regras de *funding*, assim, pode ser um poderoso instrumento para direcionar os investimentos dos fundos para opções mais arriscadas em sua rentabilidade (como ações) ou menos arrojadas (como os títulos de renda fixa). Um sumário das regras de *funding* e da regulação das aplicações das reservas dos fundos de pensão prevaletentes nos países centrais é apresentado nos Quadros 1 e 2.

Quanto às regras atuariais, os pontos mais importantes a serem definidos pela legislação são a taxa de juros (desconto) que prevalecerá para o cálculo dos benefícios futuros e a previsão de mortalidade dos futuros pensionistas dos fundos.

Diagrama 1

		Contribuição Definida (<i>fully funded</i>)		
Planos de Pensão	⊗	Benefício Definido	<i>pension plan</i> (compromisso contratual)	VP ¹³ dos ativos supera o VP das obrigações. Fundo está <i>overfunded</i> .
	⊗		<i>pension fund</i> (recursos destinados ao cumprimento do compromisso contratual)	⊗ <i>overfunded</i> . ⇒ Não existem. Plano é <i>unfunded</i> . ⊗ VP dos ativos é menor que VP das obrigações. Fundo está <i>underfunded</i> .

Fonte: Elaboração própria a partir de informações extraídas de Bodie (1996).

Quanto menor a taxa de desconto utilizada para o cálculo do valor presente das obrigações, maiores devem ser os ativos dos fundos no presente para que este não se encontre *underfunded*. Estimativas apontam que, para cada ponto percentual mais baixo da taxa de juros de longo prazo, o valor

13 Valor Presente

presente das obrigações futuras dos fundos se eleva em algo entre 7,7% e 15% (Gale, 1994).¹⁴

A regulação dos fundos de pensão pode se fazer presente, ainda, na determinação de quais ativos e quanto de cada tipo de ativo os fundos podem ter em suas carteiras de investimento.

Quadro 1
Fundos de pensão: regras de *funding*

EUA	<i>Funding</i> de ABO obrigatório. Máximo de 50% <i>overfund</i> sobre o ABO. Altos prêmios de seguro no caso de <i>underfunded</i> .
Reino Unido	Máximo de 5% <i>overfunded</i> com relação ao PBO ou IBO. <i>Funding</i> obrigatório apenas para planos para os quais a contribuição é substituída à da previdência social.
Alemanha	<i>Funding</i> obrigatório até que se atinja PBO. Esquemas de <i>book reserve</i> têm <i>funding</i> opcional.
Japão	Isenção de taxação até que atinja ABO apenas. Esquemas de <i>book reserve</i> têm <i>funding</i> opcional.

Fonte: Davis (1995).

Quadro 2
Fundos de pensão: regulamentação de ativos

País	Regras de Portfólio
EUA	Prevalece a regra do “homem prudente”. Limite de 10% para o autofinanciamento para planos de benefício definido.
Reino Unido	Prevalece a regra do “homem prudente”. Limite de 5% para o autofinanciamento.
Alemanha	Máximo de 20% em ações, 5% em propriedades, 4% em investimentos estrangeiros, 10% em autofinanciamento.
Japão	Máximo de 30% em ações, 20% em propriedades, 30% em investimentos estrangeiros, 10% no mesmo país, mínimo de 50% em títulos.

Fonte: Davis (1995).

Além destas, as regras de “*vesting*”, *portabilidade e indexação* afetam os níveis de *funding* dos fundos de pensão. As regras de *vesting* determinam em quanto tempo os participantes de um plano têm o direito à posse de todo o valor acumulado em seu nome, fruto das suas contribuições, das contribuições da empresa patrocinadora e do ganho financeiro obtido mediante a aplicação destes recursos.¹⁵

14 O aumento exato depende da distribuição etária dos participantes do plano, da proximidade de sua aposentadoria e de sua expectativa de vida.

15 Tal direito é adquirido pelo empregado a partir de um tempo mínimo durante o qual este, caso deixe a empresa (e o plano, conseqüentemente), incorre em uma perda (total ou parcial) daquilo que foi acumulado em seu nome.

As regras de portabilidade regulamentam o direito de o participante do plano transferir parte ou todo esse valor acumulado em seu nome de um plano a outro, quando da mudança de emprego.

Quadro 3
Fundos de pensão: características gerais

	Estados Unidos	Reino Unido
Maturidade dos fundos	Maduro	Maduro
Seguro dos Benefícios	Sim, através do PBGC	Não, embora o Estado garanta o pagamento de pensão mínima se o fundo ficar inadimplente.
Portabilidade e <i>vesting</i>	<i>Vesting</i> em cinco anos. Nenhuma indexação de benefícios acumulados. Permitida a distribuição de montante global na transferência.	<i>Vesting</i> em dois anos. Indexação dos benefícios acumulados. Transferências devem ser feitas para outros fundos de pensão.
Indexação	Indexação plena é rara (5% dos planos). Aumentos discricionários em função do custo de vida são comuns.	Arbitrária. Porém, a indexação total ou parcial é comum na prática (75%).
	Alemanha	Japão
Maturidade dos fundos	Não-maduro	Não-maduro
Seguro dos Benefícios	Sim, via seguradoras. Book reserves segurados pela Associação de Garantia de Pensões.	Sim.
Portabilidade e <i>vesting</i>	<i>Vesting</i> em 10 anos. Indexação de benefícios acumulados.	<i>Vesting</i> graduado entre cinco e 30 anos para quem deixar o fundo voluntariamente. Valores de transferência baixos para quem deixar voluntariamente e mais cedo o fundo.
Indexação	Obrigatória.	Raramente, exceto para a parte que substitui a seguridade social.

Fonte: Davis (1993) apud Pinheiro (1994).

Quanto aos critérios de indexação, estes prevêem a indexação futura dos benefícios recebidos (pensões, por exemplo) de acordo com algum índice de preços. O Quadro 3 lista as regras sobre *vesting*, portabilidade e indexação às quais estão sujeitos os fundos nos países centrais. Além disso, o Quadro 3 dispõe sobre a maturidade¹⁶ dos fundos e a existência de algum tipo de seguro para os benefícios nestes países.

¹⁶ Um fundo de pensão é dito maduro quando o número de participantes que já recebem benefícios supera o número de participantes que ainda contribuem para o plano, sem receber seu benefício.

Quanto à tributação, são três as possíveis formas de incidência de impostos sobre fundos de pensão: sobre as contribuições, sobre o retorno de aplicações dos ativos e sobre os benefícios concedidos. O Quadro 4 mostra a situação de cada um dos países estudados. A letra E significa isenção de tributação (*exemption*), ao passo que T significa que há a taxaço. Assim, um sistema EET implica na isenção para contribuições e retorno de aplicações dos ativos, existindo, porém, taxaço sobre os benefícios.

Quadro 4
Taxação dos fundos de pensão e outros planos
com base no regime de capitalização

País	Forma de taxaço	Detalhes
Estados Unidos	EET	Contribuições e retornos dos ativos não são taxados. Benefícios são taxados.
Reino Unido	EET	Contribuições e retornos dos ativos não são taxados. Benefícios são taxados, exceto para retiradas totais (<i>lump sum</i>) que não são taxadas.
Alemanha	TET	Contribuições dos empregadores taxadas como um rendimento (salário). Contribuições dos empregados e retornos dos ativos não são taxados. Benefícios são taxados a uma baixa taxa. Para benefícios derivados do sistema de <i>booking</i> , contribuições dos empregadores são livres de taxas e os benefícios são taxados como um rendimento normal.
Japão	ETT	Contribuições são livres de taxas. Retornos dos ativos são taxados. Benefícios são taxados, exceto retiradas totais, não-taxadas. Benefícios derivados do sistema de <i>booking</i> ¹⁷ são parcialmente taxados.

Fonte: Davis (1995).

Deve-se destacar que os dois principais motivos para a existência de um aparato regulatório são: a) garantir um certo nível de segurança para o participante de um plano de previdência, no sentido de que o fundo de pensão do qual ele participa terá recursos para cumprir o contrato e pagar seus futuros benefícios e b) *direcionar as aplicações dos fundos de pensão de acordo com o padrão de financiamento em que cada país está inserido*.

Assim, num país anglo-saxão, o mercado de capitais, e portanto a aplicação em ações, não encontrará barreiras. Caso se trate de um país onde o padrão ligado ao crédito seja o dominante, títulos e empréstimos diretos prevalecerão.

¹⁷ Ver item 1.2 e 1.4.

2.1.2 Estados Unidos: aspectos gerais, regime de tributação e regulação¹⁸

Os fundos de pensão americanos têm o caráter de *adesão voluntária*, não sendo portanto compulsórios nem universais. Apesar disso, quase a metade da força de trabalho é coberta por um plano de pensão (46%). Este *grau de cobertura* declinou nos anos 80, a despeito de o número de planos ter mais do que dobrado nesse período (de 340.000 em 1975 para 805.000 em 1985). Isso ocorreu devido ao fato de grande parte dos participantes de planos de benefício definido serem também participantes de planos de contribuição definida. Além disso, o crescimento da força de trabalho nos Estados Unidos foi maior que o crescimento do número de trabalhadores que ingressaram em planos de pensão privados.

Entre os setores sindicalizados o grau de cobertura é maior (90%) que entre os não-sindicalizados (52%). O corte por faixa salarial dos trabalhadores norte-americanos indica uma maior cobertura para aqueles que ganham acima de US\$ 25,000 por ano (81%) e uma forte diminuição dessa participação para aqueles que recebem menos de US\$ 10,000 por ano (33%).

O corte por sexo indica uma cobertura maior para homens (61%) que para mulheres (48%). Trabalhadores da área técnica (*white-collar worker*) têm uma cobertura maior que os trabalhadores da área de produção (*blue collar worker*): 86% dos primeiros contra 77% dos últimos. Aqueles com mais de 10 anos num mesmo emprego estão mais cobertos (80%) que aqueles com menos e os empregados *full-time* têm maior cobertura que os *part-time* – 66% para os primeiros. As empresas de pequeno porte (menos de 100 funcionários) apresentam um grau de adesão a planos de pensão muito menor (27%) que aquelas empresas que tenham mais de 100 empregados (79%). O universo de pessoas cobertas por planos de pensão nos Estados Unidos é de 70 milhões de pessoas, sendo que 65 milhões de trabalhadores têm planos individuais e 5 milhões participam de planos coletivos (patrocinados por um conjunto de empresas).

O participante típico dos fundos de pensão americanos, portanto, é sindicalizado, do sexo masculino, tem um emprego estável na área técnica, recebe os maiores salários e trabalha numa grande empresa.

A maior parte dos fundos americanos (dois terços dos ativos) oferece *planos de benefício definido*. Grande parte dos participantes dos planos

¹⁸ As informações estatísticas dispostas nesta seção estão calcadas em Davis (1995, cap. 3-5).

ligados a empresas, no entanto, possui também um plano complementar (48% em 1996)¹⁹ que tem um caráter de *contribuição definida*. Estes últimos são de vários tipos, destacando-se os planos 401(k), nos quais as contribuições dos empregadores dependem do montante de lucros das empresas patrocinadoras e as contribuições dos empregados são de sua livre escolha, sendo que ambas as contribuições não estão sujeitas à incidência de impostos. Além disso, o empregado pode decidir qual a composição de carteira que deve ser mantida pelo fundo com os recursos acumulados em seu nome, podendo alterá-la caso seja de seu interesse.

A previdência social nos Estados Unidos é suplementar à previdência privada. A taxa de reposição²⁰ para os altos salários é baixa (Tabela 6), o que incentiva o trabalhador de alta renda a aderir a planos de previdência privada. Além disso, a idade mínima para o recebimento dos benefícios da previdência social será de 67 anos a partir do ano 2000, contribuindo ainda mais para que se busque a previdência privada como forma básica de garantia de renda após a aposentadoria.

Tabela 6
Características dos Sistemas de Previdência Social de países selecionados

País	Pagamentos/ PIB (1986) (%)	Taxa de Reposição (1992) baseada no salário final de US\$ 20,000 e US\$ 50,000 (%)	Gastos com pensões/ gasto total do governo (1986) (%)	Contribuição à seguridade social como proporção dos rendimentos (sobre um salário de US\$ 50,000) ⁽¹⁾ (%)
EUA	5.9	65 - 40	24	15
Reino Unido	7.5	50 - 26 ⁽²⁾	19	16 ⁽³⁾
Alemanha	11.5	70 - 59	38	37
Japão	5.1	54 ⁽⁴⁾	16	nd

⁽¹⁾ Para homens casados

⁽²⁾ Incluindo SERPS. Para aqueles que não se incluem neste último, as taxas são 35% e 14%.

⁽³⁾ As contribuições são 5% menores para aqueles não-incluídos no SERPS.

⁽⁴⁾ Taxa para rendimentos médios em 1986.

Fonte: Davis (1995).

No que diz respeito à *tributação*, nos Estados Unidos, onde vigora o sistema EET, contribuições para planos de contribuição definida têm um teto de isenção de US\$ 30,000 por ano. No caso dos planos 401(k) há um teto de US\$ 8,000 por ano. As contribuições para os planos de benefício definido

¹⁹ Cf. Martyn (1996).

²⁰ *Replacement rate*. Pensão à qual o trabalhador tem direito, calculada como porcentagem da média salarial recebida por aquele em um certo número de anos antes da aposentadoria.

são feitas quase que exclusivamente pelas empresas, uma vez que as contribuições dos empregados não são isentas de impostos.

A isenção para contribuições e retornos dos ativos tem um efeito estimulante sobre as decisões de ingressar num plano de pensão privado em detrimento de outras formas de poupança que poderiam estar sendo feitas por estes mesmos agentes. Como resultado dessa isenção, a *renúncia fiscal* norte-americana chegou a US\$ 52 bilhões apenas com os fundos de pensão em 1990 (1% do PIB) (Davis, 1995; Barber & Ghilarducci, 1992).

Os fundos de pensão norte-americanos não estão sujeitos a regras gerais de como aplicar seus recursos (a menos de uma limitação quanto ao autofinanciamento da empresa patrocinadora – 10% dos recursos). A única exigência do órgão regulador (o Ministério do Trabalho e, mais especificamente, o *Pension Benefit Guarantee Corporation* – PBGC) é a de que os administradores dos fundos pautem suas decisões de investimento de acordo com a *prudent man rule*.²¹ Individualmente, no entanto, alguns fundos têm cláusulas em seus estatutos limitando a exposição demasiada em alguns tipos de ativo, como por exemplo o fundo dos funcionários públicos do estado do Colorado, que limita em 65% do portfólio a participação de ações.²²

O PBGC cumpre, também, a função de *garantidor em última instância*, até um certo limite, dos planos de aposentadoria privados do país. Caso um plano em situação *underfunded* venha a ser encerrado pela patrocinadora, o PBGC garante o pagamento dos benefícios aos participantes. Em 1993, a cobertura do PBGC abrangia 85% do total de planos existentes, até uma aposentadoria máxima anual no valor de US\$ 29,250 (Ghivelder, 1993).

Em 1974 foi introduzida a principal lei sobre aposentadorias nos Estados Unidos - ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), cujo objetivo principal era garantir a solvência dos planos privados, ou seja, garantir padrões mínimos de captação de recursos para que os planos pudessem ser financiados (Martyn, 1996). Para tanto, esta lei aumentou os requerimentos mínimos de *funding* e alterou os padrões de *vesting*,

21 O conceito fundante da *prudent man rule* nasceu em 1830, quando de uma grande perda sofrida por um investidor americano ao alocar de forma “imprudente” recursos do *Harvard College*. A regra afirma que os recursos devem ser investidos “com o objetivo de beneficiar apenas ao participante do fundo” e que os investimentos devem ser feitos com “o cuidado, habilidade, prudência e diligência que uma pessoa prudente teria” (Davis, 1995; Barber & Ghilarducci, 1992).

22 “A ameaça escondida dos fundos de pensão” (*Gazeta Mercantil*, 8 maio 1997).

ampliando, com isso, o grau de confiança dos agentes no sistema de previdência privado.

Não obstante, em 1992 o PBGC teve que assumir a responsabilidade por planos de pensão de 52 mil pessoas, o que correspondeu ao dobro do ano anterior (Ghivelder, 1993). Como resultado desse cada vez maior comprometimento do PBGC, foi criado em 1994 o *Retirement Protect Act* (RPA), que mudou parte das regras de *funding* do sistema visando a uma diminuição do número de planos *underfunded*.

As Tabelas 7 e 8 mostram a evolução negativa do nível de *funding* dos fundos de pensão norte-americanos. Tanto pelo sistema ABO quanto pelo sistema PBO, os fundos apresentaram uma queda no nível de adequação às regras de *funding*. Enquanto em 1987 o total de planos apresentava uma confortável situação *overfunded*, garantindo uma relação reservas/obrigações futuras de 1.39, medida em ABO, e de 1.16 medida em PBO, em 1993 tal situação se deteriorou muito. Entre esses anos, o total de planos passou a apresentar uma acentuada queda no seu grau de *overfunded*. Medida em ABO, a relação reservas/obrigações foi a 1.13. Quando avaliada em PBO, a situação de *funding* do total de planos ficou ainda pior, tornando-se *underfunded* em 0.99 (Warshawsky, 1997).

Ao mesmo tempo, o PBGC passou a tratar a questão com mais transparência, publicando regularmente uma lista com os nomes das cinquenta empresas do país cujos fundos revelem os menores índices de sustentação (Ghivelder, 1993).

Tabela 7
Fundos de pensão norte-americanos: razão do total das reservas sobre as Obrigações em ABO
(Médias ponderadas de acordo com o montante de reservas de cada plano)

Ano	Todos os planos	<i>Underfunded</i>	<i>Overfunded</i>
1987	1.39	0.73	1.51
1988	1.37	0.78	1.52
1989	1.40	0.78	1.54
1990	1.26	0.71	1.40
1991	1.28	0.69	1.40
1992	1.22	0.71	1.35
1993	1.13	0.69	1.28

Fonte: Warshawsky (1997).

Esse *padrão* de regulamentação implica em grande liberdade para os administradores dos fundos, na medida em que o rigor das regras se

concentra na busca de um maior controle do *lado passivo* dos fundos. As autoridades preocupam-se em avaliar como estão as provisões dos fundos *vis-à-vis* suas obrigações. Quanto ao *lado ativo* dos fundos, ou seja, a forma como eles aplicam seus recursos, as autoridades atuam de forma a não interferir nas opções destes agentes.

Tabela 8
Fundos de pensão norte-americanos: razão do total das
reservas sobre as Obrigações em PBO
(médias ponderadas de acordo com o montante de reservas de cada plano)

Ano	Todos os planos	<i>Underfunded</i>	<i>Overfunded</i>
1987	1.16	0.66	1.24
1988	1.14	0.73	1.24
1989	1.18	0.73	1.27
1990	1.06	0.64	1.16
1991	1.09	0.63	1.18
1992	1.05	0.65	1.14
1993	0.99	0.63	1.10

Fonte: Warshawsky (1997).

O que se espera é que os fundos procurem alocar seus recursos no mercado de ações, um dos pilares centrais do padrão de financiamento do modelo anglo-saxão. Não por acaso, os fundos de pensão norte-americanos detinham 28,2% do total do mercado acionário dos Estados Unidos no primeiro trimestre de 1993 (Ghivelder, 1993).

2.1.3 Reino Unido: aspectos gerais, regime de tributação e regulação

No Reino Unido, 70% da força de trabalho possui um plano de pensão e 50% está inserida em um plano ligado a sua empresa. Estão cobertos por um plano de previdência privada 60% dos empregados do sexo masculino e 35% do sexo feminino. A maior diferença quanto à *cobertura* dos plano diz respeito à cobertura nos setores público (100% do empregados) e privado (menos de 50% do total de empregados).

Todos os planos do setor público e a maior parte dos planos privados são planos de *benefício definido*.

No Reino Unido a previdência social conta com um plano que oferece uma aposentadoria universal básica (GMP – *Guaranteed Minimum Pension*), em que o benefício não é vinculado à renda e é concedido para

homens acima de 60 anos e mulheres acima de 55 anos. Além desta modalidade, existe ainda uma aposentadoria complementar compulsória (SERPS – *State Earnings-Related Pension Scheme*) que garante 25% de taxa de reposição para os trabalhadores que se aposentam por esse sistema.²³

A previdência social no Reino Unido, a exemplo dos Estados Unidos, também favorece os esquemas privados de previdência. Associado à baixa taxa de reposição oferecida (Tabela 6), os trabalhadores e empregadores britânicos podem optar por deixar de contribuir para a previdência social (SERPS), contanto que contribuam para um esquema privado de benefício definido garantidor de pelo menos o mesmo piso de benefícios que o oferecido pelo sistema público.

A possibilidade de optar entre os esquemas público e privado de pensões tornou-se fundamental para determinar a atual magnitude do patrimônio dos fundos de pensão britânicos em relação ao PIB do país, quando comparada com a mesma relação nos demais países (Tabela 2).

Quanto ao *regime tributário*, a exemplo dos Estados Unidos, também o regime de EET é adotado. O principal incentivo fiscal para a ampliação dos planos privados de pensão na Grã-Bretanha, no entanto, deve-se ao fato citado acima de as empresas poderem contribuir para um fundo de pensão *em substituição* à contribuição para o sistema público de previdência.

Além disso, o plano de previdência é de responsabilidade do patrocinador do fundo. A contribuição do beneficiário está limitada a 15% de sua renda líquida. As contribuições do patrocinador são descontadas como despesas para fins de cálculo do lucro tributável e os fundos estão isentos de impostos sobre a renda dos investimentos ou ganhos de capital realizados.²⁴

Quanto à imposição de regras sobre alocação de portfólio, o sistema regulatório britânico segue de forma implícita o padrão norte-americano. Não adota-se explicitamente a *prudent man rule*, mas exige-se dos administradores de fundos compromissos com regras de prudência, como por exemplo a exigência de diversificação na composição de portfólio e limites para o auto-investimento (5%).

A extrema concentração de ações no portfólio dos fundos britânicos (70% em 1994) pode ser entendida ao tomar-se em conta que as regras de

23 O governo britânico despende, apenas no programa básico de aposentadorias, aproximadamente US\$ 53,5 bilhões em 1997 (“Governo anuncia projeto para ‘segunda aposentadoria’”. *Gazeta Mercantil*, 18 jul. 1997).

24 “Inglaterra avalia mudança na previdência” (*Gazeta Mercantil*; 26 ago. 1996).

funding prevalecentes obrigam os fundos a avaliarem sua capacidade de cumprir com suas obrigações futuras de acordo com os *valores projetados* dos ativos em carteira, e não de acordo com os valores de mercado dos mesmos. *A aquisição de ativos como ações é assim favorecida pelo ambiente regulatório deste país.*

Até 1996, não havia no Reino Unido um *sistema formal de seguro* para os benefícios dos planos que pudessem ser encerrados com ativos insuficientes para cobrir as obrigações assumidas (*underfunded*). Neste caso, o débito para com os associados dos planos é tratado como um passivo do patrocinador para com aqueles. Na prática, no entanto, a existência do GMP faz com que haja um seguro implícito para o beneficiário dos planos privados de pensão. Na ocorrência de falência do patrocinador, o GMP passa a ser restituído aos beneficiários mediante a transferência dos ativos do fundo privado para o esquema estatal (Pesando, 1996).

2.1.4 Alemanha: aspectos gerais, regime de tributação e regulação

O sistema alemão de fundos previdenciários privados mostra-se bastante diferente do sistema americano e britânico. Na Alemanha prevalecem os *internally funded schemes*, nos quais os fundos acumulados são contabilizados pela empresa patrocinadora em seu balanço, tornando-se obrigações diretas da empresa para com o seu funcionário. Tal acúmulo de obrigações diretas (*Direktzusagen*) é conhecido como *booking* ou criação de *book reserves*.

Este formato institucional permite o acesso das empresas a uma fonte não-desprezível de recursos (DM 277 bilhões – US\$ 163 bilhões – em abril de 1997 ou 57% dos ativos dos fundos de previdência privada alemães) de forma *imediata e barata* (por lei, os recursos são incrementados a uma taxa de 6% ao ano, menos do que a taxa de juros média de longo prazo, de 7%).²⁵

Existem ainda outros três tipos de esquemas de previdência privada na Alemanha. Em todos eles os fundos são administrados externamente à empresa. No primeiro tipo (*Direktversicherung*) a empresa contrata uma companhia seguradora que provém o sistema de pensões para seus

²⁵ Cf. *The Economist* (22 abr. 1995).

funcionários. Essa modalidade detém 20% das obrigações previdenciárias privadas. Os fundos de pensão (*Pensionskasse*) e os *provident funds* ou *support funds* (*Unterstützungskasse*), fundos controlados externamente à empresa, mas com possibilidade legal de retornar os recursos para esta, com 10% do total de obrigações cada, completam as formas possíveis do sistema de previdência privada alemão (Davis, 1995).

No entanto, os recursos dos planos privados de previdência ainda representam uma pequena parcela da poupança pessoal na Alemanha (3%, caso não sejam incluídos os recursos acumulados em forma de *book reserve*). Isso ocorre pois, em primeiro lugar, como já observado, *os fundos de pensão não dão o suporte vital para o padrão de financiamento estabelecido no país*. Em segundo lugar, o sistema de previdência social alemão é muito mais abrangente que no caso dos países anglo-saxões. Sendo assim, os esquemas privados de pensão têm um caráter suplementar em relação ao sistema público de previdência.

O *sistema fiscal* alemão reserva poucos incentivos aos planos de pensão externos à empresa, ou seja, a outros que não os esquemas de *book reserve*. A forma de taxação é a TET, nas quais são tributadas as contribuições das empresas, mas não as dos funcionários. Os benefícios são taxados, porém a taxas mais brandas que aquelas incidentes sobre a renda.

Para o sistema de *booking*, as contribuições dos empregadores são isentas de impostos da mesma forma que as dos empregados. Entretanto, os benefícios recebem um tratamento fiscal idêntico ao de qualquer outro rendimento.

O *ambiente regulatório* alemão é bastante restritivo quando comparado com o britânico ou o americano: 10% do total do patrimônio é o limite para o autofinanciamento,²⁶ 4% para investimentos no exterior, 20% para alocação em ações e 5% em propriedades. Há um seguro contra a insolvência do patrocinador oferecido pelo *Pension Sicherungs-Verein* (PSVaG). Dentre os cuidados tomados por esta instituição no que diz respeito à assunção de riscos extremos e mesmo na tentativa de evitar fraudes por parte dos responsáveis pelos planos, está a determinação de que os acréscimos aos benefícios garantidos pelo plano no ano imediatamente

²⁶ O sistema de *booking* não implica que, oficialmente, o plano de pensão esteja concedendo um financiamento para a empresa patrocinadora. No entanto, esta tem acesso aos recursos, pois na verdade eles são uma obrigação adquirida pela empresa, que deveria estar sendo garantida por um certo volume de reservas acumuladas.

anterior à falência da empresa são excluídos da cobertura do PSVaG (Pesando, 1996).

Toda essa restrição regulatória, associada ao incentivo fiscal ao sistema de *booking*, explicita a opção alemã por direcionar os recursos dos planos privados de aposentadoria para investimentos produtivos através do lançamento de títulos de dívida (*bonds*) ou do acesso imediato das empresas aos recursos dos planos de previdência.

2.1.5 Japão: aspectos gerais, regime de tributação e regulação

Dois tipos de planos de pensão privados subsistem no Japão: os *Tax-Qualified Pension Plans* (TQPPs) e os *Employee's Pension Funds* (EPFs). O primeiro tipo, similar aos fundos de pensão dos países anglo-saxões, está voltado para as pequenas e médias empresas que tenham de 15 a 500 funcionários e cobre 28% da força de trabalho do país (em 1989). Voltados a empresas com mais de 500 funcionários, os EPFs permitem ao empregador substituir sua contribuição à seguridade social pela contribuição ao fundo de pensão ao qual sua empresa está ligada. Ambos devem proporcionar uma rentabilidade mínima de 5,5% ao ano.

A administração dos fundos foi feita até 1990 pelos *trust banks* japoneses (60% dos ativos dos fundos) ou por companhias seguradoras (40% dos ativos), seguindo a orientação institucional dada por um padrão de financiamento que não está apoiado decisivamente no mercado de capitais, mas sim numa estrutura que tem por base os conglomerados banco-indústria-companhias de distribuição (*keiretsu*) e o governo como agente central na decisão de como os recursos aptos ao financiamento de longo prazo são alocados na economia. As seguradoras japonesas alocam seus recursos aproximadamente em: 20% em bônus estrangeiros, 20% em títulos domésticos, 20% em bônus denominados em iens e 40% em empréstimos domésticos,²⁷ o que se adapta ao ambiente institucional apontado.

Após 1990, no entanto, *consultorias de investimento* passaram a ter autorização para administrar recursos dos fundos EPF. Após 1994, tais consultorias puderam passar a gerenciar até 1/3 das reservas destes fundos. A busca de um maior retorno para as aplicações comandou esse processo. A migração de recursos para a administração destes agentes deu-se, porém, muito mais das seguradoras que dos *trust banks*.

27 “Os imperativos da idade” (*Gazeta Mercantil* reproduzido de *The Economist*, 11 Jul. 1997).

Hoje, tais consultorias administram pouco mais de 8% dos ativos dos fundos japoneses. Isso mostra a importância do entorno institucional dado pelos *keiretsu* na manutenção das reservas dos fundos de pensão junto a agentes que direcionam seus recursos para o financiamento de longo prazo, como os *trust banks* e as seguradoras, mesmo em face da necessidade de obter-se um mais elevado rendimento para as reservas dos fundos japoneses.

O Japão é um dos poucos países que taxam os retornos das aplicações feitas pelos fundos de pensão. Uma taxa de 1,75% incide sobre os ganhos dos fundos TQPP, ficando os fundos EPF livres desta obrigação, o que os torna mais atrativos. Essa incidência, no entanto, não discrimina o *tipo de aplicação* que é taxada, em parte pela dificuldade em se fazer este tipo de controle. A prática do *book reserve* é favorecida pela prática fiscal japonesa, a exemplo da alemã (Quadro 2).

A *regulamentação* dos fundos japoneses é muito mais restritiva e indicadora do que na maioria dos países europeus ou nos Estados Unidos. Há uma limitação de 30% do total dos ativos para investimentos fora do país e também de 30% para a aquisição de ações. O limite para aplicação em imóveis é de 20% das reservas e *os fundos devem possuir, no mínimo, 50% de seus ativos em títulos que tenham o retorno do principal garantido, como é o caso dos títulos do governo japonês* (Schymura, 1992). Além disso, os fundos japoneses não podem investir em *venture capital*, derivativos ou instrumentos de securitização. Ao impor restrições a esses investimentos, as autoridades japonesas criam um ambiente favorável para a alocação dos recursos em um tipo de autofinanciamento, dentro de um padrão próximo ao *booking* alemão.

Quanto à existência de seguro para os planos de previdência no Japão, foi criado em 1989 o *Pension Guarantee Program*, voltado para os planos EPF. Para os planos TQPP não há um sistema integrado de seguro, no entanto a legislação obriga tais fundos a serem *advanced-funded*, ou seja, a garantirem níveis mínimos prévios de *funding* para que possam ter a permissão para operar.

Conclusão

Os anos 90 marcam a ascensão dos investidores institucionais ao lugar de pilares centrais do novo padrão de financiamento da economia mundial. Isso, no entanto, não fez com que estes agentes passassem a cumprir este papel, da mesma forma e na mesma magnitude, em todos os

países do globo. *Sujeitos a institucionalidades distintas*, os fundos de pensão, principal grupo dentre os investidores institucionais com características de financiadores de investimentos de longo prazo de maturação, cumprem este papel a partir de estímulos, regras, formas e canais distintos, apropriados a estas institucionalidades específicas.

Assim, a experiência dos países em tela mostra a adequação do aparato fiscal e regulatório ao qual estão submetidos os fundos de pensão de cada um destes países ao seu padrão de financiamento, entendido este nos moldes de Zysman (1983). Os casos anglo-saxões (Estados Unidos e Reino Unido) buscam incentivar o crescimento do patrimônio dos fundos *direcionando-os para o mercado de capitais e particularmente para o mercado acionário, um dos pilares de seu padrão de financiamento*. Daí a adoção da *prudent man rule* e a ausência de taxação sobre as e contribuições²⁸ ou sobre os retornos das aplicações dos fundos.

O mercado, nestes países, é o sinalizador maior sobre como devem ser alocados os recursos dos fundos. Ao Estado cabe eliminar as possíveis externalidades negativas do funcionamento do mercado com vistas a facilitar seu pleno e livre funcionamento.²⁹

Nos últimos anos, porém, tal canalização dos recursos dos fundos de pensão ao mercado acionário vem gerando distorções no próprio padrão de financiamento das economias anglo-saxônicas, conforme exposto no item 1.3. Tal alteração no comportamento dos fundos de pensão nesses países (onde o tempo médio de retenção de uma ação por parte dos fundos é cada vez menor) aponta para uma mudança na caracterização indicada por Zysman (1983). Os mercados de ações deixam paulatinamente de ser, até mesmo nos países anglo-saxões, um dos canais principais de obtenção de recursos de longo prazo e passam a caracterizar-se cada vez mais como lócus de precificação e *take over* de empresas, além de um meio apropriado para a realização de ganhos especulativos.

Nos países onde o *padrão de financiamento está calcado no crédito*, o aparato regulatório e fiscal induz não apenas os fundos de pensão, mas todo o conjunto de responsáveis por planos de pensão a dirigirem suas aplicações para outros destinos que não apenas, ou mesmo principalmente, o mercado de ações. Os *bonds* e empréstimos diretos são incentivados e, no caso alemão e japonês, o sistema de previdência privada que mais recebe incentivos é aquele que faz com que os recursos acumulados pelas empresas fiquem “à sua disposição” (*booking*), significando, na prática, a *constituição*

28 Dos planos de contribuição definida, como por exemplo os 401(k) nos Estados Unidos.

29 Como foi a instituição da ERISA nos Estados Unidos em 1974.

*de uma fonte barata e imediata de recursos para as empresas destes dois países.*³⁰

Referências bibliográficas

- BARBER, R., GHILARDUCCI, T. Pension funds, capital markets, and the economic future. In: DYNKY, G., EASTENS, G. *Transforming the US financial system; equity and efficiency for the 21st Century*. 1992. cap. 11.
- BELLUZZO, L. G. M. Apresentação. In: BAER, M. *O rumo perdido; a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BLAKE, D. *Pensions schemes and pension funds in the United Kingdom*. Oxford: Clarendon Press, 1995.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- COUTINHO, L., RABELLO, F. Fundos de pensão; alavanca para o desenvolvimento. In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO, 16, Rio de Janeiro, out. 1995.
- _____, BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1997.
- DAVIS, E. P. Financial market activity of life insurance companies and pension funds. *BIS Economic Papers*, n. 21, Jan. 1988.
- _____. The development of pension funds; an approaching financial revolution for Continental Europe. In: O'BRIEN, R. *Finance and international economy*. Oxford: Oxford Univ. Press, 1993. v. 7, cap.6.
- _____. *Pension funds - Retirement-income security and capital markets*. An International Perspective. New York: Oxford Univ. Press, 1995.
- _____. An international comparison of the financing of occupational pensions. In: BODIE, Z. et al. *Securing employer-based pensions - An international perspective*. Philadelphia: The Pension Research Council/University of Pennsylvania Press, 1996a.

³⁰ Tal modelo de financiamento sofre críticas de Davis (1995: 66) por não passar pelo *market test of profitability* e por preservar a estrutura industrial estabelecida em vez de financiar novas firmas. Ainda que reconhecendo que mesmo nos países anglo-saxões os fundos de pensão não dirigem seus recursos para o financiamento de empresas menores, Davis talvez não dê a devida importância para a percepção do fato de que na Alemanha há *um outro padrão de financiamento*, diferente daquele instituído nos Estados Unidos e no Reino Unido. Sendo assim, a demanda por um *market test of profitability* para estes países, nos moldes dos países anglo-saxões, perde muito de seu sentido.

- DAVIS, E. P. Pension funds investments. In: STEIL, B. et al. *The European equity markets, the State of the Union and the agenda for the millennium*. London: The Royal Institute of International Affairs, Jan. 1996b.
- DILNOT, A. The taxation of private pensions. In: BODIE, Z. et al. *Securing employer-based pensions – An international perspective*. Philadelphia: The Pension Research Council/University of Pennsylvania Press, 1996.
- ECONOMIST (The). 22 Apr. 1995.
- GAZETA MERCANTIL (vários números).
- GHIVELDER, Z. Os fundos de pensão na casa dos trilhões. *Revista dos Fundos de Pensão*, n. 2, set. 1993.
- GUTTMANN, R. The strategic role of pension funds. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL FUNDOS DE PENSÃO – NOVO FATOR DE DESENVOLVIMENTO NA AMÉRICA LATINA, São Paulo, 1997. São Paulo: UNICAMP/ABRAPP, 1997.
- INSTITUTIONAL INVESTOR (several issues).
- KAWALL FERREIRA, C. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas: UNICAMP.IE, 1995. (Tese, Doutorado).
- LERNER, A. From the treatise on money to the general theory. *Journal of Economic Literature*, v. 12, n.1, mar. 1974.
- MARTYN, A. Planos de aposentadoria nos Estados Unidos. In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO, 17, Recife, set. 1996.
- OECD. *Main Economic Indicators*, May 1997.
- PINHEIRO, A. C. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento; o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, dez.1994.
- RIVERA-BATIZ, F., RIVERA-BATIZ, L. *International finance and open economy macroeconomics*. 2. ed. New York: Macmillan, 1994.
- SCHYMURA, L. Fundos japoneses têm US\$ 700 bilhões. *Revista dos Fundos de Pensão*, n. 1, out. 1992.
- WARSHAWSKY, M. Funding of defined benefit pension plans. In: GORDON, M. et al. *Positioning pensions for the twenty-first century*. Philadelphia: The Pension Research Council/University of Pennsylvania Press, 1997.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth – Financial systems and the politics of industrial change*. London: Cornell Univ. Press, 1983.