

ISSN 0103-9466

FUNDOS DE PENSÃO E REARTICULAÇÃO DA
ECONOMIA BRASILEIRA

Milko Matijascic

TEXTO PARA DISCUSSÃO n.º 40
julho/1994

INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

ISSN 0103-9466

**FUNDOS DE PENSÃO E REARTICULAÇÃO DA
ECONOMIA BRASILEIRA**

Milko Matijascic (*)

**(*) Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da UNICAMP e
Pesquisador do IPEA/RJ**

Instituto de Economia, julho de 1994

**COMISSÃO DE PUBLICAÇÕES DO INSTITUTO DE
ECONOMIA/UNICAMP**

José Ricardo Barbosa Gonçalves

Maurício Chalfin Coutinho

Otaviano Canuto dos Santos Filho

Paulo Eduardo de Andrade Baltar

Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz (Coordenador)

FICHA CATALOGRÁFICA

Matijascic, Milko

Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira/Milko
Matijascic. - Campinas: UNICAMP/IE, 1994.

49 p. (Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 40)

1. Fundos de pensão. 2. Previdência social. 3. Brasil - Condições
econômicas - Financiamento. I. Título. II. Série.

Exemplares avulsos poderão ser obtidos com Creuza A. Dias

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Comissão de Publicações	Preço/exemplar	2 UFIR
Caixa Postal 6135	Postagem	1 UFIR
13081-970 Campinas (SP)	TOTAL	3 UFIR

f.: (0192) 39.8295

fax: (0192) 39.1512

FUNDOS DE PENSÃO E REARTICULAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA¹

Milko Matijascic²

Resumo

O presente artigo enfoca a experiência brasileira com a Previdência Privada (fundos de pensão), especialmente na modalidade fechada (EFPP). O texto descreve sua participação na economia local e em seus mercados de ativos financeiros, enfatizando o papel exercido pela regulamentação imposta pelo Banco Central do Brasil na composição destes *portfolios*. Esta abordagem é crucial para que se compreenda a performance financeira destes fundos. Finalmente, o estudo analisa as relações entre as atividades destes fundos e as companhias que os patrocinam, bem como a possibilidade de utilizar estes ativos para rearticular a economia brasileira, buscando o desenvolvimento econômico e social.

¹ Este texto é uma versão condensada da dissertação de mestrado, defendida em julho/93, que enfatiza o último capítulo e atualiza os dados para 1993. Cabe agradecer as sugestões de Fernando Nogueira da Costa e Francisco E. Barreto de Oliveira. Maria Consuelo V. Fróes da Cruz dedicou-se com especial zelo à correção dos originais. Por fim, desejo expressar um especial agradecimento a Kaizô Iwakami Beltrão pela leitura atenta e crítica. Eventuais erros e imprecisões, obviamente, cabem a mim.

² Mestre em Economia pelo IE/UNICAMP e pesquisador do Grupo de Estudos de Seguridade Social do IPEA-RJ.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho sumarizou a dissertação de mestrado que lhe deu origem, condensando as partes descritivas, ressaltando suas conclusões, principalmente no que se refere às possibilidades de utilização das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP), enquanto modalidade brasileira de previdência em regime financeiro de capitalização das contribuições. A questão central era saber se a utilização deste tipo de modalidade atenderia aos ensejos de proporcionar aposentadorias dignas e que respeitassem as normas atuariais, mediante a aplicação destes recursos nos mercados de capitais, auxiliando a rearticulação da economia brasileira.

A primeira observação daquele trabalho foi a ênfase na incapacidade institucional brasileira de gerar recursos estáveis para investimentos a longo prazo. Parte ponderável da crise do país origina-se nesta dificuldade. Os fundos de pensão, como são conhecidas as EFPP, revelaram um contra-exemplo desta tendência, conciliando as necessidades da política social, representadas pelos aspectos previdenciários, com os financeiros, via recursos para investimentos, possibilitando resolver duas das mais intrincadas questões da luta para desenvolver o país.

O trabalho foi desenvolvido em duas etapas: a primeira busca revelar a inserção dos fundos na economia brasileira e a segunda analisa as possibilidades que eles criam para auxiliar na rearticulação de nosso sistema econômico.

2 A EXPERIÊNCIA DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Os fundos de pensão brasileiros foram institucionalizados pela Lei 6435/77. Os apologistas esperavam que as EFPP pudessem repetir, de modo parcial e em menor escala, a experiência vivenciada pela economia dos EUA, onde os fundos de pensão são a principal fonte que oferta recursos para

investimentos de longo prazo de maturação. A análise do desdobramento desta experiência buscará, na etapa primeira deste capítulo, evidenciar a inserção desses fundos no ambiente local e suas relações com a política econômica. A segunda etapa aferirá seu desempenho financeiro e atuarial, além de sua inserção nos mercados de capitais.

2. 1 A "INDÚSTRIA" DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

A experiência brasileira com a previdência privada (ou não-estatal) é secular. O primeiro montepio conhecido data de 1543. O impulso decisivo para o segmento, porém, foi a promulgação da lei supracitada. Ela foi subdividida nas modalidades aberta - EAPP - e fechada - EFPP. A primeira poderia ser uma atividade lucrativa e acessível a todos que pudessem arcar com seu ônus. A outra poderia ser acessada tão somente pelos funcionários das empresas ditas "mantenedoras" e não poderia ser uma atividade com fins lucrativos. Ambas deveriam adotar o regime financeiro de capitalização das contribuições e atuariam como investidoras institucionais, significando que seus investimentos seriam regulamentados pelos gestores da política econômica. Este dispositivo institucional afeta também as seguradoras e os fundos de investimentos.³ Em dezembro de 1993, as EAPP tinham um patrimônio estimado em 1,5 bilhão de dólares e nas EFPP ele seria de quase US\$ 30 bilhões. Nossa análise contemplará mais especificamente a segunda modalidade.⁴

As EFPP têm um patrimônio avaliado em cerca de 6,5% do PIB, o que é modesto se compararmos ao caso dos EUA, onde ele é de mais de 50%, ou do

³ As EFPP foram os investidores institucionais de maior patrimônio até 1990. A recente multiplicação de fundos de investimentos com a reaceleração inflacionária pode ter subvertido a situação.

⁴ (GM, 14/1/94: 16). As EAPP não evoluíram, provavelmente, pelo fato do segurado precisar arcar com as contribuições na íntegra e da taxa de administração poder atingir os 30% das contribuições vertidas. O segmento é muito concentrado e o fundo do BRADESCO detém cerca de 65% de seus recursos. Isto indica que as EAPP passam a se tornar um braço extra de captação de recursos, no mais das vezes, no seio das seguradoras e dos bancos (principalmente).

chileno, onde ultrapassa os 100%. As contribuições giram por volta de US\$ 4 bilhões e os benefícios por volta de US\$ 1,8. O saldo desta conta, que representa a entrada de novos recursos, é de cerca de 0,5% do PIB e 3,3% da Formação Bruta de Capital Fixo em fins de 1993. Estes são os recursos verdadeiramente novos que ingressam no sistema e que podem ser aplicados a longo prazo. Enquanto isto continuar ocorrendo e a evolução do patrimônio total for superior à do *per capita*, o setor não atingirá sua maturidade, que se dará quando os dois índices tenderem a evoluir em paralelo. O crescimento real dessas contribuições foi de 1281% entre fins de 1980 e 1993, perfazendo um crescimento real de 21,6% ao ano, em termos de seu patrimônio agregado (Tabela 1).⁵

A maior parte das empresas que patrocinam estes fundos é de capital estrangeiro, seguida pelas privadas nacionais, estatais estaduais e federais. Esta ordem se inverte se considerarmos o patrimônio. O setor é altamente concentrado e a maior EFPP detém cerca de 22% do patrimônio total da "indústria", as cinco maiores mais de 50%, as dez maiores cerca de 65% e as 20 maiores mais de 75%. Quase todas são mantidas por estatais, notadamente de origem federal (Tabela 2). A antiguidade dos fundos e o porte das empresas mantenedoras são os fatores decisivos que explicam este fenômeno. Uma amostragem recente revelou que dentre as maiores empresas do Brasil as de origem estatal ofereciam a previdência privada enquanto benefício em 85% dos casos contra 40% das transnacionais e 34% das privadas nacionais (FSP, 23/5/93: 2-3). Enquanto "salário indireto", esta é uma modalidade em expansão, mas que perde para outros benefícios como planos de saúde, que foram oferecidos, respectivamente, em 97% das empresas pesquisadas pela Towers & Perrin, uma consultoria em benefícios extra-salariais. Muitos benefícios que não os de aposentadoria, mas que são gerenciados a partir dos fundos, têm participações ainda mais modestas (OG, 20/2/94: 16).

O sistema fechado de previdência privada brasileiro ainda é modesto em

⁵ Outros parâmetros comparativos serão mencionados ao longo do texto nas seções afins.

várias comparações. Em outubro de 1993, ele atendia a 8% dos segurados totais da previdência social. Os benefícios concedidos representavam 1,2% em termos do número de benefícios já concedidos pelo INSS, mas o valor médio do benefício era 470% maior. Em 1989, as EFPP cobriam apenas 2,93% da PEA, estando aquém dos EUA, onde a cobertura é de 50%.

Uma amostragem realizada em meados de 1992, envolvendo EFPP num total de mais de 27% de seu patrimônio agregado, revelou que 53,6% dos filiados ingressaram no sistema há menos de dez anos. Eles têm menos de 35 anos em 50,5% dos casos e menos de 45 em 65,65%. Os filiados recebem menos de 5 salários mínimos (SM) em 24,82% desta amostragem e menos de 10 SM em 53,7% (OLIVEIRA, BELTRÃO & FRISCHTAK, 1992). Isto desmente a tese veiculada com frequência de que só os que percebem mais de 10 SM poderiam se beneficiar com EFPP, revelando que o elemento-chave para se filiar a elas é a empresa na qual se trabalha e não a renda percebida.

Partindo desta amostragem, Oliveira & Beltrão (1993 c) calcularam que, em 2010, os fundos poderiam ter um patrimônio que oscilaria entre 80 e 320 bilhões de dólares. As hipóteses adotadas oscilaram entre a manutenção do atual estado de complementaridade entre EFPP e Previdência Social e uma diminuição do teto máximo de benefício para 5 SM, considerando o juro atuarial capitalizado entre 1993 e 2010 de 2% ou 6% ao ano como parâmetros. Cabe acrescentar que as possibilidades de suplementação da renda quando da aposentadoria e as regras de cálculo da contribuição pela média dos últimos anos, num período de elevada inflação, acabaram por incrementar o público potencial a ser atendido pela previdência privada, afim de escapar às perdas verificadas junto a Previdência Social.

2. 2 FUNDOS DE PENSÃO, MERCADOS DE CAPITAIS E SITUAÇÃO FINANCEIRA

Desde logo, a gestão dos fundos de pensão é profundamente determinada pelos aspectos legais. A "indústria" é classificada como um investidor institucional, o que significa que seus recursos devem ser aplicados compulsoriamente conforme dispositivo previsto em lei. No Brasil, o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional discriminam a maneira pela qual os recursos deverão ser alocados. A legislação prevê a destinação das reservas atuariais em títulos da dívida pública, papéis de renda variável ou títulos de renda fixa de aquisição compulsória para o financiamento de empresas estatais ou de políticas sociais. A destinação dos recursos ao longo do período estudado foi completamente determinada pelos constrangimentos da política econômica e pela estratégia de desenvolvimento do ministro "líder" da área econômica (Quadro 1).⁶ A situação financeira das EFPP é consequência direta das intervenções realizadas via autoridades monetárias.

O desempenho do segmento pode ser medido, de maneira global, via taxa interna de retorno. Tomando o patrimônio total contabilizado em dezembro de 1980, ou qualquer data posterior que se deseje analisar, adicionando o saldo entre receitas e despesas de contribuições periódicas ao longo dos anos, que, em nossa hipótese, se daria concomitantemente na metade de cada ano, e tomando o patrimônio final contabilizado no final do período, deflacionando os dados pelo índice geral de preços, teremos um resultado passível de comparação (dados extraídos da Tabela 1). Este resultado, para o período 1981-1992, revela um ganho real de 11,1% ao ano.

A observância dos mais diferentes resultados conforme o período arbitrado revela a grande sensibilidade do desempenho financeiro em relação à

⁶ Em Matijascic (1993), há uma discussão detalhada de inter-relações entre as Resoluções do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional e os constrangimentos da economia.

conjuntura econômica e aos mais diversos mercados de capitais. Este desempenho é particularmente condicionado pelas bolsas. Como a variação, positiva ou negativa, neste segmento é particularmente marcante em termos de valores absolutos, o resultado em face da carteira global dos fundos revela uma correlação marcante com a conjuntura bursátil.

A distribuição percentual entre as várias modalidades de investimento é condicionada pela lei, mas, também, por seu desempenho. Uma forte variação numa modalidade pode redundar em ganhos proporcionais em face das demais, de ano para ano.⁷

Em relação aos mercados nos quais atuam mais propriamente, os fundos não têm agido de modo a oferecer uma alternativa contracíclica nos mercados de capitais, especialmente no bursátil, como imaginavam os apologistas da transposição da experiência americana ao Brasil. Em anos cujo desempenho em determinado mercado seja sofrível, vemos que não ocorrem novos investimentos. Quando muito, os fundos não vendem suas antigas posições e isto se dá em função da lei, uma vez que ela estabelece a detenção de patamares mínimos para investimentos em ações ou títulos públicos de diferentes categorias.

Investimentos alternativos e facultativos, como os de renda fixa, revelam seus patamares correlacionados às remunerações ofertadas pelo mercado financeiro. Sua participação proporcional no *portfolio* é função direta da remuneração oferecida. Caso ela não seja significativamente superior à dos títulos que lastreiam o *overnight*, estes tendem a prevalecer dada a maior liquidez. A concentração nestes títulos tende a ser maior nos anos de maior aceleração da inflação, o que é particularmente válido para o caso da renda fixa. No caso do *overnight* esta tendência é mais moderada devido ao fato de que há exigência de participação proporcional mínima sobre a carteira de investimentos.⁸

⁷ Tabelas 3, 4 e 5. A Tabela 4 mostra as variações das regulamentações diferenciadas para EFPP públicas e privadas. A tabela 5 afere o peso crescente nos mercados nos quais as EFPP investem e as oscilações anuais.

⁸ Um elemento interessante é o fato das EFPP privadas concentrarem seus títulos em papéis de renda fixa, sejam OTN's ou depósitos a prazo. Isto revela uma similaridade com o caso americano no que tange a fundos

Os imóveis revelam um comportamento à parte. Eles mostram a evolução mais sustentada e de maior porte ao longo dos anos estudados, apesar da lei atual permitir a detenção máxima de 20% de imóveis sobre o patrimônio total, contra 35% até 1986. Isto se deve à crença de que são um investimento de boa rentabilidade e de baixo risco. Os fundos adquirem a maior parte dos imóveis comerciais ofertados no mercado, sendo que em muitos anos a participação na compra de novos lançamentos ultrapassa 80% do total. Os fundos estimam, por exemplo, que detém cerca de 44% do total da área locável de *shopping centers* do país. Além disto, no período recente, os fundos têm adquirido cerca de 80% dos lançamentos de imóveis comerciais (GM, 16/3/1992: 1).

Parcos comentários podem ser proferidos sobre a situação atuarial de forma conclusiva. Existem poucos dados agregados e os conceitos de déficit técnico e de Reserva Matemática a Constituir devem ser explicitados. O primeiro refere-se ao montante das contribuições já efetuadas e que deveriam ser maiores para pagar os compromissos dos que já estão aposentados. O segundo refere-se à insuficiência de reservas para pagar aos futuros aposentados em relação ao que elas deveriam provisionar naquele momento. Isto pode ser explicado, no mais das vezes, pelo fato de que os fundos foram instituídos num momento em que vários profissionais já tinham muitos anos de serviço sem a respectiva contribuição e, para realizá-la, seriam necessários aportes graduais para não abalar a saúde financeira dos contribuintes. Mau desempenho pode ser a razão de muitos déficits, mas não a única (Tabela 6).

O Fundo de Pensões MONTREALBANK é um bom exemplo desta realidade. Ele obteve, de 1980 a 1991, um desempenho de 10,13% a.a. superior aos exigíveis atuariais. Esta taxa seria de 4,7% a. a. comparada ao IGP ou de 7,76% a. a. sobre a poupança. O "déficit técnico", no entanto, seria de 52% sobre o total do patrimônio já constituído (Rel. Ativ., 1991: 14-25). Este é um caso exemplar, tendo em vista o excelente desempenho, confirmando a forma

geridos em regime de contribuição definida. Aqui estes fundos se concentram no setor privado.

enganosa pela qual são apresentados os resultados atuariais que podem confundir desempenho com contribuições que podem estar propositalmente subvalorizadas. O déficit técnico pode ser deliberado, pois é funcional para um menor comprometimento financeiro das empresas mantenedoras. Elas podem provisionar até 30% do que devem em seu passivo (Decreto 81240/78, art. 29). Trata-se de uma forma de autofinanciamento. Os balanços das EFPP não revelam se ocorre esta provisão.

Podemos destacar ainda outros fatores. O primeiro é que o resultado atuarial parece estreitamente ligado ao desempenho económico do período ao qual se associa, conforme percebemos analisando o biênio 1985/6. Este foi um período de forte recuperação económica. O biênio anterior também foi positivo (mesmo 1983 sendo um ano de recessão), mas isto parece dever-se à imposição da política económica no sentido de estabelecer uma alta nos juros como forma de financiar a dívida pública. Com a reversão do crescimento económico em 1987/8, o déficit total cresce mais acentuadamente. Depreende-se daí que o desempenho favorável da economia em crescimento cobre parte do resultado negativo anterior, diminuindo a necessidade de novos desembolsos. Mais além, isto reduz a exigência de incorporação de riscos inerentes à instabilidade económica sobre o passivo.

2. 3 CONCLUSÕES

A intervenção do Estado nas EFPP tem aspectos díspares. Por um lado, ele garantiu a legalidade do segmento, dirimindo a péssima impressão que existia junto ao público no que se referia à Previdência Privada, tendo em conta o escândalo dos montepios então descoberto. Por outro lado, a excessiva regulamentação dos investimentos acabou por tolher a liberdade dos fundos, no sentido de escolher modalidades de investimentos mais adequadas em termos de uma maior rentabilidade. Este foi, notadamente, o caso dos investimentos em

Títulos da Dívida Pública e, principalmente, em OFND. Isto acabou por fazer dos fundos um tipo de fiador compulsório da dívida estatal, o que gerou perdas de mais de 1,8 bilhão de dólares, segundo a ABRAPP.

Os problemas gerados com a regulamentação dos investimentos das EFPP por parte dos gestores de política econômica têm sido tão intensos que a ABRAPP logrou obter pareceres de juristas ilustres arrolando a inconstitucionalidade desta intervenção. O papel exercido pelo CMN violaria o inciso VIII do artigo 174. As EFPP seriam instituições de direito privado caracterizáveis como atividade econômica, não podendo o Estado intervir senão de forma indicativa e de forma a coibir os eventuais abusos, cabendo-lhe tão somente uma ação fiscalizadora e não normatizadora, ora verificada (CARVALHO, 1993, p. 93). Outros juristas de renome, como Arnaldo Wald (que esteve engajado na elaboração da Lei 6435), também propõem que a atividade é de caráter privado, não sendo passível de intervenção estatal (*apud* CARVALHO, 1993, p. 92). Estes postulados parecem consoantes os pareceres do STF, que acataram as liminares da ABRAPP contra a compulsoriedade na compra de títulos públicos instituída pela Resolução CMN 1730/90, na gestão Collor, bem como na 2038/93, ora em voga.⁹

No que se refere à atuação no mercado financeiro, não se pode dizer que os fundos possam contrabalançar as tendências de curto prazo verificadas nos mesmos. Os fundos não investem novos recursos em mercados de risco como bolsas, quando a baixa é pronunciada. **O não desinvestimento das ações em carteira parece ser consequência da obrigatoriedade de parcela mínima do patrimônio.** Isto contraria a idéia de que seria possível manter o quadro atual com a eliminação de limites mínimos neste caso. Os dados mostram que, nos períodos de baixa, o desempenho dos papéis parece seguir *pari passu* o desempenho do estoque de ações contabilizadas em bolsas, e não se verifica nenhum acréscimo real nestes investimentos. Os fundos agem de acordo com a

⁹ Comentário válido até 20/3/1994.

opinião média do mercado, como forma de evitar eventuais riscos, preferindo errar com a média, conforme propõem os postulados keynesianos. Isto se contrapõe aos postulados utilizados para propagandear o sistema quando de sua regulamentação.

Os fundos de pensão poderiam, por exemplo, investir no mercado de ações no momento em que o valor de mercado dos papéis estivesse abaixo do valor patrimonial das companhias. Se a empresa porventura fosse liquidada, o que o acionista receberia seria superior ao que ele pagou, podendo auferir um considerável lucro. Não propugnamos esta política, que foi comum em Wall Street nos anos 1980, mas isto revela o enorme potencial que os fundos deixam escapar por suas posturas. A preferência eventual por um mercado em detrimento de outros, como é o caso da renda fixa, mostra uma postura imediatista que não contrabalança as tendências de curto prazo e sim o inverso, não agindo de acordo com a idéia de maximização a longo prazo dos recursos. O modo de investir das EFPP é semelhante àquele dos investidores especulativos. Esta postura tem lógica no sentido microeconômico. Se um agente tem a expectativa de que determinado ativo vai se desvalorizar em face de outros, num determinado período, ele prefere alterar seu *portfolio* e maximizar os ganhos. Mas, se todos agirem da mesma forma, o mercado pode entrar em colapso e a profecia se realiza.

O mercado imobiliário parece ter uma tendência inversa, mas cabe questionar sobre a postura especulativa que ali reina. Um exemplo disto é a especulação com os *flats*, em São Paulo, onde são mais numerosos que em Nova York. A ociosidade de imóveis comerciais é um fator que corrobora esta assertiva. A febre dos imóveis comerciais e *Shopping Centers* é semelhante (LEAL & FREUNDT, 1992, p. 47 e seguintes).

O maior dos problemas, porém, está nas relações da política econômica com os fundos de pensão. Acreditamos que, em grande medida, isto também se refere às EAPP, mais particularmente, e aos demais investidores institucionais que operam no Brasil. O Estado está imerso em uma crise financeira inédita.

Nesse sentido, os fundos foram chamados a contribuir para salvá-lo desta situação mediante a aquisição de títulos públicos de diferentes espécies. Houve a proibição da venda destes mesmos títulos, que foi explícita (Resolução 1025/85) ou implícita, dada a obrigação legal de manter percentuais mínimos do patrimônio em títulos estatais, conforme verificamos em toda a legislação estudada.

Os fundos de empresas estatais foram as principais "vítimas" desta situação. Os títulos de rentabilidade e negociabilidade mais duvidosa deviam ser por eles adquiridos, o que de fato criou um "subsistema" nas EFPP. Quando tentaram se desvencilhar destes títulos, via processo de desestatização de empresas, foram identificados, ironicamente, como um sistema de previdência "privilegiado" em relação ao resto da população. Esta é uma questão delicada, pois envolve o universo das empresas estatais, que não tem sido transparente aos olhos da população. Seu endividamento, a manipulação de tarifas, os privilégios corporativos e os índices de desempenho estão na origem destes problemas, que estão intimamente relacionados à crise do Estado.

A manipulação dos fundos com vistas a sanear a dívida pública acaba por repetir a experiência da França e da Alemanha nos anos 30, inviabilizando os compromissos dos fundos. O maior risco para os fundos, no Brasil, é a hiperinflação, em função da crise do endividamento do Estado. Como a situação se deteriora, os credores forçam a elevação dos juros como forma de obter um prêmio de risco. Isto torna os recursos financeiros sujeitos a uma forma de ação especulativa com repactuação diária, como no caso das OTN. Essa massa de recursos pode se dirigir a outros mercados, conforme o estado de confiança destes credores. Esta foi a origem de grandes ganhos especulativos nos anos 80. As EFPP participaram e cresceram em meio a este movimento. Resta saber se o Estado poderá honrar a dívida pública, nesta situação. Caso isto não ocorra, poderá haver uma desvalorização geral dos ativos dos fundos, que são os maiores clientes de vários mercados que recebem estes recursos, mediante um repúdio da dívida ou ainda pela "queima" da mesma, num processo hiperinflacionário.

Muitos destes ativos estão lastreados em bens reais e não em títulos de propriedade. Mas mesmo as ações de empresas ou os imóveis têm garantido sua valorização via movimentos especulativos. No entanto, o processo de "encilhamento" do Estado causa embaraços, mas pode ser contornado pelos fundos, dada a diversificação de suas aplicações e o prazo na qual elas devem ser restituídas. Se, após findo este processo, a economia reencontrar condições favoráveis de crescimento, o patrimônio poderá ser recomposto de forma até mais vigorosa, conforme o grau de reação do sistema econômico.

3 FUNDOS DE PENSÃO E FINANCIAMENTO DA ECONOMIA

Nesta parte, buscaremos evidenciar o potencial latente das EFPP. Os constrangimentos impostos pela crise econômica não enfatizaram as reais possibilidades que eles geram. Para realizar tal intento analisaremos, num primeiro momento, sua relação com as empresas mantenedoras e depois suas potencialidades enquanto fontes de financiamento.

3.1 FUNDOS DE PENSÃO E EMPRESAS MANTENEDORAS

A Lei 6435/77, que rege a previdência privada, impõe limites à posse de papéis relacionados às empresas mantenedoras por parte de seus fundos, mas trata-se de uma possibilidade legal. Quando da resolução CMN 460/78, os fundos poderiam destinar até 40% de suas reservas para a aquisição de imóveis (da empresa patrocinadora ou não) ou para empréstimos a participantes do fundo, desde que fosse respeitado o juro atuarial estabelecido pelo plano. A empresa poderia, ainda, adquirir ações ou debêntures da empresa desde que não ultrapassassem o limite máximo estabelecido por lei. A partir de 1987, os imóveis deveriam responder por um máximo de 20% e os empréstimos a participantes a 7%, podendo chegar a 17% caso fossem para fins imobiliários.

Estas possibilidades nunca foram utilizadas na íntegra, especialmente pela queda salarial verificada ao longo dos anos 80. O empréstimo por parte do assalariado revelar-se-ia arriscado, pois sua renda estava em franco declínio. Ao longo do tempo, a estrutura dos fundos foi se consolidando e suas patrocinadoras passaram a utilizá-los para outras funções que respeitassem sua vocação, qual seja, a de atuar nas áreas social, securitária e financeira. O potencial nunca tendeu a ser utilizado na íntegra, mas permanece e muitas vezes foi alavancado por uma atuação conjunta no mercado de capitais, fazendo com que a mantenedora e a EFPP juntas adquirissem títulos que, não raro, lhes davam participações estratégicas em vários empreendimentos.

O crédito a participantes teve uma importância declinante ao longo do período, mas sua perda de importância foi menor do que a verificada para a economia como um todo. Se observarmos as fontes de crédito disponíveis vemos que em 1991 os fundos chegaram a oferecer 20% de todo o crédito ofertado pelo setor bancário comercial, exclusive Banco do Brasil, e 155% do crédito contraído junto a financeiras. Este aspecto revela que esta modalidade sofreu as mesmas restrições verificadas na economia, mas não caiu de forma tão abrupta, logrando atuar como uma forma de política compensatória, encontrando em seus fundos um aliado para obtenção de crédito, fugindo ao pesadíssimo ônus imposto pelo elevado juro de mercado. Isto foi especialmente verdadeiro para fundos mantidos por empresas estatais que oferecem cerca de 5% de seu patrimônio para tais fins, contra 2% do setor privado. No que tange aos empréstimos para fins imobiliários, não existem registros contábeis claros que possam aferir a importância desta modalidade. Contudo, percebemos uma importante participação desta modalidade, na medida em que a linha de empréstimos pela PREVI, patrocinada pelo Banco do Brasil, é muito disputada pelos mercados imobiliários de Brasília e do Rio de Janeiro, chegando a representar um importante movimento nos períodos nos quais atua, conforme atestam os anúncios imobiliários dos grandes jornais destas cidades.

Existem outros serviços prestados pelos fundos. Antes de mais nada estes são fundos de seguridade e procuram oferecer serviços neste setor. A maioria dos planos oferece aposentadorias por invalidez e benefícios que cobrem acidentes de trabalho. Muitos dos planos gerenciam planos de saúde via contratação de planos de medicina de grupo ou, até mesmo, com o seu gerenciamento. O lazer é outra atividade organizada com o apoio dos fundos. Outro aspecto interessante é a terceirização das atividades das empresas mantenedoras via fundos. Muitas atividades de apoio à patrocinadora passam a ser coordenadas via EFPP, contornando muitas de suas dificuldades legais e financeiras para contratar e treinar novos profissionais, aproveitando assim a experiência de antigos funcionários. Isto é especialmente verdadeiro nas EFPP mantidas pelo setor público. O aspecto mais interessante é o de aliar a atuação das EFPP com suas mantenedoras. Existem ainda fundos que se associam às suas mantenedoras para oferecer serviços, passando a atuar como uma empresa do próprio grupo econômico, criando, inclusive, uma verticalização paralela ao mesmo.

O crescimento dos fundos é sólido, no sentido em que logram um crescimento real, comparado às empresas mantenedoras da população estudada, de 4,8% anuais. E isto se dá numa conjuntura onde as empresas crescem 17% a.a.¹⁰ Empresas com problemas econômicos, como é o caso de algumas estatais, revelam crescimento baixo o que, por si, induz a um maior crescimento destes índices. Todavia, a persistência destes fatos faria com que a cada 15 anos esta proporção dobrasse, o que revelaria um poder financeiro cada vez maior dos fundos (Tabela 7).

Se pensarmos que uma EFPP possui o equivalente a 50% do patrimônio de sua mantenedora, ela pode destinar cerca de 45% de seu patrimônio àquela, representando uma alavancagem da empresa acrescida em 22,5% em relação às fontes já discriminadas na Lei 6404/76, conforme facultam

¹⁰ A população estudada abrangeu o período 1983-1991, sendo a única disponível (Matijascic, 1993, p. 108-11).

as Resoluções do CMN ou do Banco Central. Isto se potencializa enormemente se pensarmos em termos de uma política de estratégias conjunta nos mercados de capitais.

Os dados abaixo são reveladores das potencialidades descritas para a atuação das EFPP. O primeiro fato, mais curioso, a ser descrito, é o de que entidades patrocinadas pelo setor privado não parecem preocupar-se com as possibilidades de autofinanciamento, como o fazem as entidades estatais. Num primeiro momento isto deve ocorrer por problemas de escala. Os fundos privados são menores e sua intervenção junto às mantenedoras pode não ser decisiva, como no caso das estatais. Por outro lado, a regulamentação que os envolve é menor e isto pressupõe maior liberdade para a busca de rentabilidade mais imediata. Os fundos estatais foram coagidos a adquirir títulos que mais tarde seriam conhecidos como "moedas podres". Isto estimulou a participação no processo de "privatização" de empresas estatais.

Podemos relacionar muitos dos fenômenos observados a explicações análogas, encontradas para outros setores da economia brasileira. Os fundos, como pudemos verificar, podem ser uma poderosa mola auxiliar na conglomeração dos grupos mais poderosos. Este é o caso da CVRD que, associada a seu fundo, comprou uma parte ponderável das ações da USIMINAS, atendendo a suas metas estratégicas. Parece interessante ainda o contrato de mútuo de ouro realizado pela VALIA, que representa uma poderosa transferência de recursos do fundo para a aquisição de um serviço fornecido pela patrocinadora e que pode impulsionar poderosamente os negócios iniciais em um determinado mercado (VEJA, 20/11/1991: 79).¹¹ Estes fatos marcam ainda uma ruptura com a legislação usual, que determinava investimentos máximos de 4% do total do patrimônio da EFPP em ações de uma empresa, além de impedir o controle de mais de 10% do capital da mesma.

O caso da REFER, da RFFSA, que adquiriu a MAFERSA na íntegra, é

¹¹ Esta estratégia pode ser o início de um impulso decisivo para um novo mercado.

ainda mais revelador. Embora os montantes sejam mais modestos, os efeitos da aquisição integral são ainda mais significativos do ponto de vista societário. Ela pretende, inclusive, adquirir ações de outras empresas que poderão ser suas virtuais patrocinadoras, como a CBTU (Rel. Ativ., 1991: 2-3).

É precisamente este o fator interessante das EFPP que começa a ser percebido. No seio de um grupo empresarial, percebemos que os recursos do fundo podem ser utilizados como forma de financiamento em prazos maiores àqueles oferecidos pelo sistema financeiro, podendo ser ressarcidos mediante a forma de pagamento diferido aos empregados. Esta, aliás, é a pressuposição do plano de benefício definido,¹² que assegura um pagamento mínimo ao beneficiário em quaisquer circunstâncias. Isto pode permitir, num plano cuja maturidade esteja distante e cujos preceitos legais sejam obedecidos, a sustentação de estratégias corporativas que possam otimizar a situação do grupo a longo prazo. A concentração de recursos num único ativo ou empresa oferece o risco de gerar um grande prejuízo em caso de má performance. Mas, no caso inverso, pode oferecer ganhos a serem repartidos. De todo modo, o sistema fechado de previdência privada envolve empresas que, em geral, estão entre as mais destacadas da economia, fazendo com que seus investimentos tendam, tomando o patrimônio agregado das EFPP, a ser uma privilegiada fonte de autofinanciamento.

Prova disto é que os investimentos bursáteis tendem a beneficiar estas empresas. Isto se dá de forma direta se pensarmos em termos de ações, debêntures ou aplicações financeiras diversas de fundos que possuem seus papéis junto a fundos de companhias semelhantes. A forma indireta pressupõe que o Estado, por exemplo, procure financiamento para determinados projetos que

¹² O plano de contribuição definida não permite flexibilizar as contribuições no sentido de diminuí-las no caso dos planos atuariais revelarem um excesso de fundos e *vice versa*. Esta possibilidade, no caso dos EUA, faz os planos de benefício definido concentrarem mais recursos em ativos de risco, como ações, logrando obter maiores ganhos a longo prazo até agora, contrariamente aos de contribuição definida que concentram suas aplicações em títulos de renda fixa (OLIVEIRA *et al.*, 1992, p. 34).

beneficiem empresas que irão prestar serviços para a consecução destes projetos. Isto pode incentivar seus fundos a investirem nos papéis do Estado. A estas modalidades se associa a utilização das EFPP como forma de proporcionar salários diferidos aos trabalhadores, convencendo-os a aceitarem uma remuneração menor no presente em troca de uma aposentadoria mais elevada e maior estabilidade no emprego, fazendo com que o trabalhador hesite em abandonar uma empresa onde ele pode perder os recursos depositados pela empresa no fundo em seu nome, caso ele queira se demitir voluntariamente.

A convivência dos fundos com as empresas das quais é acionista é crescente. Ela se materializa de maneira informal, via encontros de suas diretorias com os gestores de fundos, ou formal, via participação nos Conselhos Fiscais ou mesmo nos de Administração. Trata-se, sem dúvida, de um assento privilegiado, mas que não interfere na condução do "sistema de planejamento" da empresa, conforme demonstrou Galbraith em O Novo Estado Industrial. A dimensão dos fundos e seu crescente poderio não redundam no controle das decisões estratégicas operacionais que afetam os maiores grupos empresariais. O poder permanece na "tecnoestrutura" que, via de regra, é a maior incentivadora da instauração deste tipo de benefício extra-salarial.

A possibilidade de interferência somente se materializa caso o desempenho financeiro seja negativo, conforme exemplifica a recente demissão de um presidente da IBM, dadas as pressões de uma recente coalizão de fundos. A parceria com os fundos interessa à tecnoestrutura no sentido de poder acessar um tipo de crédito privilegiado (VENTURA, 1993, p. :72-3).

Os fundos poderão, no limite, substituir parte das atribuições do sistema financeiro privado. Isto já é verdadeiro para os financiamentos a participantes e outros serviços, como os de seguros, que são prestados no Brasil pelos bancos múltiplos. Estes recursos concorrem com aqueles amealhados pelos bancos para a valorização do patrimônio dos beneficiários. Os bancos podem instituir entidades abertas de previdência privada. Mas elas não são atrativas

devido à sua alta taxa de administração, que faz com que seja preferível aplicar em poupança ou fundos de renda fixa, dados a rentabilidade maior e o prazo de carência dos direitos muito inferior (FSP, 24/2/1992: 2-1). Além disto, estes planos não podem garantir um benefício definido, o que aumenta as incertezas. Por fim, as contribuições devem ser realizadas exclusivamente pelo beneficiário, o que torna o custo potencialmente mais elevado se compararmos com as EFPP, onde pelo menos 30% dos recursos devem advir das empresas.

Conscientes desta falta de competitividade, os bancos buscam dominar o destino dos recursos dos fundos, afirmando ter superioridade técnica na gestão da carteira de ativos dos fundos, ao menos na parte que se refere às rendas fixa e variável, mas eles nunca comprovaram esta assertiva. E os fundos brasileiros não recebem recursos voluntários de seus participantes para aplicações nos mercados de capitais, tal qual ocorre nos EUA (DRUCKER, 1977, p. 105), alavancando ainda mais a concorrência.

Neste sentido, cabe comentar o texto de Cardoso (1993). Ele evoca as propostas do Presidente Clinton, dos EUA., no sentido de que os fundos de pensão devem, cada vez mais, assumir as características dos bancos. A experiência relatada neste trabalho revela que isto não seria possível. Os bancos, como ensina a teoria convencional, têm por função intermediar operações entre credores e devedores que permanecem desconhecidos entre si. O público alvo da EFPP para tomada de recursos é restrito. O mais importante, porém, é o fato deles não captarem a curto prazo para alongar institucionalmente o crédito para seus clientes. Sua captação em termos de novos recursos tende a ter um horizonte de repasse plurianual e este período se eleva conforme baixe a idade de contribuição média de seus participantes. Não parece plausível, também, que os fundos possam vir a conceder créditos de curto prazo para pessoas jurídicas ou físicas, como é praxe no sistema bancário, excetuado os segurados das próprias EFPP.¹³

¹³ Além disto, seu objetivo maior é securitário e não financeiro.

O que seria possível, concordando com o argumento central do texto em tela, seria ampliar a linha de créditos diretos para empreendimentos nos quais haja participação acionária, ou ainda, utilizando os mecanismos institucionais em evolução como as CCR descritas por Favaret (1992) e as agências públicas como o BNDES. Este é mais um exemplo das importantes modificações que ocorrem no âmbito do setor financeiro no nível internacional e que fazem com que mais e mais empresas, que não cresceram na órbita financeira propriamente dita, passem a concorrer com os bancos em segmentos específicos mediante a incorporação de novas técnicas conhecidas como inovações financeiras (BRAGA, 1992, p. 14). Esta é, provavelmente, uma das faces mais importantes da reestruturação do capitalismo. Mas, por ser um movimento ainda inconcluso, seria difícil afirmar que este tipo de evento possa ser concebido como uma substituição do sistema bancário, conforme conhecemos.

Cabe salientar que os dados revelam potencialidades dos fundos na economia, e que estas potencialidades estão intimamente associadas à política das empresas mantenedoras dos fundos. Fundos multipatrocinados, como o SUPREV ou o MONTREALBANK, parecem interessantes a quem não possui escala ou deseja uma estruturação inicial mais sólida para partir para a autogestão. Mas este tipo de fundo não permite realizar operações internas ao grupo, de forma a buscar a rentabilidade a longo prazo, que é um interesse comum a fundos e patrocinadoras. Para tanto, é preciso criar laços solidários do fundo ao grupo empresarial, gerando condições de articulação financeira conjunta para estratégias concorrenciais a longo prazo.

3. 2 FUNDOS DE PENSÃO E O PLANO NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

A participação das EFPP no Plano Nacional de Desestatização (PND) é destacada e controversa. O destaque se dá pela relevância dos montantes destinados pelos fundos a este Plano. A controvérsia decorre do fato dos fundos brasileiros serem mantidos por empresas estatais em mais de 80% do capital registrado pelo sistema. A tabela 8 dimensiona o impacto das EFPP no PND.

Os defensores da participação dos fundos no PND evidenciam que sua participação é de fundamental importância, devido ao fato de seus recursos competirem com capitais diversos. Isto ajuda a alavancar o preço das empresas leiloadas. A elevação dos preços permite que o Estado receba em troca recursos mais elevados. Pode, assim, ou dispor de mais dinheiro ou diminuir sua dívida perante seus credores.

Os detratores de tal participação tentam mostrar que a desestatização via fundos de pensão é uma farsa, pois o Estado vende sua parte em empresas leiloadas, mas readquire o controle das mesmas, ou de parte delas, através dos fundos de pensão de suas empresas (VEJA, 20/11/1991: 79). Estes fundos sofrem uma pesada ingerência por parte das autoridades governamentais, o que redundaria num processo que não atingiria seus objetivos (FSP, 25/11/1991: B3).

Do ponto de vista legal, fundos de pensão são entidades jurídicas de direito privado, com fins assistenciais e não lucrativos (OLIVEIRA, 1993 b). A observação dos fatos mostra uma realidade diversa. Os governos interferem pesadamente nos fundos. Muitas de suas diretorias são nomeadas por indicações ministeriais. O escândalo decorrente do "esquema PP" é a maior prova disto. Inúmeros fundos estatais adquiriram ativos recomendados e estes papéis pertenciam a pessoas supostamente relacionadas a altos escalões do governo. A imprensa revela que **não existe autonomia gerencial por parte das EFPP patrocinadas por empresas estatais** o que pode ser confirmado por dirigentes

das mesmas (JB, 12/4/1992, "Negócios": 1).

Do ponto de vista das EFPP, a participação no PND é uma alternativa de aplicação interessante. A aquisição, segundo as regras do BNDES, poderia se dar com inúmeros títulos de dívida emitidos pelo Estado ao longo das últimas décadas. Dentre eles, podemos destacar os Títulos da Dívida Agrária (cujas origens remontam a 1964), as Obrigações da Eletrobrás (impostas sob a forma de empréstimos compulsórios), as Debêntures da SIDERBRÁS, as Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (criadas em 1986) e os Certificados de Privatização (emitidos pelo governo Collor). As EFPP, notadamente as mais antigas que pertencem às empresas estatais, possuem quantidades destes títulos, cujo valor chegou a 2,8 bilhões de dólares, no início do PND. Este valor poderia ainda elevar-se mais caso o Estado ressarcisse os atrasados devidos ao não reconhecimento da correção monetária. Os montantes envolvidos com este "calote" seriam de 1,8 bilhão de dólares em meados de 1991. Livrar-se destes papéis traria um enorme benefício aos fundos, no sentido de não correrem riscos de novas quebras contratuais, como o não reconhecimento de parte das dívidas. Ações de empresas desestatizadas seguem a lógica do mercado bursátil, tendo seus preços arbitrados pelas condições conjunturais que afetam a ele. Outro elemento importante é o fato das empresas em questão serem relevantes e conceituadas no cenário nacional, podendo constituir-se numa excelente oportunidade de negócios para os fundos (FSP, 28/7/1991: 3-1).

Um aspecto mais sutil pode ser observado nos desdobramentos do PND. Quando observamos o perfil da compra de algumas empresas, pode haver suspeita de um processo ordenado *a priori* do processo. Se observarmos cuidadosamente o leilão da USIMINAS, perceberemos que as cotas adquiridas pelos fundos, associadas àquelas adquiridas pela CVRD - uma destacada empresa estatal que age de forma relativamente autônoma - às dos empregados e às já pertencentes ao fundo da empresa, configuram um controle de mais de 50% das ações ordinárias leiloadas. Não podemos afirmar que existia um acordo prévio no processo, mas

estas participações destacadas deixam entrever que existiam interesses mútuos.

O caso da MAFERSA, adquirida pela REFER, que pertence à RFFSA, é ainda mais contundente, embora os valores envolvidos sejam menores. A MAFERSA é notória fornecedora de produtos do ramo da mantenedora. Sua integração ao grupo, via REFER, levantou suspeitas sobre a lisura das futuras concorrências efetuadas pela RFFSA, no sentido de procurar beneficiar a empresa do seu próprio fundo. O relatório do fundo em 1991 revelou interesse em adquirir outras empresas, como as CBTU's estaduais. Estas empresas poderiam tornar-se futuras mantenedoras da REFER (Rel. Ativ., 1991: 2-3). A experiência parece ter sido bem sucedida, pois a MAFERSA teve um resultado positivo em 1992 e adquiriu agilidade para participar de concorrências internacionais, podendo responder a uma licitação em 24 horas, quando antes a burocracia estatal atrasava o processo em dois meses (FSP, 9/11/1992: 2-4).

Outro caso é o da ACESITA. As aquisições dos fundos, somadas ao percentual destinado aos empregados, somam 48% do capital. Como havia 9% de capital já aberto, nada impede que exista a possibilidade de controle do capital (Indicadores IESP, n. 15: 9). A aquisição desta importante empresa teria sido a origem do descontentamento do Presidente Itamar Franco, que redundou na interdição temporária da participação dos fundos no processo até as vésperas do leilão da CSN, o que gerou veementes protestos. O Presidente teria se queixado de que a compra por parte dos fundos inviabilizou um esquema de investimentos a ser efetuado pela USIMINAS. Os fundos agiram de modo a satisfazer suas necessidades financeiras (FSP, 23/4/1993: 2-3 por Luís Nassif).

O cancelamento temporário da presença dos fundos no PND, que foi suspenso às vésperas do processo da CSN, redundou no fato de que a empresa foi leiloada por um preço próximo ao mínimo que fora estabelecido. Houve suspeita de favorecimento ilícito, e as perdas foram estimadas em mais de 300 milhões de dólares (Indicadores IESP, n. 15: 5 e 6).

Os fundos, representados pela ABRAPP, declararam reiteradas vezes que

não pretendiam imiscuir-se nos assuntos gerenciais das empresas nas quais obtivessem eventual controle majoritário. Sua postura seria a de contratar profissionais competentes, que se encarregassem da gestão da nova empresa. Esta postura seria a mesma daquela declarada pela International Finance Corporation (IFC), ligada ao Banco Mundial, que pretendia destinar cerca de três bilhões de dólares ao PND brasileiro e que tinha interesse em atuar em conjunto com as EFPP neste processo (GM, 24/5/1991: 5).

A participação dos fundos no PND poderia também ser vista como um exemplo do processo de ajuste patrimonial, que foi realizado pelas empresas de maneira mais gradual ao longo dos anos 80. Muitas empresas adquiriram participações importantes em outras empresas, via compra de ações como forma de diversificar as atividades ou, simplesmente, adquirir ativos diversos afim de melhor proteger o patrimônio, num contexto envolvendo risco elevado de hiperinflação. O processo de adquirir uma empresa já existente tem a vantagem de possibilitar a herança de uma estrutura que não precisa ser iniciada da estaca zero e tem a vantagem de possuir um nome já conhecido, além de eliminar um concorrente. No caso de atividades colaterais, podemos entrever a diversificação do negócio ou a busca de uma verticalização dos negócios. A participação dos fundos no PND é um exemplo destas posturas e pode ser potencializado caso a EFPP participe do processo aliado à sua patrocinadora.

Foge aos limites do trabalho avaliar de maneira global o processo de desestatização e a amplitude da participação dos fundos nele. A importante presença de alguns grupos em áreas específicas, como o Grupo GERDAU na siderurgia ou das antigas sócias das empresas petroquímicas privatizadas, deixa entrever uma relevante mudança no cenário da propriedade do capital industrial investido no Brasil (Indicadores IESP, n. 15: 9 e 10). Podemos entrever que o desdobramento do PND revelará aspectos importantes, pois muitas das empresas estatais a serem possivelmente leiloadas tiveram participação ativa no processo até aqui, como foi o caso da RFFSA e, principalmente, da CVRD. Aqueles que

adquirirem suas ações estarão recebendo uma poderosa estrutura, com interesses espalhados por um amplo espectro da economia, passando a ter uma poderosa influência sobre a mesma.

A desestatização tem na venda de empresas estatais um relevante aspecto. Mas ele não é único. Muitos serviços na área social, especialmente na de seguridade, têm nas EFPP estruturas com potencial para substituir a gestão estatal. Existe ainda um grande patrimônio da União em termos de imóveis e outros bens que poderiam ser repassados ao setor privado num processo de reestruturação do Estado e como forma de ressarcir as dívidas ou diminuir os compromissos aos quais o Estado está atrelado. As EFPP poderiam exercer um papel importante aí também, liberando o Estado para outras tarefas que se destinem à modernização da nação e ao seu desenvolvimento.

3. 3 FUNDOS DE PENSÃO COMO POTENCIAIS FONTES DE FINANCIAMENTO

Os recursos das EFPP são de fundamental importância pelo fato de serem geridos a longo prazo, podendo ser utilizados em projetos com largo prazo de maturação. Nossa "tese" é a de que eles substituiriam, de certa forma (e numa dimensão menor), o papel dos aportes externos que impulsionaram a economia brasileira nos anos 70. A primeira vantagem seria a possibilidade de poder contrair esses recursos num prazo mais dilatado, pois sua amortização poderia começar com o início das atividades às quais se destinariam, inversamente ao verificado com a experiência de endividamento vivenciada nas décadas passadas. Uma segunda vantagem está relacionada com a possibilidade de mobilizar internamente os recursos, não comprometendo o balanço de pagamentos e solidarizando a moeda na qual se dão as receitas com aquela do pagamento das despesas.

Muitos analistas consideram que as EFPP são a maior fonte de

"poupança" do país. O fato de amealharem recursos cujo montante chega a US\$ 30 bilhões em 1993, faz delas o setor com maiores possibilidades de alavancagem do crescimento econômico, levando em conta seu caráter de investidor institucional. Prosseguindo com esta linha de raciocínio, revelam o quanto é importante para o país ter um elevado investimento para atingir um estágio de crescimento econômico vigoroso e auto-sustentado. Este tipo de recurso é fornecido de maneira adequada pela previdência privada, especialmente pelas EFPP, pois elas não têm fins lucrativos e podem proporcionar ganhos maiores e/ou contribuições menores. Países com fontes de financiamento estáveis (*funding*) exibem economias sólidas, pois fornecem recursos baratos para investimentos, possibilitando o crescimento almejado.

Segundo esta ordem de argumentos, o Brasil seria um contra-exemplo, pois tentou crescer acima de sua capacidade de autofinanciamento nos anos 70, recorrendo excessivamente aos recursos externos e à "poupança forçada" via processo inflacionário. A inadequação na formulação de um padrão de financiamento pertinente esteve na raiz da crise dos anos 80.

Estas questões, tais quais se colocam, não são unânimes do ponto de vista da teoria econômica. Fundos de Pensão só podem ser considerados "poupadores" na medida em que seus recursos sejam destinados a investimentos que visem o aumento da capacidade produtiva. Aquele que detém riqueza sob a forma líquida não é necessariamente um "poupador". Esta riqueza pode ser esterilizada sob a forma de quase-moeda (liquidez financeira) num contexto de incerteza, como forma de proteção do patrimônio de determinado agente. É possível, também, transferir esta riqueza para ativos especulativos com a mesma função. Neste caso, pode haver valorização dos ativos. Mas esta valorização não possui lastro real, com a geração de riqueza na economia. Um exemplo disto são as euforias ocasionais verificadas nas bolsas de valores ou em "febres imobiliárias".

Nosso trabalho detalhou a estruturação dos ativos das EFPP em termos de desempenho e de participação relativa. Grande parte dos recursos esteve

envolvida com o financiamento da dívida pública. Títulos como OFND ou OTN compuseram a maior parte do *portfolio* dos fundos. Sua rentabilidade, especialmente no primeiro caso, foi negativa em boa parte do tempo. O mais grave, porém, é que quase toda a estrutura de ativos esteve comprometida com estes fins. As ações pertenciam a empresas que conseguiam defender seus lucros nos mercados financeiros aplicando na "ciranda financeira". Depósitos a prazo também estiveram comprometidos com estes fins com frequência. Só os investimentos em imóveis pareciam destinar-se ao aumento da riqueza econômica. Ainda assim, seriam contestáveis, devido ao excessivo comprometimento com operações de arrendamento com a mantenedora, redundando em aluguéis que não atendem a critérios de rentabilidade. Os investimentos em grandes imóveis comerciais também seriam muito especulativos (OG, 24/2/93: 19).

Existiam riscos elevados na composição destes ativos. A perda de confiança dos agentes econômicos no poder aquisitivo da moeda nacional podia detonar um processo hiperinflacionário que pulverizaria os ativos. As EFPP foram, nos anos 80, um exemplo de estrutura patrimonial detentora de portentosos recursos e que não se envolvia necessariamente com a geração de financiamentos destinados à formação bruta de capital fixo.

Os recursos captados pela previdência privada não se constituem hoje em fontes de financiamento (*funding*). Eles podem vir a sê-lo desde que integrados ao processo de investimentos produtivos, podendo vir a ser utilizados na sua estruturação financeira. Estas são, por exemplo, as propostas de Medeiros (1989) e Giambiagi (1992). O primeiro autor, vinculado à criação do Banco de Investimentos do Brasil, propõe a aquisição voluntária de títulos lastreados em ouro, que serviriam de estímulo a pólos regionais de desenvolvimento apoiados pelo Banco do Brasil e pelas autoridades regionais. A segunda proposta seria a destinação dos recursos para títulos em regime de renda fixa, com garantia do BNDES, que partilharia os ganhos com estas instituições. O ponto de ênfase seriam as atividades já existentes desta instituição, que tem vocação histórica para

integrar projetos setoriais.

Um projeto mais detalhado é o de Faveret (1992). Ele propõe que o Brasil se inspire no exemplo dos EUA, no que se refere à destinação de fundos das EFPP a *venture capital companies*, que chamaríamos de companhias de capital de risco. Países da Europa Ocidental já seguem este modelo que objetiva incentivar pequenas e médias empresas, empregando parte ponderável da força de trabalho por utilizarem, em geral, configurações de produção menos intensivas em capital. Além disto, elas têm tido uma importante função no seio da ainda incipiente "Terceira Revolução Industrial", pois muitas das modificações ora vividas foram impulsionadas por este tipo de investimento, financiado por recursos de fundos de pensão. Nos EUA, 34% dos recursos destes empreendimentos provinham dos fundos (representando menos de 1% de seu capital) e eles podem ser muito lucrativos. O índice de desempenho Dow Jones de valorização destas companhias foi de 849% entre 31/12/1972 e 30/9/1983, contra 75% das companhias de capital aberto tradicionais. Organismos como o BNDESPAR e a FINEP se adequariam à coordenação destas empreitadas. Tratam-se de investimentos que na origem partem de uma grande inovação, com riscos significativos na fase inicial, mas cuja perspectiva de retorno situa-se entre 70 e 90% ao ano, nos primeiros cinco anos. Os riscos poderiam ser compensados pelo elevado potencial de ganhos e pela adequada infra-estrutura de bolsas e agências de fomento do país.

Estes exemplos dão conta de uma forma pela qual seria possível utilizar os recursos do fundo, enquanto fator de viabilização do desenvolvimento econômico, via estímulo dos investimentos. Estes investimentos elevam a renda e geram excedentes que vão ressarcir-los. Fazem parte de um elenco de propostas que tentam viabilizar o desenvolvimento econômico e romper com os impasses do país.

Cabe ressaltar, porém, que a maior parte das experiências de vendas de papéis envolvendo correção monetária pós-fixada com prazos de vencimento

dilatados é vista com desconfiança devido às perdas com papéis como as OFND. A experiência sugere ser necessária a estabilização da economia. Num contexto instável, a emissão de títulos com a possibilidade de utilização de uma "cesta" de indexadores ou com a possibilidade de realizar conversões em ações, conforme a preferência do comprador. Esta experiência foi bem sucedida com debêntures de empresas estatais. Foi fundamental para a TELEBRÁS que, atualmente, é uma "vedete" das bolsas e tem um faturamento mais significativo em face da renda nacional. As compras maciças de debêntures da empresa pelos fundos foram uma das principais razões para este desempenho.

Outras propostas falam de utilização de recursos dos fundos para o financiamento de moradia para a classe média. Vale ressaltar que os fundos receberam múltiplos incentivos para realizar estas operações com seus segurados. Foi permitida, inclusive, a associação dos recursos do FGTS com os dos fundos para tanto. A utilização deste recurso foi modesta, devido às perdas salariais desde 1980 e à incerteza reinante. Nada leva a crer que a experiência possa ser bem sucedida, se não forem revertidas estas condições.

A maior parte dos fundos sociais de crédito para investimentos de longo prazo foi delegada ao gerenciamento do Estado, nas reformas dos anos 60 e 70. Exemplos disto seriam o FGTS, o PIS/PASEP. Os bancos comerciais, que se tornaram os líderes dos conglomerados no setor financeiro brasileiro, limitaram-se a repassar estes recursos ao tomador final, por intermédio de sua rede de agências. Os depósitos efetuados nos bancos não tinham um perfil adequado, de modo a alongar os prazos para empréstimos. Se as empresas (privadas e estatais) não obtivessem créditos derivados dos recursos das chamadas "poupanças compulsórias", deveriam estar aptas a se autofinanciarem ou captarem no mercado externo, conforme foi feito nos anos 70.

Em certa medida, as EFPP e os demais investidores institucionais também foram gerenciadores de recursos comandados pelo Estado, dado o enquadramento rigoroso. Mas, mesmo que esta realidade fosse diferente, a atuação dos fundos

não poderia ser equiparada à de um banco, pois eles não possuem a capacidade de multiplicar os depósitos. Se, porventura, seus recursos se destinarem a empréstimos para investimentos, eles serão depositados no sistema bancário, e não nos fundos, pelos tomadores.

Por outro lado, devemos refletir acerca da composição do capital das empresas brasileiras. A experiência recente tornou-as avessas ao crédito. Nossas empresas possuem, em média, 78% de capital próprio e 22% de capital de terceiros. Esta relação é inversa à japonesa. Cabe acrescentar que a estrutura japonesa pressupõe capital de risco, o que não significa um endividamento a taxas de juros elevadas. A estruturação de nossas empresas ainda não seguiu este padrão. As empresas multinacionais estão presas a estratégias de investimentos globalizadas, porém não destinam seus capitais às bolsas brasileiras, de um modo geral. Quando o fazem, destinam para si o controle das ações ordinárias das empresas. Os grupos privados nacionais também relutam em fazê-lo, pela possibilidade de perda de sua capacidade de comando sobre os desdobramentos dos negócios. Seu forte componente familiar seria colocado em xeque, devido às necessidades de acumulação inerentes aos objetivos das empresas, que nem sempre são compatíveis com decisões familiares.

O mercado de capitais brasileiro representa um forte obstáculo neste sentido. A maior parte dos negócios aí efetuados concentra-se em poucos papéis. Sua dimensão, na economia brasileira, é muito reduzida. Em períodos de fortes incertezas ou de mudanças de regras, como no caso de "pacotes", podem haver fortes alterações no volume de recursos transacionados e variações reais nos valores dos papéis negociados. O volume de recursos líquidos presentes na economia brasileira é extremamente elevado, bastando lembrar que cerca de 25% do PIB previsto para 1992 estava represado em M4. No caso brasileiro, onde a dívida pública é repactuada diariamente e a poupança popular, somada aos depósitos a prazo, tem tido uma repactuação a cada trinta dias, uma reversão de expectativas via congelamento de preços, "tabelamento" de juros ou confisco de

dinheiro pode fazer com que os preços dos ativos bursáteis oscilem acentuada e bruscamente, tendo em vista a busca de valorização destes recursos, ou ainda, a recomposição de liquidez por parte dos agentes econômicos.

Outros mercados apresentam um comportamento similar. Destacamos os mercados de automóveis, novos e usados, de metais preciosos, de divisas ou *commodities*, especialmente o gado bovino. Em conjunturas de juros elevados estes mercados se retraem, pois as possibilidades de ganhos com a troca de ativos em carteira são acentuadas, tornando-os menos atraentes, tendo em vista sua menor liquidez e riscos menores de perdas de capital.

Esta situação revela um paralelo com as considerações de Lessa e Dain (1983) sobre a especulação imobiliária. Os autores mostram que os excedentes de capital buscam a valorização em ativos como os imóveis, que têm seus ativos valorizados graças à especulação imobiliária, que é centrada na intervenção dos projetos coordenados pelo Estado. O Estado, mediante políticas de estímulo a construções, valoriza áreas ou imóveis, facultando ganhos com a geração de condições propícias à elevação de preços.

Nos países centrais, os mercados financeiros realizam a função de valorização dos recursos líquidos da economia. Os mercados de capitais são de grande porte e fazem a mediação entre a área financeira e o setor real da economia. A experiência brasileira dos anos 80 mostra as constantes transmutações entre a posse de ativos, como forma de buscar a valorização de recursos que não encontram frentes de valorização em investimentos produtivos, dadas a conjuntura recessiva e as profundas incertezas enfrentadas ao longo destes anos.

A experiência dos fundos de pensão brasileiros é reveladora destas questões. As transmutações do patrimônio das EFPP são exemplos inequívocos deste tipo de cultura dos investidores. Os investimentos em ações ocorrem devido à obrigatoriedade dos mesmos. Os profissionais das bolsas parecem ser os maiores fiscais do enquadramento das ações af aplicadas, como foi o caso de

1982/3, onde o volume caiu de modo drástico e houve pressão para que as autoridades obrigassem a adequação às normas. Este foi, inclusive, um dos principais fatores explicativos da recuperação das bolsas neste último ano. Em anos de alta os recursos dirigiam-se às bolsas e estes recursos auxiliavam na retomada dos preços. Em contrapartida, nos períodos de baixa, não ocorriam novas entradas, mas também não parecia ocorrer a saída líquida de recursos já aplicados. Este era, sem dúvida, um elemento estabilizador. Resta saber se isto se devia ao comportamento supostamente maximizante dos ganhos por parte deste tipo de agente, ou das exigências de aplicações mínimas em ações por parte do Banco Central. Muitos analistas observam que, em determinados períodos, o percentual dos fundos aplicado em ações esteve abaixo dos patamares mínimos. Excetuando-se o caso de 1982/83, onde havia pouca inclinação voluntária para se aplicar, nos demais anos as oscilações são correlatas, nos anos de baixa, às variações verificadas no próprio estoque de ações em bolsas.

Isto é importante para o debate sobre a auto-regulamentação dos fundos proposta atualmente. Pode-se argumentar que o fato de atuar a longo prazo confere fôlego suficiente aos fundos para resistir às tentações de um comportamento semelhante àquele vivenciado no "crash brasileiro" de 1971. Mas as fortes oscilações também fazem temer pelo inverso.

Uma exceção importante tem sido o processo de privatização de empresas estatais. As EFPP têm tido um papel ativo na aquisição das ações e têm sido um elemento de viabilização do próprio processo. Frequentemente elas agem em consonância com a empresa que está sendo privatizada, no caso da mesma possuir seu próprio fundo. Mesmo quando isto não ocorre, outros fundos agem de modo decisivo. Eles têm sido um importante instrumento auxiliar do que poderia ser a incipiente conglomeração de nossa economia. Cabe perguntar se este é um processo de cartelização clássico ou uma nova frente de valorização de recursos financeiros.¹⁴

¹⁴ Nosso trabalho se alinha com as preocupações externadas por Almeida & Novais (1991), Braga (1992) e Costa (1993 c).

O que podemos dizer, ao final desta argumentação, é que os fundos de pensão agem de maneira a respeitar as condições de valorização do capital inerentes ao espaço econômico nacional. Embora tenham considerável peso, não representam uma modificação importante na forma de atuar, enquanto frente de valorização do capital, num contexto defensivo-especulativo. As discrepâncias existentes parecem dever-se mais à legislação à qual se submetem, do que a uma forma diferenciada de gestão ou de atuação frente ao mercado de capitais. É inequívoco, porém, que significam um poderoso estímulo ao mesmo, pois esse mercado cresce mesmo num período recessivo como o dos anos 80. Mas o rompimento dos impasses e a criação de estímulos que façam a economia reencontrar a rota do crescimento sustentado e do desenvolvimento econômico não podem ser resolvidos unicamente na órbita dos mercados de capitais. Não serão os fundos de pensão que romperão estas limitações. Eles podem, com certeza, oferecer uma alternativa institucional estável, para que parte das limitações de ordem financeira possam ser transpostas. Os fundos de pensão, se pensarmos em termos de "postulados schumpeterianos", não logram realizar o papel do "empresário" e sim o do "capitalista", pois sua função é a de fornecer capitais a novos empreendimentos. Eles não sabem combinar os elementos existentes para a realização de inovações, mas dispõem de recursos que precisam ser valorizados e necessitam do dinamismo inerente à capacidade empresarial.

4 CONCLUSÃO

Os fundos de pensão são, atualmente, um dos maiores investidores do mercado de capitais. Eles são um segmento institucional significativo nas bolsas, nos imóveis comerciais, nos depósitos a prazo e na posse de títulos da dívida pública.

Seu desempenho parece satisfatório, pois logrou obter boa rentabilidade ao longo do período 1980/1992. Ele não foi melhor devido à pesada intervenção da política econômica, que forçou a aquisição de títulos públicos de baixa rentabilidade. Isto tem se modificado no período recente.

O impacto dos fundos nos mercados de capitais é grande. Não está claro se eles são um elemento estabilizador desses mercados. A obrigatoriedade de detenção de um patamar mínimo de investimentos em certos segmentos, como o de ações, parece decisivo à estabilidade. A intervenção estatal e a regulamentação é que parecem ser o elemento estabilizador. Os fundos parecem atuar como os demais agentes econômicos, preferindo confiar na opinião média e acertar ou errar com esta, não logrando melhores previsões do que outros segmentos. A postura maximizadora de longo prazo é discutível à medida que suas aplicações buscam concentrar-se em períodos mais curtos (exceto para imóveis), o que é semelhante ao comportamento geral.

Em nível de impactos nas empresas mantenedoras, verificamos uma importante atuação. As EFPP são o braço securitário das patrocinadoras e são um importante veículo para o fornecimento de benefícios. Mais além, elas são a principal ferramenta de recursos humanos destas empresas. Atualmente, elas têm sido um essencial aliado financeiro para a atuação no mercado de capitais, no sentido de alavancar recursos para as empresas. Aplicam montantes elevados que, em associação aos das empresas, logram melhor remuneração. Muitos fundos, inclusive, têm sido um poderoso aliado de suas empresas mantenedoras no processo de desestatização, ora em curso. As ações por eles adquiridas, somadas

às da empresa e aos consórcios nos quais se incluem, permitem uma ingerência estratégica decisiva nos rumos da empresa privatizada, facultando, por exemplo, a criação de um mercado cativo para seus produtos.

Os fundos não são uma forma de "socializar a economia". As participações dos fundos em empresas não resultam numa ingerência em sua gestão, pois o comando estratégico das decisões pertence ao quadro gerencial. Sua lógica de atuação é idêntica àquela do capitalismo, no sentido de acumular o máximo possível em certas circunstâncias.

Os fundos empresariais em regime de capitalização das contribuições previdenciárias têm revelado, em todo mundo, uma crescente importância. O Brasil ainda revela um quadro modesto em face desta experiência. O espaço de sua atuação parece tender a crescer em todo o mundo, pois as contribuições depositadas não são função da relação ativos/aposentados, como no regime orçamentário. As perspectivas demográficas divulgadas mostram que as taxas de crescimento declinantes da PEA e o aumento crescente do número de aposentados tornam os custos previdenciários cada vez mais onerosos, face àqueles que poderiam ser dispendidos em um regime de capitalização, onde as contribuições buscariam a valorização no sistema econômico. O desempenho internacional dos fundos e as condições institucionais nas quais se baseiam parecem um indicador seguro do sucesso em aliar a previdência aos desígnios de crescimento da economia. Mas a correlação será positiva enquanto ingressarem novos recursos no sistema. É neste período que se dará o elo entre a previdência em regime de capitalização e o crescimento econômico.

Um risco elevado, porém, tem sido a crescente destinação de recursos para ativos, que participam do que se convencionou chamar de "financeirização", com o descolamento da base de lastro que os alia ao setor produtivo e à riqueza das nações. No que se refere ao Brasil, apesar das EFPP serem incipientes, elas já revelam um potencial de substituição parcial da previdência em regime orçamentário elevado. Seu desempenho adequado e as condições institucionais

mais equilibradas, quando comparadas àquelas da seguridade social estatal, tornam-nas um relevante elemento para reflexões sobre a reforma da previdência. Elas podem ser menos onerosas, respeitando os imperativos atuariais. No Brasil, também, já se coloca o problema do envelhecimento demográfico da população.

Mas as possibilidades de uma previdência empresarial generalizada são incertas. A maioria das empresas é de pequeno porte e não têm condições técnicas de gerir ou contratar um serviço para administrar os recursos recolhidos. Esta parece ser uma constatação internacional. Mas existe o exemplo alemão onde mecanismos contábeis atrelam estes fundos aos passivos das empresas. Além de funcionarem de modo simples e com incentivo fiscal explícito (sendo uma dedução das receitas), eles são um fundo adicional à capitalização das empresas. Outras modalidades, como fundos sindicais ou abertos poderiam ser adequados, desde que merecessem uma regulamentação competente. Os fundos empresariais, porém, são o instrumento mais adequado aos fins previdenciários, no setor privado, devido à possibilidade de utilizar o regime financeiro de benefício definido, que relaciona a empresa aos compromissos atuariais do fundo, garantindo um ganho determinado ao trabalhador.

Não se deve, porém, desprezar as potencialidades dos regimes de contribuição definida ou mista. Como eles não precisam atrelar o passivo de empresas aos compromissos previdenciários dos fundos, afastam o perigo de criar embaraços futuros às empresas devido a problemas de instabilidade econômica em um longo período de contribuições como é aquele que caracteriza a previdência privada, podendo tornar-se um meio de expandir o sistema de previdência privada. No caso das EFPP patrocinadas pelo setor público, por exemplo, não haveria riscos de comprometer o passivo das mantenedoras, gerando uma pressão adicional pelo aumento de tarifas ou, eventualmente, exigindo o repasse de recursos do Tesouro Nacional para honrar os compromissos contratuais.

É necessário enfatizar a urgência da modificação da ação do Estado perante os fundos. Eles têm objetivos previdenciários e imperativos atuariais. Sua

meta é proporcionar proventos aos trabalhadores quando do declínio de sua capacidade laboral. Trata-se de uma conquista inalienável. A crescente participação direta das empresas nos benefícios securitários é a garantia de consolidação desses direitos e de sua funcionalidade aos imperativos econômico-empresariais. Isto não será possível se o Estado encarar os fundos como uma reserva de recursos para sanear suas dívidas. Não sugerimos o fim da ação do Estado perante a previdência privada. É preciso cogitar, porém, de atuar de maneira diferenciada da descrita anteriormente. O *portfolio* não pode ser alterado conforme os "humores" momentâneos. Uma ação envolvendo os desembolsos periódicos seria mais adequada neste sentido, pois são eles que se destinam aos compromissos de longo prazo. Outra possibilidade seria a auto-regulamentação que daria maior liberdade à composição da carteira de investimentos, mas garantiria a punição, a ser executada pelo Estado, das EFPP que tivessem um desempenho muito inferior ao da média do sistema, ou dos investidores institucionais em geral. Um desempenho muito favorável poderia, também, aferir um comportamento demasiadamente especulativo, que seria coibido mediante punições institucionais já aplicadas por instituições, como a CVM, ou com a imposição de mecanismos tributários que as desestimulassem.

É fundamental, porém, iniciar, com a máxima urgência, o debate sobre o papel da previdência privada na reforma global da seguridade. A experiência internacional mostra que a divisão das incumbências para cada agente no espectro previdenciário é arbitrada pelo Estado e é cada vez menor sua capacidade de satisfazer integralmente a complexidade das necessidades previdenciárias da sociedade. Só o Estado poderá garantir o crescimento sustentado da seguridade privada.

Parece alentadora a aliança dos recursos previdenciários àqueles destinados ao financiamento de longo prazo, que facultam o crescimento econômico sustentável. A experiência de mobilização de recursos tem sido bem sucedida. É preciso solidarizar, porém, estes recursos com o crescimento da

riqueza produzida, fugindo à especulação. Esta parece ser uma maneira de unir várias das facções em conflito na economia brasileira, com distribuição de benefícios equitativa. Resta à sociedade debater de forma madura sobre o novo papel dos fundos de pensão na economia brasileira. Mas isto será logrado mais facilmente com a recuperação da capacidade de articulação democrática e da fiscalização do Estado, tornando as vantagens dos fundos acessíveis a todos. Ele deveria ser o árbitro e o fiador deste "acordo social", como aliás o foi em todos os países bem sucedidos.

Abstract

This monograph focus the brazilian experience in private pensions funds, especially the closed ones. It describes their participation in the local economy and in its financial markets, with particular emphasis in the regulation Central Bank exerts on portfolios composition. This first approach is an essential step to understanding the financial performance of these funds. Finally, the study analyzes the possible economic and social relationships between those funds and their sponsor companies as well as the feasibility of using these assets for Brazilian economic development.

QUADRO 1 - Principais Alterações da Distribuição dos Investimentos das EFPP

Datas Resolução nº	23/2/78	24/3/78	11/1/78	12/3/78	05/6/78	11/8/78	30/7/78	23/6/78	27/6/78	23/12/78
	460	729	794	964	1025	1148	1362	1612	1721	2038
Títulos da Dívida Federal	100%	30% ⁽¹⁾	20% ⁽¹⁾	35% ⁽¹⁾	20% ⁽¹⁾	30% ⁽¹⁾	30% ⁽¹⁾	25% ⁽¹⁾	N.A.	35% ⁽²⁾
Títulos da Dívida Estadual	N.A.		10% ⁽¹⁾	10% ⁽¹⁾	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Títulos de Empresas + Organismos Estaduais	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	30% ⁽¹⁾	30% ⁽¹⁾	30% ⁽¹⁾	25% ⁽¹⁾	N.A.
Ações e Debêntures (6)	20% ⁽¹⁾	25% ⁽¹⁾								
Imóveis Crédito a Participantes	nº40	nº40	nº40	nº35	nº35	nº10	nº20	nº20	nº20	nº20
						nº7	nº17(7)	nº17(7)	nº17(7)	nº17(7)

Fontes: Consolidação de Legislação e Normas-ABRAPP-Gazeta Mercantil.

Notas:

- (1) Somente para EFPP mantidas pelo setor privado.
- (2) Notas do Tesouro Nacional (NTN-R) com correção cambial. Para EFPP do setor privado, mínimo de 10%.
- (3) Investimentos em Obrigação do Fundo Nacional de Desenvolvimento obrigatórios somente para EFPP do setor público.
- (4) Vide nota anterior. Mínimo de 25% em OFND, podendo ser compostas com um máximo de 10% em debêntures de empresas estatais. Somar um mínimo de 5% em Letras Hipotecárias da Caixas Econômicas Federal e Estaduais.
- (5) Composição obrigatória com Certificados de Privatização. Para as EFPP mantidas pelo setor privado, mínimo de 10%.
- (6) Investimentos mínimos de 75% em empresas privadas de capital nacional. Total máximo por título de 5% sobre o patrimônio total.
- (7) Máximo de 7% de crédito a participantes, podendo chegar a 17% em caso de empréstimos para fins de aquisição de imóvel próprio.

TABELA 1- PATRIMONIO E RECURSOS PREVIDENCIARIOS DAS EFPP
valores em US\$ milhoes

ano	patrim	rec a	desp b	a-b
80	1469	916	277	639
81	2157	1178	364	813
82	3211	1513	469	1043
83	3749	1059	378	681
84	4008	972	374	597
85	5728	1118	422	696
86	6084	1458	598	859
87	7670	1831	799	1031
88	10484	2611	892	1718
89	14836	4117	1604	2512
90	12120	4427	2014	2413
91	17987	4032	1773	2258
92	21088	3750	1650	2100
93	29981	3800	1700	2100

FONTES: BACEN/ABRAPP

TABELA 2- PATROCINIO DAS EFPP (valores em US\$ milhoes)

tipo	PUB	FED	P	ESTAD	NACION	MULTIN	TOTAL
QDE. EFPP	41			69	72	84	266
CONTRIB EMPRESA	67.4%			68.9%	73.0%	73.4%	N.A
PATRIMONIO US\$	13922			4114	2022	1908	21966
EM PERCENTUAIS	63.4%			18.7%	9.2%	8.7%	100.0%
QTDE MATENED	158			169	468	319	1114
EM PERCENTUAIS	14.2%			15.2%	42.0%	28.6%	100.0%

FONTE: ABRAPP- Dados para 30/11/92

TABELA 3- DISTRIBUICAO PERCENTUAL DOS INVESTIMENTOS DAS EFPP

DISCRIM.	Tit.publ	Acoes	Renda F.	Imoveis	Emprest.	Outros	Total
1980	32.5	21.2	17.8	11.6	8.6	8.3	100.0
1981	30.4	13.2	28.8	18.7	7.7	1.2	100.0
1982	35.0	9.2	26.6	18.7	9.2	1.3	100.0
1983	31.3	17.3	23.6	14.7	10.8	2.3	100.0
1984	38.6	24.6	10.6	12.9	8.9	4.4	100.0
1985	38.3	38.8	5.7	10.1	6.0	1.1	100.0
1986	29.8	33.1	15.1	13.5	7.0	1.5	100.0
1987	38.2	18.4	16.9	16.2	8.8	1.5	100.0
1988	31.1	30.5	13.9	14.3	4.1	6.1	100.0
1989	29.0	35.9	10.2	15.3	3.9	5.7	100.0
1990	25.5	15.3	10.8	22.3	4.6	21.5	100.0
1991	12.6	31.8	14.8	21.2	5.1	14.5	100.0
1992	5.7	29.0	17.6	22.4	6.1	19.1	100.0
1993	4.8	37.5	15.7	17.4	4.6	19.5	100.0
MED	27.3	25.4	16.3	16.4	6.8	7.7	100.0

FONTES: BACEN-ABRAPP

Outros inclui fundos de investimento e "moedas podres".

TABELA 4- INVESTIMENTOS DAS EFPP PUBLICAS X PRIVADAS (EM %)

	86	87	88	90	91
PUBLICAS/PRIVAD:	pu	pr	pu	pr	pu
OFND	5%	0%	14%	0%	0
OUTROS TITS PUB:	15%	23%	10%	28%	17
ACOES E DEBENT	34%	26%	31%	31%	20
DEPOS. PRAZO	13%	16%	10%	9%	6
CRED A PARTICIP:	7%	2%	4%	1%	6
IMOVEIS	12%	19%	13%	17%	18
DEMAIS APLIC.	3%	6%	6%	2%	19

FONTES: CONSOLIDADOS ESTATISTICOS ABRAPP E BANCO CENTRAL DO BRASIL
 Dados nao desagregados para 1989- os percentuais sao aproximados

TABELA 5- PARTICIPACAO DAS EFPP NOS MERCADOS (em

ANO	ACAO	DIV.PUB	DEP.PRAZ	CRED.PRIV	IMOV.COM
80	3.4	5.0	2.7	0.5	ND
81	2.2	3.9	5.1	0.7	18.3
82	4.0	5.8	6.4	1.4	12.4
83	5.0	12.1	9.1	3.2	54.1
84	4.5	9.3	3.5	2.6	41.8
85	6.5	8.9	2.3	2.3	92.2
86	7.0	7.5	4.7	1.5	56.4
87	8.3	9.2	9.8	3.8	76.5
88	10.3	7.8	11.0	2.9	31.0
89	12.2	6.9	11.6	9.8	57.1
90	10.0	23.8	8.9	10.8	46.7
91	11.9	19.6	12.8	19.0	90.9
92	13.5	3.5	10.5	ND	ND
93	12.4	3.3	12.9	ND	ND

FONTE: ABRAPP/BACEN/IESP/BOVESPA/R. ELLIS CONSULT

TABELA 6- QUADRO ATUARIAL DAS EFPP
 PERCENTUAIS SOBRE O PATRIMONIO TOTAL DAS EFPP

ANO	DEFICIT TECNICO 1	RESER MATEMAT A CONSTITUIR 2	DEFICIT TOTAL (1+2)
82	ND	ND	35.94%
83	ND	ND	24.24%
84	ND	ND	23.35%
85	0.76%	13.02%	13.79%
86	0.71%	15.12%	15.83%
87	6.47%	38.43%	44.89%
88	5.41%	40.90%	46.31%

FONTE: BOLETINS DAS EFPP- BACEN (varios numeros)

TABELA 7: CRESCIMENTO PATRIMONIAL EFPP/ EMPRESAS MANTENED

EMPRESA	EFPP/MANTENED :		crescime		a/b
	83	91 :	EFPP a	MANT b	
B Brasil :	16%	90% :	22%	-3%	27%
Petrobrás:	8%	11% :	21%	18%	11%
RFFSA :	4%	5% :	14%	12%	11%
Telebrás :	4%	7% :	26%	21%	12%
CVRD :	3%	9% :	35%	20%	19%
COSIPA :	8%	20% :	19%	11%	17%
Furnas :	6%	4% :	24%	30%	6%
Light :	8%	4% :	15%	24%	5%
Cemig :	9%	6% :	20%	25%	7%
Banrisul :	38%	55% :	18%	14%	12%
Usiminas :	11%	18% :	18%	13%	13%
Embratel :	5%	5% :	21%	21%	9%
Eletrosul:	6%	2% :	15%	27%	4%
CHESF :	3%	1% :	23%	32%	5%
Sadia :	27%	35% :	23%	20%	11%
Banorte :	25%	31% :	16%	14%	10%
Duratex :	9%	6% :	18%	23%	6%
Shell :	1%	2% :	23%	21%	10%
GERAL :	8%	12% :	22%	17%	12%

FONTES: ABRAPP/CONJUNTURA ECONOMICA

Tab.8.- PARTICIPAÇÃO DAS EFPP NO PND (em %)

mant/compra	CELMA	MAFERSA	USIMINAS	COPEL	COPELUS	PETROFLEX	ACESITA
EMBRATEL	5.97						
RFFSA	90.00			15.00			15.00
B. BRASIL				7.66			
BANERJ						1.89	1.20
PETROBRAS			2.69			14.95	2.23
TELEBRAS							9.16
AERUS				1.10		1.37	
CEF						2.74	
CREDIREAL			2.79				
CORREIOS				14.70a			1.00
EMPR EST	3.00	10.00		10.00	38.00b		
empregados					10.00	10.00	12.00

FONTES: ABRAPP/INDICADORES IESP (vários nos).
 legendas EMPRESAS ESTATAIS a=CVRD b= consórcio PPA (integrada por POLEOLEFINAS antes de ser leiloadas no PND)

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, J. S. G. & NOVAIS, L. F. (1989) Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais. Relatório de Pesquisa IESP/FUNDAP n. 3.
- BRAGA, José C. S. (1992) A financeirização da riqueza (a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais). Texto para Discussão IESP/FUNDAP, n. 5.
- CARNEIRO, F. G. (1993) Fundos de pensão: a fonte que resta. In: Conjuntura Econômica, mar.
- CARVALHO, N. T. P. (1993) Da inconstitucionalidade do controle prévio das reservas dos fundos de pensão pelo CMN. In: Anais ABRAPP.
- COSTA, F. N. da (1992) Além da hiper-estagflação. Estudos Especiais CECON n. 4, IE/UNICAMP.
- FAVERET, M. (1992) Fundos de pensão e capital de risco. ABRAPP.
- GIAMBIAGI, F. Os fundos de pensão e o financiamento do investimento. Folha de São Paulo, 11/8/1992.
- LEAL, J. A. A. & FREUNDT, B. (1992) Imóveis - investimentos no Brasil e no exterior. Estudo Setorial Suma Economica, Rio de Janeiro.
- LESSA, C. & DAIN, S. (1982) Capitalismo associado: algumas referências para o tema Estado e Desenvolvimento. In: Desenvolvimento Capitalista no Brasil, Belluzzo & Coutinho (org.), Brasiliense, 2ª ed.
- MATIJASCIC, M. (1993) Fundos de pensão brasileiros: parafinanciamento. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia/UNICAMP.
- MEDEIROS, C. M. de (1989) Conjuntura Econômica. In: Anais ABRAPP.
- OLIVEIRA, F. E. B. & BELTRÃO, K. I. (1993) Mercado potencial das entidades de previdência privada. ABRAPP, mimeo.

OLIVEIRA, F. E. B. *et al.* (1992) Cenários da previdência social e reflexos para os fundos de pensão. Relatório de Pesquisa EPGE/FGV, ABRAPP, São Paulo.

OLIVEIRA, F. E. B.; BELTRÃO, K. I. FRISCHTAK, R. M. (1992) Impactos de algumas mudanças na previdência social oficial sobre as EFPP. ABRAPP, São Paulo.

VENTURA, L. C. (1993) A nova postura dos fundos de pensão como acionistas institucionais e a gestão de suas participações acionárias permanentes. In: Anais ABRAPP.

TEXTO PARA DISCUSSÃO. IE/UNICAMP

Fazem parte desta Série:

- n.1 COUTINHO, Maurício. **Marx - reprodução do capital.** jul./91. (esgotado).
- n.2 COSTA, Fernando Nogueira da. **A formação da taxa de juros no Brasil.** set./91.(esgotado).
- n.3 SERRA, José & AFONSO, José Roberto R. **As finanças públicas municipais: trajetórias e mitos.** out./91. (esgotado).
- n.4 COSTA, Fernando Nogueira da. **Política de câmbio e juros vs. dolarização programada e Banco Central independente.** jan./92. (esgotado).
- n.5 SUZIGAN, Wilson. **A indústria brasileira após uma década de estagnação: questões para política industrial.** fev./92. 2a. ed. (esgotado).
- n.6 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Mudança técnica e concorrência: um arcabouço evolucionista.** abr./92.
- n.7 POSSAS, Maria Sílvia. **Aprendendo com os clássicos: notas sobre valor e capitalismo.** abr./92.
- n.8 KAGEYAMA, Angela Antonia. **O emprego agrícola em 1985: análise preliminar.** maio/92.
- n.9 POSSAS, Mario Luiz. **Concorrência, inovação e complexos industriais: algumas questões conceituais.** jun./92. (esgotado).
- n.10 MACHADO, João Bosco Mesquita & ARAÚJO JR., José Tavares de. **Impacto das políticas comercial e cambial sobre o padrão de comércio internacional dos países da ALADI: o caso do Brasil.** jul./92. (esgotado).
- n.11 COSTA, Fernando Nogueira da. **(Im)Propriedades da Moeda.** out./92.
- n.12 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. **Ajustamento estrutural e orientação exportadora: sobre as lições da Coréia do Sul e do México.** out./92. (esgotado).
- n.13 SUZIGAN, Wilson. **Política comercial e perspectivas da indústria brasileira.** dez./92. (esgotado).

- n.14 SOTO B., Fernando. Da indústria do papel ao complexo florestal no Brasil: o caminho do corporativismo tradicional ao neocorporativismo. jan./93. (esgotado).
- n.15 BAPTISTA, Margarida; FAJNZYLBER, Pablo; PONDÉ, João Luiz. Os impactos da nova política industrial nas estratégias competitivas das empresas líderes da indústria brasileira de informática: a falsa "modernidade" e os limites da competitividade internacional. jan./93. (esgotado).
- n.16 NEGRI, Barjas. Urbanização e demanda de recursos hídricos na Bacia do Rio Piracicaba no Estado de São Paulo. mar./93.
- n.17 POSSAS, Mario Luiz. O conceito de concorrência em Marshall: uma perspectiva schumpeteriana. abr./93. (esgotado).
- n.18 COUTINHO, Mauricio Chalfin. Marx e os preços de produção. abr./93.
- n.19 COSTA, Fernando Nogueira da. Inovações financeiras e política monetária. abr./93.
- n.20 LEAL, João Paulo Garcia. Evolução do comércio exterior sul-coreano de manufaturas segundo suas vantagens comparativas reveladas: 1981-1988. maio/93.
- n.21 OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. A desordem fiscal e os caminhos para uma nova reforma do sistema tributário. maio/93.
- n.22 MACEDO E SILVA, Antonio Carlos. Keynes's economics and the search for a new economic theory: the "equilibrium trap". jun./93.
- n.23 NEGRI, Barjas. A desconcentração da indústria paulista nos últimos vinte anos (1970-1990). jul./93.
- n.24 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. jul./93.
- n.25 DEQUECH FILHO, David. Salários e absorção de mão-de-obra no Brasil: um exame a partir das regiões metropolitanas. jul./93.
- n.26 LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. Crise de financiamento dos governos estaduais (1980/1988). ago./93.
- n.27 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. Investimento direto externo e reestruturação industrial. ago./93.

- n.28 SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. *Technological change and late industrialization: lessons from a post keynesian evolutionary approach*. set./93.
- n. 29 DEDECCA, Cláudio Salvadori e MONTAGNER, Paula. *Flexibilidade produtiva e das relações de trabalho. Considerações sobre o caso brasileiro*. out./93.
- n. 30 LIMA, Gilberto Tadeu. *Taxonomy of production economies and monetary determination of effective demand: a puzzle in Keynes' economics*. out./93.
- n. 31 BIASOTO JUNIOR, Geraldo. *Tributação: princípios, evolução e tendências recentes*. nov./93.
- n. 32 CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. *Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra*. nov./93.
- n. 33 SUZIGAN, Wilson & SZMRECSÁNYI, Tamás. *Os investimentos estrangeiros no início da industrialização do Brasil*. jan./94.
- n. 34 REYDON, Bastiaan Philip. *A especulação com terras agrícolas: uma interpretação a partir de um referencial teórico pós-keynesiano*. jan./94.
- n. 35 BELIK, Walter. *Um estudo sobre o financiamento da política agroindustrial no Brasil (1965-87)*. abr./94.
- n. 36 HIGACHI, Hermes Yukio. *Estratégias das empresas líderes na indústria brasileira do papel*. maio/94.
- n. 37 COUTINHO, Mauricio Chalfin. *Marx e a economia política clássica: trabalho e propriedade*. maio/94.
- n. 38 PONDÉ, João Luiz S. P. de Souza. *Coordenação, custos de transação e inovações institucionais*. jul./94.
- n. 39 CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. jul./94.