

O papel macroeconômico dos fundos de pensão

Andréa da Rocha Bastos¹

“Quando a capacidade criativa do homem se volta para a descoberta de suas potencialidades, e ele se empenha em enriquecer o universo que o gerou, produz-se o que chamamos **desenvolvimento**. Este somente se efetiva quando a acumulação conduz à criação de valores que se difundem na coletividade. A ciência do desenvolvimento se preocupa com dois processos de criatividade. O primeiro diz respeito à técnica, ao empenho do homem de dotar-se de instrumentos, de aumentar sua capacidade de ação. O segundo refere-se ao significado de sua atividade, aos valores com que o homem enriquece seu patrimônio existencial.”

Celso Furtado²

O texto acima esclarece com grande eloquência o conceito de desenvolvimento. No tocante ao crescimento econômico temos que embora não seja condição suficiente para o desenvolvimento, é entretanto, condição necessária para este. Em outras palavras, nenhum país conseguirá desenvolver-se sem deparar-se com um processo de crescimento sustentado.

Atualmente, o cenário que vislumbramos na economia brasileira é o de uma estabilização econômica muito bem sucedida, porém com altos custos recessivos para o país com efeitos negativos sobre o nível de crescimento. Neste sentido, os economistas são quase unânimes em ressaltar a importância de uma retomada do crescimento no Brasil.

E, como mola mestra do crescimento, o investimento deverá necessariamente ser ampliado, uma vez que tem se situado em patamares bem abaixo dos desejados. Embora a poupança externa possa aportar significativa contribuição ao aumento da taxa de crescimento da economia,

(1) Graduanda – 4º ano. (UNICAMP. Instituto de Economia).

(2) Cf. Furtado (1998: 47).

existem limites ditados pelo Balanço de Pagamento, pela forma de aplicação dos recursos e pelos desequilíbrios da economia brasileira.

Dessa forma um dos principais fatores de sustentabilidade do crescimento de uma economia é a geração de um volume mínimo de *funding* de forma continuada. Este *funding* viabiliza os investimentos que são canalizados ao setor produtivo por meio do sistema financeiro.

Neste campo, destacam-se os investidores institucionais, agrupados em fundos mútuos de investimento, seguradoras e Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPP's). Estas EFPP's, também conhecidas com fundos de pensão, são instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores que, com o objetivo de valorizar seus patrimônios, aplicam suas reservas em vários ativos, respeitando os limites legais estabelecidos por Resoluções do Banco Central. Pelas magnitudes da somas administradas por estas entidades e pelo perfil de longo prazo de seus compromissos, estes fundos podem se transformar em um dos maiores instrumentos de capitalização para os próximos anos.

Historicamente, os países da América Latina não têm obtido antecedentes favoráveis no que diz respeito a fontes de financiamento; vale observar as décadas de 50 e 60 quando recorreram a fontes inflacionárias (déficit fiscal, *seignorage*) para financiar seus programas de investimento. Nos anos 70 iniciou-se um intenso ciclo de endividamento que desembocou na “crise da dívida” da década de 80; nesta a também severa crise cambial, que teve seus efeitos majorados a partir da moratória mexicana, serviu para desestruturar os já precários sistemas de *funding* e financiamentos (Coutinho, 1997).

Entretanto, no início dos anos 90 a região assistiu a uma intensa entrada de capitais externos. Isto se deu na medida em que um contexto favorável estava ocorrendo: juros muito baixos nos países desenvolvidos; a possibilidade de se obterem ganhos de capital com as privatizações ou de lucrar com os atrativos *spreads* oferecidos em aplicações em renda fixa. Esta estratégia do governo de desenvolver fatores de atração de capital foi tomada

visando ao financiamento de déficit substanciais em conta corrente pois o plano de estabilização previa uma sobrevalorização da taxa de câmbio.

Esta entrada maciça de capitais, ainda que de curto prazo, pareceu ser uma saída conveniente de financiamento, dispensando qualquer esforço para se desenvolver fontes internas de crédito, especialmente de longo prazo. O que coloca tais países em uma situação de dependência de capitais externos para seu desenvolvimento.

Embora não se possa afirmar categoricamente que o desenvolvimento de sistemas de previdência funcionando em regime de capitalização tenha influência direta sobre a formação de poupança nacional (uma vez que podem-se encontrar países onde os fundos de pensão altamente desenvolvidos convivem com baixas taxas de poupança, como é o caso dos Estados Unidos e Reino Unido), é importante dizer que as EFPP's ganham uma imensurável relevância por possuírem, ao contrário das demais poupanças domésticas, um caráter de longo prazo, ou seja, os fundos de pensão aparecem como uma das principais fontes de *funding* de longo prazo, isto é, fontes internas de financiamento tão necessárias a um desenvolvimento sustentado, prestando-se ao financiamento de investimentos de longa maturação, importantíssimos para a ampliação da base produtiva do país.

Fundos de pensão e desenvolvimento de mercado de capitais

Nos anos 70, o financiamento das economias era garantido principalmente pelos bancos comerciais. Estes bancos, situados em boa parte no Euromercado, captavam recursos de depósitos a vista de agentes superavitários e emprestavam estes recursos (dado um certo multiplicador bancário e uma alta alavancagem financeira) a agentes deficitários. Os problemas com este sistema passam a surgir quando a política monetária contracionista de Volcker se fazem sentir pelo resto do mundo gerando inadimplência entre os devedores, que se tornaram insolventes em função das altas taxas de juros atribuídas a seus passivos (taxas flutuantes). Este fato

fez com que os bancos do Euromercado – que eram altamente alavancados (pois não se submetiam a regulação de um Banco Central), e portanto, mais frágeis financeiramente – tivessem dificuldades para compatibilizar ativos e passivos. Esta situação foi agravada pela crise de confiança que se instaurou, a qual impedia que novos depósitos fossem realizados. A crise bancária no início da década de 80 em muito fragilizou o sistema bancário colaborando, portanto, para que outras formas de financiamento e geração de liquidez pudessem conquistar espaço. Neste sentido, ganhou extrema importância o financiamento via mercado de capitais, que apresentou-se como uma forma menos custosa e de menor risco (risco de juros).

Neste cenário, os investidores institucionais aparecem como grandes atores, pois mediante suas ações é que se dará a captação de recursos; estes serão os agentes superavitários que por meio do mercado de capitais financiarão o investimento. Vale dizer, portanto, que a expansão dos fundos de pensão traria impactos econômicos importantes, uma vez que alavanca o desenvolvimento do mercado de capitais.

Segundo Blake (1995) as características desejáveis de um mercado de capitais são quatro: liquidez, uma justa valoração das *securities*, uma regulação apropriada e inovação. Liquidez significa um grande volume de ações transacionadas regularmente, de modo que os investidores acreditem que podem liquidar rapidamente suas posições. A regulação é crucial na medida em que protege os investidores de fraudes e garante a confiabilidade das demonstrações financeiras das empresas. E, finalmente a inovação reflete-se num mercado capaz de atender às necessidades emergentes dos investidores em tempo hábil. O volume de ativos nas mãos destes grandes investidores institucionais lhes dota de uma singular capacidade de pressionar o mercado em direção a esses parâmetros que apresentam-se como essenciais para o pleno desenvolvimento do mercado de capitais. Blake argumenta ainda, que os investidores institucionais estimulam o desenvolvimento de serviços especializados de intermediação financeira (*off-balance sheet*, tais como novos lançamentos, corretagem e pesquisa), elevando o montante de informações disponíveis. Além disto, a exigência básica dos fundos de pensão é a liquidez (dada a necessidade de sanear

passivos mais imediatos) e quanto à inovação, a experiência dos países da OCDE revela crescente demanda dos fundos de pensão por *securities* derivativas, instrumentos de indexação, estratégias de seguro de portfólio e instrumentos para *hedging*. Já no caso dos países emergentes, segundo Rabelo (1997a), a expectativa é de que a demanda por *securities* negociáveis gerada pelo acúmulo de poupança de longo prazo nas mãos dos fundos de pensão possa levar a uma melhor avaliação das *securities*, estimulando novos lançamentos.

E ainda, a participação dos fundos de pensão nos processos de investimento podem permitir maior racionalidade nas decisões substituindo a especulação de curto prazo por decisões mais responsáveis que, embora expressem menores retornos no presente, garantem maior rentabilidade no médio e longo prazos. Isto porque tais características são essenciais à sobrevivência das poupanças dos trabalhadores e à viabilidade econômica dos sistemas de pensão (Coutinho, 1995).

A composição de portfólio dos fundos de pensão

Após analisar o papel dos fundos de pensão para o desenvolvimento do mercado de capitais, poderemos tratar de verificar se estes fundos têm efetivamente orientado suas decisões de portfólio por uma visão desenvolvimentista, estratégica e de longo prazo. Isto será feito mediante uma análise recente da composição de sua carteira de ativos.

• Imóveis

No Brasil, a principal fonte de recursos para a construção de shoppings centers são os fundos de pensão, que desde os anos 80 vêm investindo nesse segmento. Mas a forma de participação destes fundos nos empreendimentos está mudando e tornando-se menos direta. Os fundos de pensão estão aplicando recursos em cotas de fundos de investimento

imobiliário, lastreados em centros de compra, em debêntures, ou em papéis com maior liquidez.

A participação dos fundos na hotelaria aconteceu no início dos anos 90, quando começaram a se exaurir os objetos tradicionais de investimento imobiliário – áreas comerciais e shoppings centers – e eles se defrontaram com volumes cada vez maiores de recursos a serem colocados no mercado. Isso os levou a destinar parte destes recursos a empreendimentos como hotéis de grande porte. A hotelaria é vista como um investimento adequado às necessidades dos fundos de pensão devido à alta valorização patrimonial num período de médio prazo.

É ainda importante a participação dos fundos de pensão em investimentos tais como parques temáticos e grandes complexos turísticos. Recentemente a Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil) iniciou um investimento no litoral nordestino que integralizará um capital de R\$ 4 bilhões num complexo turístico que contará com quatro hotéis de grande porte, parque aquático, campos de golfe etc.

Entretanto, além de investirem diretamente neste setor, é crescente a participação dos fundos de pensão de forma “indireta” através de fundos de investimento imobiliário, mercado secundário de hipotecas e securitização de recebíveis. As EFPP's são efetivamente as principais investidoras nestas inovações financeiras, uma vez que são elas que adquirem os títulos lastreados em hipotecas ou recebíveis de construtoras e que entram como cotistas em fundos imobiliários.

• Setor de infra-estrutura

O setor de infra-estrutura (energia elétrica, telecomunicações, saneamento etc.) apresenta oportunidades de negócios que atraem os fundos de pensão; neste sentido as privatizações estão abrindo novas frentes de investimento. Inicialmente, participando dos leilões de privatização, os fundos puderam livrar-se de títulos de rentabilidade duvidosa (OFND) que foram adquiridos compulsoriamente. Também através da privatização, os fundos de pensão estão podendo assumir, à semelhança do que ocorre nos

Estados Unidos, seu destino como grandes investidores de longo prazo: o de grandes proprietários das empresas.

A participação dos fundos nos leilões de privatização representou 15% do total arrecadado em 1994 e foi predominantemente dos fundos de pensão de empresas estatais. A Ferronorte, um megaprojeto ferroviário de R\$ 1 bilhão ligando o Norte do país ao porto de Santos e Sepetiba, deverá ser controlada por fundos de pensão, liderados pela Previ do Banco do Brasil, que já controla 25% do negócio. A compra da Escelsa em 11 de julho de 1995 foi feita pela Iven (empresa que reúne bancos, o Opportunity, a empresa argentina Perez Compano e o fundo de pensão Centrus) que passou a deter 47% do capital total, e pela GTD, uma companhia aberta criada por 11 dos maiores fundos de pensão do país, ficou com 25%, embora tenha assumido um compromisso de igual compartilhamento da gestão. A Paranapanema, maior produtora brasileira de estanho e uma das principais do mundo foi transformada em uma holding de metais por um pool de fundos de pensão (Previ com 39,6%, Petros com 22,8%, Sistel com 11,9%, Aerus com 13,4% e Telos com 2,7%).

Todos estes exemplos mostram que os fundos de pensão estão investindo com maior vigor na área de infra-estrutura, participando dos programas de desestatização federal e estaduais.

• Empresas emergentes

O BNDES realiza apenas operações diretas acima de R\$ 5 milhões, cifra considerada alta para o padrão das empresas pequenas e médias. Os bancos comerciais, por sua vez, não estão fazendo o repasse para estas empresas porque a operação não é considerada rentável para estas instituições. A tendência é de que essas empresas procurem cada vez mais o mercado de capitais para seus projetos de crescimento. No entanto, no Brasil não é fácil colocar capital de risco em empresas emergentes e criar mecanismos que mantenham a liquidez de suas ações no mercado.

Os fundos de pensão estão estudando alguns mecanismos como o dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), um tipo de *venture capital*, que visa a minimizar este problema. Efetivamente, os fundos

de pensão quadruplicaram seus investimentos no FIEE de 1996 para 1997 (de R\$ 4 milhões para R\$ 17 milhões), segundo dados do MPAS (Ministério da Previdência e Assistência Social).

- **Ações**

Na teoria, as bolsas de valores representam o meio mais barato das empresas obterem recursos para investimentos – premissa básica de um crescimento auto-sustentado. Na prática, porém as bolsas brasileiras são insignificantes em termos macroeconômicos, pois movimentam em média, R\$ 200 milhões por dia, em negócios concentrados em poucas ações de empresas estatais (*Folha de São Paulo*, 12 nov. 1995).

A concentração dos negócios indica que as bolsas de valores brasileiras não têm servido ao propósito de capitalização das empresas privadas. O país conta com apenas 857 empresas de capital aberto, das quais centenas só se tornaram sociedades anônimas para captar recursos esporadicamente por meio de debêntures e não para buscar sócios na bolsa de valores.

Este quadro do mercado acionário necessita mudar rapidamente, aproveitando o fato de que uma economia estabilizada começa a exigir novos investimentos. Ganhos rápidos e fáceis no mercado de aplicações financeiras deixam de existir e, para investir na produção, a melhor forma de capitalização é o mercado de ações. Os fundos de pensão (que são atualmente os maiores investidores na bolsa de valores e ocupam quase um terço do seu portfólio em ações), neste novo cenário da economia brasileira, preferem ações ordinárias para que possam participar, ao menos, da orientação estratégica da empresa. Numa economia estável é possível pensar em dividendos como forma de rendimento. Portanto, pode-se concluir que o crescimento do patrimônio dos fundos de pensão é fundamental para dar sustentação ao alongamento de prazos e ao crescimento do processo interno de securitização.

E ainda, pode-se propor a idéia de que a seleção da carteira de ativos, realizada pelas entidades **fechadas** de previdência privada (limitada

pela regulamentação em função da diversificação de risco), não pode ser feita sob o critério estrito de maximização de rentabilidade e liquidez a curto prazo, como é no caso das entidades **abertas** de previdência privada que estão pressionadas pela necessidade de ganhar *market share*, mas sim privilegiando segurança a longo prazo, o que pode significar uma orientação estratégica desenvolvimentista em busca do crescimento sustentado.

No entanto, essa visão estratégica ainda não coordena os movimento dos fundos de pensão. As regras de investimento para as EFPP's estão submetidas às ações discricionárias do casuísmo governamental. Uma nova mudança colocando novos limites máximos para aplicações feitas por estes fundos, foi estabelecida pela Resolução n. 2.324 do Banco Central do Brasil de 31 de outubro de 1996. A justificativa oficial assegura que o objetivo dos novos critérios é reduzir os riscos das aplicações e garantir maior liquidez ao sistema (Costa, 1997).

As principais inovações apresentadas pela Resolução n. 2.324 referem-se à janela aberta para os fundos de pensão aplicarem em derivativos, em fundos de empresas emergentes (até 5% do patrimônio), na compra de cédulas rurais, nos fundos de investimentos imobiliários (até 10%). As aplicações diretas em imóveis cairão de 20 para 15% do patrimônio, até o ano de 2002. Em terrenos, aplicação cai de 5 para 2% do patrimônio. Os fundos de pensão também não poderão adquirir um único imóvel que represente mais do que 4% de seu patrimônio. Mantêm-se o limite de 5% do patrimônio para a concentração das aplicações em papéis (ações, debêntures, etc.) de uma mesma empresa, podendo atingir no máximo 20% de seu capital votante ou de seu capital total.

A regra de prudência que embasa a atuação da fiscalização, que é a redução do risco pela diversificação de portfólio, deveria ser mantida, segundo a ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada), porém, sem o detalhamento que a acompanha. Caberia ao governo fiscalizar essa diretriz e não dizer *quanto e o quê* os fundos de pensão devem comprar (Costa, 1997).

Resolução n. 2.324 do Banco Central do Brasil
Limites máximos de investimentos – % no portfólio

Modalidade	Limite máximo
Títulos Públicos	100%
Renda Fixa	80%
Renda Variável	50%
Títulos Rurais	3%
Fundos Imobiliários	10%
Fundos de Empresas Emergentes	5%
Imóveis	20% até 31/12/1997
.....	19% até 31/12/1998
.....	18% até 31/12/1999
.....	17% até 31/12/2000
.....	16% até 31/12/2001
.....	15% até 31/12/2002
Empréstimos a Participantes	3%
Financiamento imob. aos partic.	7%
Empréstimos às patrocinadoras	10%

Isto posto, apesar da participação dos fundos de pensão no mercados de capitais ainda não ser a ideal, pode-se, contudo, dizer que esta já é de grande relevância (até mesmo dentro de uma visão desenvolvimentista) e que esta relevância tende a expandir-se ainda no curto e médio prazos em função do rápido crescimento dos recursos dessas entidades.

Fundos de pensão e reforma na previdência

Além do papel dos fundos de pensão como geradores de *funding* para o crescimento sustentado e no desenvolvimento do mercado de capitais, estes têm ainda uma importante função social junto ao próprio sistema previdenciário, no que diz respeito à promoção de proventos de aposentadorias àqueles com maior poder aquisitivo, desafogando o Estado desta função. Talvez, uma breve análise do atual sistema previdenciário brasileiro possa contribuir para aumentar a conscientização social e política a respeito da prioridade que o desenvolvimento dos fundos de pensão deveria receber.

Para se falar em problemas de seguridade social, é preciso apresentar em primeira instância conceitos e critérios a partir dos quais esses problemas são apontados. Entende-se que as ações de Seguridade Social devem ser

eficazes em relação aos seus objetivos, realizadas de forma eficiente do ponto de vista econômico e voltadas para uma maior equidade do ponto de vista social (MPS/CEPAL, 1993).

Em primeiro lugar no caso das aposentadorias no Brasil, tem-se que elas não são eficazes em seus objetivos porque não provêem uma remuneração satisfatória. Além disso, a previdência frustrou, várias vezes, as expectativas dos trabalhadores e aposentados, ao reduzir o valor dos seus rendimentos efetivos ou esperados. Isto ocorreu em particular quando houve redução do teto de benefícios em unidades de salário-mínimo e paralelamente redução do valor real deste salário.

No caso da eficiência, sabe-se que o sistema é falho administrativamente uma vez que acumulou muitas irregularidades na concessão de aposentadorias e de outros benefícios, além de apresentar problemas de sonegação na arrecadação e outros na gestão da própria máquina administrativa.

E finalmente, no caso da equidade social, que essencialmente diz respeito ao aprimoramento da distribuição de renda, o sistema possui irregularidades. Evidentemente não se pode negar que, em alguns casos como o da renda mensal vitalícia e do setor rural, ele tem no lado da despesa um importante papel distributivo. Entretanto, quando analisado à luz das fontes de recursos que sustentam benefícios dessa natureza, o sistema deixa muito a desejar, dado que sua principal fonte de recursos são as contribuições incidentes sobre a folha de salários. Mesmo quando recolhidas pelo empregador, elas tendem a ser transferidas aos preços e aos próprios salários dos empregados, rebaixando seu valor. Tudo isso compromete a função distributiva do sistema, pois os recursos acabam vindo essencialmente da classe média e dos mais pobres. Ou seja, pode estar havendo uma distribuição, mas dos mais pobres para os miseráveis, num processo que acaba não alcançando as classes de maior poder aquisitivo (MPS/CEPAL, 1993).

Esses problemas decorrem de dois fatores básicos: o primeiro é a combinação de programas de previdência e assistência social no mesmo sistema, o que confunde objetivos e fontes de financiamento. Disso decorre que recursos recolhidos a título de previdência são utilizados para a assistência social o que exige uma taxa de contribuição maior e gera distorções de ineficiência econômica.

O segundo fator é a existência de benefícios que comprometem o alcance dos objetivos de eficiência e equidade. Pode-se citar, por exemplo, a aposentadoria por tempo de serviço, que é ineficiente do ponto de vista da utilização de recursos humanos, pois, quando de fato leva a ociosidade, esta é precoce. Além disto a aposentadoria por tempo de serviço é iníqua, porque a sua concessão em idade precoce é em geral um privilégio dos trabalhadores de maior nível educacional e de renda, com ocupações permanentes e capazes de documentar a acumulação do tempo de serviço. Sua contribuição para o sistema, juntamente com a do empregador, não é suficiente para custear o benefício pelo longo tempo em que ele se estende, dado que são comuns aposentadorias desse tipo na faixa dos 50 anos ou até menos, na qual a expectativa de vida já alcança cerca de 75 anos. Assim não é necessário um conhecimento sofisticado de atuária para perceber que os benefícios vão muito além dos custos.

Ainda neste mesmo raciocínio, pode-se citar o problema de financiamento da previdência social vinculado ao fato de tratar-se de um sistema de repartição. Neste os trabalhadores contribuintes financiam os beneficiários. Para os futuros beneficiários a previdência por repartição simples corresponde a um investimento cujo retorno está associado ao crescimento da população ativa e do emprego, uma vez que retiradas futuras dependerão do total de contribuintes na época da aposentadoria do novo beneficiário (Pereira, 1997). Portanto conclui-se que ao vincular a taxa de retorno da poupança previdenciária à taxa de expansão demográfica, este método de repartição tende a criar (e tem realmente criado) sérios déficits orçamentários, tendo em vista a redução dos índices de natalidade e em contrapartida o significativo aumento da esperança de vida.

Portanto, os sistemas públicos de seguridade básica estão colocados sob pressão permanente na medida em que inevitavelmente se reduzirá a proporção contribuintes/inativos, levando á deterioração do valor real dos benefícios pagos. Daí a importância das reformas na previdência que visam a resolver o problema orçamentário e garantir a manutenção do valor real dos benefícios.

Neste contexto, os fundos de pensão entram em cena, uma vez que sua existência e crescimento convergem para facilitar a realização das reformas. Isto se dá na medida em que é desenvolvido um sistema privado de aposentadorias funcionando em regime de capitalização visando

complementar o sistema público na faixa da população de maior poder aquisitivo. Em outras palavras, caberia ao Estado subsidiar proventos de aposentadoria aos trabalhadores de baixa renda e, em se tratando dos trabalhadores de alta renda, o Estado dividiria esta responsabilidade com os fundos de pensão.

Conclusão

À luz do que já foi dito, podemos concluir que há fatores de convergência que remontam a um cenário no qual os investidores institucionais, mais especificamente os fundos de pensão, passam a adquirir importância e tendem a expandir-se:

(1) O fato da economia mundial estar assumindo um novo padrão de financiamento fruto da globalização financeira – o mercado de capitais – no qual os fundos de pensão são agentes de suma relevância pois são eles que comprarão os papéis transacionados nestes mercados;

(2) As disfunções provenientes dos sistemas de seguridade social que fazem com que os indivíduos busquem na iniciativa privada a proteção de uma aposentadoria de nível satisfatório.

Entretanto, estes fatores de convergência podem ser minimizados ou até mesmo neutralizados se não forem tomadas medidas de política econômica favoráveis ao desenvolvimento destes fundos, tais como: uma regulação e uma tributação favoráveis e uma diminuição do teto de cobertura da previdência social. Neste sentido, torna-se também relevante ampliar a atratividade destes fundos tanto para os participantes quanto para os patrocinadores em potencial.

Logo, os aspectos mencionados acima (medidas de política econômica favoráveis aos fundos de pensão) deveriam ser tratados com maior seriedade e, até mesmo, prioridade por parte do governo, dado o relevante papel que os fundos de pensão já exercem e, que ainda poderão exercer, no desenvolvimento econômico brasileiro.

Referências bibliográficas

- COSTA, F. N. *Fundos de Pensão e financiamento do desenvolvimento (Imobiliário, infra-estrutura, empresas emergentes e risco tecnológico)*. Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina. São Paulo: ABRAPP, abr. 1997a.
- _____. *Regulação de portfólio nos fundos de pensão – Tributação e regulação nos fundos de pensão*. Campinas: ABRAPP, 1997b.
- COUTINHO, L. *Avaliação de propostas de reforma na Previdência Social no Brasil; perspectivas para os fundos de pensão*. Campinas: UNICAMP. IE. maio 1995. (Trabalho elaborado para ICSS/ABRAPP).
- COUTINHO, L. *O desenho de um novo modelo de financiamento para a América Latina*. Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina. São Paulo: ABRAPP, abr. 1997.
- DAVIS, E. P. *Pension Funds; retirement-income security and capital markets: an international perspective*. Oxford: Claredon Press, 1995.
- FOLHA DE SÃO PAULO, 1995, 1997, 1998 (vários números).
- FURTADO, C. *O capitalismo global*. São Paulo: Paz e Terra, 1998.
- GAZETA MERCANTIL, 1997, 1998 (vários números).
- LIVRO Branco da Previdência Social. Brasília, 1997.
- MATIJASCIC, M. *Fundos de Pensão brasileiros; paraфинanciamento*. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. . (Dissertação, Mestrado).
- MPAS. *Tabelas*. Brasília: Secretaria da Previdência Complementar. Coordenadoria de Estudos Técnicos, 1997.
- MPAS/CEPAL. *A Previdência Social e a Revisão Constitucional*. Brasília, 1993. (Pesquisas, v. 1).
- PEREIRA, F. MIRANDA, R. B., SILVA, M. M. *Os fundos de pensão como geradores de poupança interna*. Brasília: IPEA, 1997. (Texto para Discussão, n. 480).
- RABELO, F. M. *Fundos de Pensão, mercado de capitais e corporate governance; lições para mercados emergentes*. Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina. São Paulo: ABRAPP, abr. 1997a.
- _____. *Tributação dos fundos de pensão – Tributação e regulação dos fundos de pensão*. Campinas: ABRAPP, 1997b.
- RAIMUNDO, L. C. *Regulação e regras de funding dos Fundos de Pensão*. Tributação e Regulação dos fundos de pensão. Campinas, ABRAPP, 1997.
- UTHOFF, A. *Promoção de poupança e os sistemas de previdência*. Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina. São Paulo: ABRAPP, abr. 1997.