

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS: PARAFINANCIAMENTO

*Este exemplar
corresponde ao origi-
nal da tese defendida
por Milko Matijascic
em 20.07.93 e
orientada pelo Prof. Dr.
Fernando Nogueira
da Costa.*

MILKO MATIJASCIC

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto
de Economia da Universidade Estadual de Campinas
sob a orientação do Prof. Dr. Fernando Nogueira da
Costa.

CAMPINAS, 1993.

M427f
19577/BC

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

"Se um físico observa que o mesmo mecanismo funciona diferentemente em diferentes tempos e lugares, conclui que seu funcionamento depende de forças que lhe são estranhas. Só podemos chegar à mesma conclusão. É tão fácil ver quais são estas condições quanto foi fácil ver quais eram as condições sob as quais se podia esperar que a doutrina clássica da democracia se adaptasse, de maneira aceitável, à realidade."

JOSEPH ALOIS SCHUMPETER

AGRADECIMENTOS

Embora seja uma praxe, esta seção dá uma justa medida dos esforços coletivos envolvidos no trabalho. Pesquisar, no Brasil, exige perseverança e obstinação. Mas existem muitos aliados nesta empreitada que, por vêzes, frustra o autor.

Agradeço a CAPES pelo auxílio financeiro durante o cumprimento dos créditos obrigatórios de mestrado na UNICAMP. Meus agradecimentos estendem-se ao Instituto de Economia, pelo curso e pelas facilidades de acesso à sua infra-estrutura. É preciso enaltecer a excelente disposição de professores e colegas no sentido de estimular e auxiliar nas mais diversas tarefas necessárias à conclusão do presente mestrado. Ressalto a dedicada ajuda de Márcia e Alberto, da SPG pelo afinho e paciência com os mais diversos trâmites burocráticos. Cabe lembrar, ainda, a grande ajuda do SPD, pelo auxílio na parte computacional.

Há que se destacar, também, o apoio oferecido por inúmeras bibliotecas especializadas no Rio de Janeiro, como a do IBMEC, CVM, IPEA, FGV, PUC e UFRJ; e em São Paulo como a da BOVESPA, FEA-USP, USIS, FGV, FIESP e SINDUSCON. Agradecimentos especiais são devidos à biblioteca do INSS e à do Banco Central, onde tive a oportunidade de ouvir as úteis sugestões de Paulilo, do corpo técnico em SP.

Merece ênfase a contribuição da ABRAPP no sentido de doar a maior parte do farto material estudado. Sem este apoio e da política de maior transparência vis à vis ao público externo, este trabalho não chegaria a termo. Agradeço, em especial, a Lourdes Abla Mattar do I. ECONOMUS e do SINDAPP pelo acesso a este universo. Cabe salientar, particularmente, a presteza de Luciene, do CEDOC, na obtenção do material acessado.

Destaco, ainda, a oportunidade oferecida pela ANPEC, no sentido de permitir uma apresentação preliminar deste trabalho no XX Encontro Nacional realizado em Campos do Jordão, beneficiando-me dos comentários então proferidos.

Agradeço a Fernando Nogueira da Costa, orientador deste trabalho, pelo estímulo, seriedade e interesse em seu desenrolar. Desejo sublinhar, também, as importantes sugestões de André C. Médici, Ricardo M. Carneiro e Rudinei Toneto Jr. do IESP. O material fornecido pela instituição foi essencial à consecução de nossos ensejos. Cabe enaltecer, ainda, as contribuições de Francisco E. B. Oliveira, do IPEA, pelas sugestões e pelo material ofertado. As eventuais falhas ainda existentes, obviamente, são de minha inteira responsabilidade.

Cabe reconhecer o apoio de meus familiares, em especial de Camilo, pela ajuda no Rio, e Kiko, pelo acesso a diversas facilidades tecnológicas. Esta ajuda foi inestimável. Por último, agradeço aos meus pais pelo incansável estímulo e carinho nas horas mais difíceis. A eles dedico este trabalho.

Índice de Matérias

INTRODUÇÃO

CAPITULO 1: FUNDOS DE PENSÃO E ECONOMIA BRASILEIRA	1
1.1- Aspectos Gerais dos Fundos de Pensão do Brasil	9
1.2- Fundos de Pensão e Política Econômica	20
1.2.1- Era Simonsen	20
1.2.2- Segundo Mandato de Delfim	25
1.2.3- Interregno Dornelles	34
1.2.4- Funaro e a Nova Política Econômica	36
1.2.5- Gestão Bresser	40
1.2.6- Gestão Mailson da Nóbrega	42
1.2.7- Anos 1990	46
Conclusão do Capítulo 1	50
CAPITULO 2: INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO E MERCADO DE CAPITAIS	52
2.1- Desempenho dos Fundos de Pensão	53
2.2- Investimentos dos Fundos de Pensão	61
2.1.1- Mercado Bursátil	65
2.1.2- Inversões em Títulos Públicos	71
2.1.3- Investimentos em Depósitos a Prazo	78
2.1.4- Investimentos em Imóveis	82
2.3- Panorama Atuarial das Entidades Fechadas de previdência Privada	86
Conclusão do Capítulo 2	91
CAPITULO 3: FUNDOS DE PENSÃO E O FINANCIAMENTO DA ECONOMIA	95
3.1- Impactos dos Fundos de Pensão nas Empresas	96
3.1.1- Empréstimos e Financiamentos a Participantes	97
3.1.2- Operações Não Previdenciais dos Fundos	102
3.1.3- Possibilidades de Financiamento das Empresas Por Parte de Seus Fundos Previdenciários	108
3.2- Fundos de Pensão e o Programa Nacional de Desestatização	117
3.3- Fundos de Pensão Como Potenciais Fontes de Financiamento	124
CONCLUSÃO	135

INDICE DE TABELAS

1.1.1-	EFPP X Investidores Institucionais	9
1.1.2-	Discriminação e Origem do Capital das EFPP	10
1.1.3-	Evolução das EFPP	11
1.1.4-	Localização geográfica das EFPP	13
1.1.5-	Ranking das EFPP no Brasil	13
1.1.6-	Participantes e Dependentes das EFPP	14
1.1.7-	Patrimônio Total X Per Capita das EFPP	15
1.1.8-	Recursos Previdenciários	16
1.1.9-	Tipo de Plano de Benefícios Patrocinado	18
1.1.10-	Potencial das EFPP no Ano 2000	19
1.1.11-	Mercado de Títulos X Participação das EFPP	20
2.1.1-	Comparativo de Rentabilidade das EFPP	53
2.1.2-	Rentabilidade Acumulada de Ativos Financeiros	55
2.1.3-	EFPP Públicas X Privadas- Distrib % dos Invest	58
2.1.4-	Distribuição de Investimentos Nos Finais de Ano	59
2.2.1-	Títulos de EFPP e Economia Brasileira	62
2.2.2-	Títulos de EFPP e Economia Bras.- em índices	63
2.2.1.1-	EFPP X Mercado de Ações	66
2.2.1.2-	Emissões X Entrada de Recursos Prev.	70
2.2.2.1-	Dívida Pública X EFPP	72
2.2.2.2-	Títulos Púbs: Discriminação e Enquadramento	77
2.2.3.1-	EFPP X Depósitos a Prazo	78
2.2.4.1-	Lançamentos de Imóveis Comerciais e EFPP	83
2.2.4.2-	EFPP X Mercado Imobiliário	85
2.5-	Situação Atuarial das EFPP	87
3.1.1.1-	Crédito das EFPP X Crédito do SFN	97
3.1.1.2-	Evolução Indexada do Crédito X EFPP	99
3.1.2.1-	Operações Não Previdenciários	103
3.1.2.2-	Frequência dos Benefícios Pesquisados	107
3.1.3.1-	EFPP X Patrocinadoras	109
3.1.3.2-	Evolução Percentual	110
3.1.3.3-	Investimentos das EFPP em suas Mantenedoras	112
3.2.-	Participação das EFPP no PND	117

INTRODUÇÃO

"São as apólices de pensão abstratas e contingentes que cada vez mais usufruem do tradicional direito de "gozar plenamente os frutos da propriedade"."

PETER DRUCKER

Nossa dissertação busca formas estáveis de organizar o financiamento do desenvolvimento brasileiro.

O contexto de crise financeira vivenciado recentemente no Brasil foi determinante para esta ordem de preocupação. Nos anos 1970, tentou-se resolver o problema do financiamento de longo prazo via criação de fundos sociais compulsórios como o FGTS, o PIS-PASEP e pela captação via cadernetas de poupança voluntária, ou ainda, pelo amplo afluxo de recursos externos a juros baixos. Esta combinação de fatores explica, em parte, o vigor econômico dessa década. O ajuste dos países centrais face ao "segundo choque do petróleo" e ao quadro tecnológico mutante elevou os juros, multiplicou a dívida e exigiu um amplo ajuste de economia brasileira, para honrar compromissos financeiros. O Estado chamou a si esta incumbência, sem dispor de condições fiscais e financeiras estáveis para tanto. Isto inviabilizou sua capacidade de investimento, fragilizando sua atuação enquanto coordenador do desenvolvimento brasileiro. Ninguém logrou substituí-lo em tal tarefa. A busca de um novo padrão de financiamento da economia tornou-se necessária.

Na pesquisa de fontes alternativas de financiamento, nossa escolha recaiu sobre a previdência privada e, mais

especificamente, sobre as entidades fechadas (EFPP), patrocinadas pelos empregadores dos segurados. As entidades ditas abertas (EAPP) são mais modestas e têm-se revelado menos atraentes em termos de benefícios, não representando 10% da previdência privada total, detendo, também, um peso cada vez menor perante aos demais investidores institucionais. Não trataremos das EAPP, pois elas são muito diferentes em seus objetivos. Como nos encontramos em meio a uma enorme crise financeira da previdência social, estes fundos são também vistos como uma alternativa securitária não estatal.

Este segmento financeiro é gerenciado de forma descentralizada e aplicando os recursos dos segurados no sistema econômico afim de beneficiar-se do crescimento do mesmo para suplementar aposentadorias. As EFPP fornecem seguridade de modo amplo, mas nosso interesse está no campo econômico-financeiro com vistas ao longo prazo. O estudo deste setor parece, num primeiro momento, revelar a possibilidade de aliar a temática social, representada pela questão previdenciária, com a do financiamento do crescimento. Duas das questões mais intrincadas de nosso tempo poderiam encontrar uma solução comum e satisfatória.

Este foi o espírito que norteou aqueles que incentivavam a consolidação do setor. A transmutação da experiência com os "pension funds" dos E.U.A. seria uma resposta adequada e suficiente para a afirmação de um mercado privado de recursos de longo prazo, que incentivaria o mercado de capitais, especialmente o bursátil, solucionando esta ordem de problemas

(Visão 10/1/1977). Uma de nossas propostas é a de comprovar, hoje, se isto está ocorrendo e se os fundos logram realizá-lo.

Nos dias de hoje, o setor tem merecido destaque por parte dos meios-de-comunicação. Isto ocorre em função de seus vultosos ativos que, segundo dados recentes da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (ABRAPP), equivale a 5% do PIB. Isto torna as EFPP as principais investidoras institucionais do país, acabando por fazer delas uma das mais importantes fontes de captação de recursos para o longo prazo. Os ativos ultrapassam aos US\$ 21 bilhões e têm crescido a ordem de 9 a 10% ao ano, recentemente, o que é singular em uma economia estagnada. Existem previsões, nunca contestadas, de que estes recursos representarão cerca de 18% do PIB no ano 2000. Um exemplo de sua atuação é o da privatização de empresas estatais, onde sua participação é ativa.

Nossa dissertação pretende abordar a evolução econômica dos fundos de pensões na economia brasileira. Os estudos abrangerão o período 1980-1992. Foi em 1980 que se iniciaram as publicações mais sistemáticas e uniformes de dados de investimentos, entre outros, por parte do Banco Central. A data final busca tornar o estudo o mais atual possível.

Nossa hipótese de trabalho é a seguinte: com base na experiência recente das EFPP, e, mais propriamente, nas metamorfoses observadas em seu patrimônio e sua distribuição entre as várias opções de investimento, seria possível afirmar que os recursos previdenciários destinados à aposentadoria por

idade, que utilizam o regime financeiro de capitalização das contribuições, possibilitam formas alternativas de mobilização financeira, para aplicação no longo prazo.

No capítulo primeiro procuraremos descrever o setor, explicar e avaliar o destino dos recursos das EFPP. A explicação procurará estudar o papel da legislação na distribuição dos recursos e até que ponto a conjuntura econômica e a política econômica determinaram esta legislação.

O capítulo segundo tentará mostrar como os investimentos das EFPP impactam os mercados de capitais. Isto se dará mediante a comparação das inversões das entidades em segmentos específicos com a atuação global destes mesmos segmentos, procurando quantificar a importância das EFPP. Descreveremos de que maneira estes mercados receptam os recursos e dão destino aos mesmos, observando o efeito sobre a economia e a propriedade do capital. A seguir, estudaremos o desempenho destes investimentos e, por fim, revelaremos algumas evidências sobre o quadro atuarial.

O capítulo terceiro analisará como se dá a inter-relação entre EFPP e suas empresas mantenedoras Daremos especial destaque às potencialidades desta parceria. Finalizaremos prosseguindo com a avaliação das potencialidades da utilização de recursos previdenciários capitalizados à retomada do desenvolvimento.

CAPITULO PRIMEIRO: FUNDOS DE PENSÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA

"Este país foi criado pelo Estado português. Esta nação não foi formada por uma população civil forte que depois criou um Estado."

CELSO FURTADO

Os fundos de pensão são antigos no país. Desde os primórdios de nossa história existiam montepios encarregados da pensão de funcionários. Exemplos disto são a Santa Casa de Misericórdia de Santos, organizada por Brás Cubas, cujo funcionamento iniciou-se em 1543, segundo Lustosa & Moreira (1978:14). Outro exemplo seriam os Montepios instaurados por D. João VI. Em fins do século XIX começavam a organizar-se caixas previdenciárias de categorias profissionais dinâmicas, ligadas ao setor exportador ou aos funcionários públicos. A caixa do Banco do Brasil data de 1904 e sempre foi um dos motivos de atração à carreira na empresa.

No início dos anos 1970, surgiram as fundos da PETROBRAS e da CVRD, que já apresentavam um perfil institucional avançado em termos de planos atuariais. Almiro (1978) avaliava que a previdência privada movimentava então cerca de 10% do giro das bolsas. O setor não possuía regulamentação estatal, mas crescia de maneira inequívoca. Em meados da década, revelaram-se enormes fraudes nos montepios que montavam planos atuariais com promessas que não poderiam ser cumpridas. Lembraram os esquemas financeiros que Minsky (1986) classificou como do tipo "Ponzi". As aplicações concentravam-se em ativos de solvência duvidosa e estavam atrelados a empreendimentos que, não raro, eram inviáveis. Regulamentar a previdência privada era uma necessidade de

moralização e de viabilização de um segmento institucional que se revelava uma poderosa ferramenta de alavancagem de recursos financeiros em outros países, pois eles eram a maior fonte de recursos dos mercados de capitais dos países centrais.

O debate inicial sobre a regulamentação dos fundos se voltava para o fortalecimento do mercado de capitais, e, mais particularmente, do mercado bursátil. Buscava-se alternativas que pudessem permitir ao setor privado o controle de recursos de longo prazo e sem a interferência estatal. Paralelamente, vislumbrava na previdência privada a possibilidade de organizar mais adequadamente uma política interna de recursos humanos, via benefícios diversos ou aposentadorias mais flexíveis.

É interessante mostrar o "espírito" de algumas publicações que visavam vulgarizar ou estudar o sistema. Peter Drucker (1977) via nos fundos de pensão uma revolução que transferiu o controle das principais empresas dos E.U.A. para os trabalhadores. Por este intermédio tinham uma parte maior da propriedade dos meios de produção da economia do que em países socialistas, como Cuba e Polônia. O segredo do sucesso destes fundos era sua atuação semelhante à dos fundos mútuos, o que diminuía os riscos de quedas de valorização. Além disto, era uma forma adequada à previdência, pois exigia recursos menores e garantia um nível de vida satisfatório aos beneficiários. A obra de Rifkin & Barber (1978) admitia esta mudança na propriedade. Porém, defendia este poder presumível para a interferência direta dos trabalhadores no destino dos investimentos, para fins que lhes fossem mais

favoráveis politicamente, mesmo a custa de uma rentabilidade menor. Isto iria, inclusive, beneficiar a idéia securitária destas entidades. Já o estudo de Moysés Glatt (1975) incentivava as aplicações de recursos nas próprias empresas, pois geraria um fundo de poupança adicional à mesma, além de criar vínculos entre capital e trabalho de modo a solidarizá-los via interesses comuns, como o fortalecimento da empresa para o primeiro e uma aposentadoria melhor para o segundo. Em suma, parecia ser não só possível, mas altamente desejável, o casamento entre os recursos para aposentadorias e os objetivos de crescimento econômico. O transcurso deste capítulo revelará a influência destas idéias na estruturação institucional dos fundos e em suas alterações.

Os fundos foram regulamentados pela Lei 6435/77. Explicitaremos seu conteúdo adiante. Sua estrutura básica previa o funcionamento da previdência privada enquanto investidora institucional, o que redundava na rígida regulamentação sobre a destinação dos recursos das entidades entre as opções do mercado. Outro aspecto importante foi a denominação dos fundos enquanto entidades beneficentes que gozavam de imunidade tributária. Esta característica seria contestada com o correr dos anos. No mais, foram determinadas rígidas regras acerca da fiscalização. Seguiu-se a esta Lei uma série de regulamentações, dentre as quais destacaremos as principais no decorrer do capítulo. Agora, é preciso ressaltar as diferenças entre as entidades de previdência privada. Utilizaremos indistintamente a denominação de fundos ou de entidades, mas esta última se adequa melhor à descrição do setor, em virtude de seu caráter securitário mais abrangente.

As entidades fechadas de previdência privada (EFPP) são caracterizadas pelo acesso restrito ao fundo por parte de funcionários de um grupo empresarial, ao contrário das entidades abertas (EAPP), onde todos podem acessar desde que estejam satisfeitos os quesitos de capacidade de pagamento por parte do contribuinte. As **entidades fechadas** se caracterizam por não ter fins lucrativos, contrariamente às **entidades abertas** que podem ou não almejar lucro. Além disto, nas entidades fechadas há obrigatoriedade de uma contribuição mínima por parte da empresa (30%). Nos fundos abertos, que são de livre escolha do contribuinte, isto não ocorre. O efeito mais importante deste aspecto é o fato da empresa poder optar por um **plano de benefício definido** no qual ela pode garantir uma remuneração mínima quando da aposentadoria, o que não pode ocorrer nas entidades abertas, que ajustam a remuneração de acordo com a evolução das aplicações no mercado de capitais. Trata-se da única opção pelo **plano de contribuição definida**. Embora seja simples na sua organização ela tem uma limitação previdenciária, no sentido em que pode não cobrir o período de sobrevivência integral do contribuinte, caso ultrapasse a um certo cálculo atuarial. Além disso, pode ser insuficiente para a cobertura desejada em razão da inflação.

Feitas as considerações iniciais, procuraremos, num primeiro momento, descrever a inserção dos fundos no espaço econômico brasileiro. A seguir, detalharemos os reflexos das políticas econômicas de cada gestão da área econômica ministerial sobre os fundos, ressaltando a visão estratégica referente à economia brasileira que as leis deixam pressupor.

1.1- ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

O sistema fechado de previdência privada brasileiro ainda é modesto, em termos de várias comparações. Em 1985, ele representava 5.6% dos segurados totais da previdência social. Os benefícios concedidos representavam 1.4%, mas o valor médio do benefício era 467.9% maior. Além disto, os benefícios das EFPP já representavam 6.6% daqueles ofertados pela previdência. Em 1989, as EFPP cobriam apenas 2.63% da PEA. Isto está bem aquém dos E.U.A. onde o grau de cobertura é de 50%. Estes números não são irrelevantes, se estimarmos o seu impacto em determinados segmentos da economia brasileira.

Tab. 1.1.1- EFPP x INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

ANO	EFPP		FUNDOS INV. @		EAPP		SEGURADORAS		TOTAL US\$
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	
83	4425	65	1392	21	411	6	530	8	6758
84	5367	64	2073	25	391	5	546	7	8377
85	7345	61	3695	30	451	4	641	5	12132
86	9056	65	2979	21	638	5	1185	9	13858
87	7990	57	4824	34	575	4	731	5	14120
88	10106	n.a	8984	n.a	585	n.a	n.d	n.a	19675
89	14276	n.a	13508	n.a	837	n.a	n.d	n.a	28621
90	10519	48	7153	32	767	3	3638	16	22077

FONTES: EPGE/ABRAPP (1992)- BACEN

@- Fundos de investimento como de renda fixa ou variável diversos

As EFPP são o segmento mais importante dentre os investidores institucionais existentes na economia brasileira. As EAPP não têm acompanhado seu ritmo de crescimento, mostrando que a seguridade privada brasileira concentra-se fundamentalmente nas EFPP. As seguradoras são um segmento com crescimento desigual, mas que parece ter boas perspectivas. Estes três segmentos têm

melhor desempenho nos anos em que as variáveis econômicas estão mais estabilizadas. O ano de 1990 constitui-se a exceção. Em contrapartida, os fundos de investimento têm melhor desempenho nos anos de inflação mais elevada, revelando que constituem uma alternativa de defesa do patrimônio do investidor face aos elevados índices inflacionários. Cabe destacar que parte dos recursos dos fundos de investimentos pertencem aos demais investidores institucionais sob a forma de gestão de recursos de carteiras externas aos fundos ou seguradoras. O crescimento vigoroso do item "outros investimentos" nas EFPP é uma prova disto, pois aí se encontram os valores destinados aos fundos de investimentos, entre outros. O crescimento dos investidores institucionais revela um segmento em franca consolidação, que pode servir de amparo ao financiamento da retomada do desenvolvimento econômico.

Tab. 1.1.2- Discriminação e Origem do Capital das EFPP
(valores patrimoniais em US\$ milhões)

TIPO	Publ.Fed	Publ Estad	Priv. Nac.	Priv. Estrng	TOTAL
no. EFPP	41	69	72	84	266
contrib mant	67.4%	68.9%	73.0%	73.4%	68.3%
Patrimônio a	13.922	4.114	2.022	1.908	21.966
% 30/11/92 a	63.4%	18.7%	9.2%	8.7%	100%
% 15/05/93 a	59.6%	18.7%	13.0%	8.7%	100%
no. mant. b	158	169	468	319	1114
% s/ total b	14.2%	15.2%	42.0%	28.6%	100%

FONTE: ABRAPP-C. Estatístico de janeiro de 1993. Dados de 30/11/1992.
abrev.: contrib mant= contribuições de mantenedoras.
notas: a= % sobre patrimônio total das EFPP- b= dados em 31/3/90.

Os dados da tabela acima mostram as características envolvendo os fundos de pensão. Eles são, também, patrocinados por empresas privadas, principalmente de origem estrangeira. Mas

são as empresas estatais, notadamente as de origem federal, que possuem a parte mais relevante do patrimônio. A importância do segmento estatal pode ser explicada por sua antiguidade e pela magnitude destas empresas que têm na economia brasileira. Percebemos que existem cerca de 4.5 mantenedoras para cada EFPP, em 30/3/1990. Esta tendência é reforçada no setor privado. **A participação da contribuição patronal é de mais de 65% para as EFPP patrocinadas pelos diversos segmentos.** Esta é uma tendência equivalente àquela verificada nos E.U.A.. O mesmo vale para o peso de fundos patrocinados por empresas estatais, embora a proporção americana seja menor, devido ao elevado peso das empresas do setor privado (Bernstein (1988), parte II).

Em 1992, as empresas privadas tiveram uma participação modesta em termos de oferta de benefícios do tipo previdência privada, se compararmos às empresas estatais ou de economia mista. Nestas empresas, estes benefícios existiam em 85% dos casos, contra 34% das empresas privadas nacionais ou 40% das multinacionais. Dentre as empresas pesquisadas 42%, ofereciam este tipo de benefício contra 20% em 1987 (FSP, 23/5/1993:2-3). A pesquisa abrangeu 34 empresas estatais, 125 privadas nacionais e 150 multinacionais dentre as maiores do Brasil. O elevado número de fundos privados se deve a maior quantidade destas empresas.

Em fins de 1992, 83.68% dos recursos do sistema pertenciam a empresas estatais federais ou estaduais. Isto tem gerado, com frequência, a acusação de que as EFPP são uma previdência que beneficia principalmente os empregados de empresas estatais.

Muitos destes fundos são antigos e apenas se adaptam a lei 6435/77. Ligam-se a empresas cujo poder decisório central se firma numa tecnoestrutura que tende a privilegiá-los. A experiência americana nos mostra que empresas de forte dominância familiar não são propensas a ter fundos e que este é um fenômeno de burocracias estáveis aliadas às burocracias sindicais fortes.

No caso brasileiro, é tímida, mas crescente, participação de empresas transnacionais aqui instaladas. Existem referências ("em off") de que seus principais executivos sejam beneficiados por planos de pensões organizados nas matrizes (FSP, 24/2/1992: 2-1).

Tab. 1.1.3.-Evolução das EFPP (números, percentuais e patrimônio)

ANO	PUBLICAS			PRIVADAS			TOTAL EFPP
	no.	em %	patrim	no.	em %	patrim	
78	4	100%	nd	0	0%	nd	4
79	48	72%	nd	19	28%	nd	67
80	66	67%	93%	33	33%	7%	99
81	77	65%	nd	41	35%	nd	118
82	84	65%	nd	45	35%	nd	129
83	86	63%	nd	51	37%	nd	137
84	89	62%	92%	55	38%	8%	144
85	93	58%	90%	66	42%	10%	159
86	97	56%	88%	75	44%	12%	172
87	106	57%	88%	80	43%	12%	186
88	112	52%	88%	105	48%	12%	217
89	113	48%	86%	122	52%	14%	235
90	114	47%	88%	130	53%	12%	244
91	113	45%	86%	143	55%	14%	256
92	113	41%	83%	153	59%	17%	266

FONTE: ABRAPP - Consolidado Estatístico- Janeiro de 1993.

Têm crescido muito a participação de mantenedoras do setor privado, revelando a mudança de perfis no setor e uma tendência segura, embora lenta, de reversão neste quadro, dada a maturação rápida das EFPP estatais. Antiguidade e número de funcionários são fatores determinantes para o poder financeiro dos fundos.

Tab 1.1.4- **Localização Geográfica das EFPP:** números e percentuais

junho de 1979						
SP	CENTRO NORTE	CENTRO LESTE	NE	RJ/ES	SUL	TOTAL
20	6	22	7	40	15	110
18,2%	5,5%	20%	6,4%	36,3%	13,6%	100%

janeiro de 1993						
SP	CENTRO NORTE	CENTRO LESTE	NE	RJ/ES	SUL	TOTAL
99	31	24	17	65	30	266
37,2%	11,7%	9,0%	6,4%	24,4%	11,3%	100%

FONTES: ABRAPP- Consolidado ESTATISTICO- 8/92 e Rev. BOLSA-OUT/79

A localização geográfica dos fundos confirma a concentração empresarial na região Sudeste, a preferida pelos investidores privados. As regiões que concentram a maior parte destes investimentos têm crescido em detrimento às demais. Isto se deve à escala adequada das empresas. A concentração da mão-de-obra qualificada em certas regiões também evidencia esta constatação.

Tab. 1.1.5.-**RANKING DAS EFPP NO BRASIL-** dezembro de 1992

MANTENEDORA	PATR	MANTENEDORA	PATR
B. BRASIL	5153	CESP	972
CEF	2552	CVRD	650
PETROBRAS	1466	VARIG	544
B. CENTRAL	1300	RFFSA	492
TELEBRAS	1053	BNDES	346

FONTE: ABRAPP (valores em US\$ Milhões)

Há predominância do setor público entre as 10 maiores EFPP. Em dezembro de 1992, todas são patrocinadas por empresas do setor público, a exceção da AERUS que é multipatrocinada, cujo o predomínio das contribuições é da VARIG, que é uma empresa privada. Além disto, estas dez representam 65% do sistema, o que

revela uma imensa concentração no setor. As 5 maiores representam 51% e a maior representa 23,5%. As EFPP patrocinadas pelo setor público representam 83.6% do patrimônio total e as do setor privado detém 16.4%.

No momento, entretanto, é o setor privado que está fornecendo os maiores estímulos, para que se dê o crescimento das EFPP. Houve uma inversão entre o número de entidades patrocinadas pelo setor público e o setor privado, entre 1988 e 1989. Isto se deve ao fato de que as regras de investimento impostas pelo Banco Central favoreciam as EFPP patrocinadas pelo setor privado, ao isentá-las de aplicar recursos compulsoriamente em vários títulos públicos, como as OFND.

Tab. 1.1.6-PARTICIPANTES E DEPENDENTES DAS EFPP (em milhares)

CAPITAL DE EMPRESAS MANTENED.	TITULARES				DEPENDENTES			
	ativos		aposentados		ativos		aposentados	
	nos.	%	nos.	%	nos.	%	nos.	%
Publ Fed	771.5	41	123.7	71	1909.5	45	178.8	71
Publ Estad	333.4	18	24.3	14	757.4	18	45.3	18
Publ Munic	0.4	0	---	--	1.2	0	---	0
Priv Nac	499.6	26	19.4	11	959.6	23	19.8	8
Priv Estrg	280.7	15	5.8	3	611.8	14	7.4	3
TOTAIS	1885.8	100	173.3	100	4239.8	100	251.6	100

FONTE: Secretaria Nacional de Previdência Complementar (SPC/MPS).
Estimativa para Dezembro de 1992. Dados provisórios.

Estes dados recentes confirmam que o sistema ainda tem potencial de crescimento por um largo período pois as novas empresas que nele ingressam tendem a ter menos dependentes ou aposentados, proporcionalmente, ao que se verifica para o setor público em geral. Os números confirmam ainda a escala mais

seguridade contra velhice. A tendência parece muito remota, dado o baixo grau de abrangência geral da cobertura do sistema. A estabilização nos movimentos demográficos tornaria o sistema mais equilibrado, mediante uma abrangência crescente da PEA. O quadro populacional brasileiro indica que haverá um forte crescimento da PEA, o que, per se, eleva o potencial do sistema.

Tab.1.1.8- **Receitas Previdenciárias e Financeiras Anuais das EFPP**

ANO	RECURSOS PREVIDENCIARIOS			PARTICIPACAO % NAS RECEITAS					
	ENTR	SAIDAS	SALDO	IND	MANT	TRAB	CONTR	FIN	ETC
80	916	277	639	100	10.5	28.3	38.8	54.7	6.4
81	1178	364	813	127	7.7	17.8	25.6	73.0	1.4
82	1513	469	1043	163	7.3	16.7	24.0	76.0	0
83	1059	378	681	107	5.2	12.2	17.3	82.7	0
84	972	374	597	93	2.6	5.8	8.3	91.8	0
85	1118	422	696	109	2.2	5.6	7.9	91.9	0.2
86	1458	598	859	135	6.4	15.1	21.4	78.5	0.1
87	1831	799	1031	161	3.7	6.8	10.6	89.3	0.2
88	2611	892	1718	269	1.9	12.0	13.9	86.1	0.1
89	4117	1604	2512	393	3.4	5.6	9.0	90.8	0.3
90	4427	2014	2413	378	ND	ND	ND	ND	ND
91	4032	1773	2258	353	ND	ND	ND	ND	ND
92	4200	1900	2300	400	ND	ND	ND	ND	ND

FONTE: ABRAPP-Valores em US\$ milhões pela cotação média anual.
Dados extrapolados para 1992.

legendas: MANT= MANTENEDORAS/ TRAB= TRABALHADORES/ CONTR= MANTENEDORAS E TRABALHADORES/ FIN= FINANCEIRAS.

O crescimento do setor é explicado pela entrada líquida de recursos previdenciários destinados à aposentadoria por idade. Os recursos destinados às pensões, saúde e outras tarefas securitárias adotam os regimes financeiros de repartição simples ou de cobertura de capitais, cujo efeito não é o de acumular recursos de longo prazo. São estes os que nos interessam mais propriamente, em virtude da necessidade de mensuração dos impactos na economia dos investimentos das EFPP.

modesta das EFPP do setor privado face ao setor público. Percebemos que o crescimento recente deste tipo de patrocínio é concomitante à reestruturação dos quadros funcionais das empresas face às novas condicionantes globais da economia. A oferta deste benefício ajuda a diminuir a rotatividade da mão-de-obra qualificada, que é escassa no país.

Tab.1.1.7-Patrimônio Total X Per Capita das EFPP

ANO	TOTAL		PER CAPITA		PARTICIPANTES	
	US\$	IND	US\$ mil	IND	totais	IND
83	4425	100	3,3	100	1 343 255	100
84	5367	121	3,7	114	1 433 899	107
85	7536	170	5,1	156	1 464 041	109
86	8686	196	5,4	164	1 612 176	120
87	7640	173	4,5	136	1 788 602	133
88	10484	237	6,3	192	1 657 096	123
89	14836	335	8,4	254	1 715 000	128
92 a	21088	499	11,1	336	1 886 810	140

FONTES: BACEN - ABRAPP. Total do patrimônio em US\$ milhões
a: estimado pela Secretaria Nacional de Previdência Complementar.

O menor crescimento do patrimônio per capita em relação ao total revela que existe uma entrada importante de novos participantes. Este diferencial mostra que o sistema é relativamente jovem e que existe um largo período de crescimento potencial. A medida que as duas curvas se aproximarem haverá um menor crescimento do sistema mediante a entrada de novos associados. A maturidade fará com as curvas declinem, devido a necessidade de alienação do patrimônio para o cumprimento das exigibilidades atuariais. A esta altura teríamos um sistema em fase de declínio, considerando que não haveria entrada líquida de novos segurados. Esta condição significaria um envelhecimento demográfico ou a suplantação das EFPP por outras modalidades de

É relevante a entrada anual de recursos previdenciários, pois ela não leva em conta os ganhos com os investimentos, tratando-se de dinheiro verdadeiramente novo. Elas podem ser relacionadas com o comportamento da economia, principalmente com a situação salarial. O crescimento sustentado do sistema acaba por consolidar o fluxo de recursos num determinado patamar, embora ocorram oscilações. Os empregados que pertencem ao sistema têm uma certa estabilidade, mas a crise pode estimular aposentadorias precoces. Como a população beneficiada pelas EFPP concentra uma parte relevante dos ganhos salariais, acaba por configurar um sistema de previdência relevante.

Os recursos previdenciários, que representam dinheiro novo, tendem a ser os menos representativos, no cômputo total de ganhos, como revela a tabela 1.1.8. Ela evidencia o crescimento menor de novos participantes no sistema, comparados ao crescimento do patrimônio das EFPP (Tab 1.1.7). Revela, também, que nos anos 1980 foi possível crescer graças ao desempenho financeiro dos mercados de capitais. Em anos de recuperação da economia, como 1986 as novas entradas parecem revelar uma recuperação na participação face ao dinheiro novo total, devido ao desempenho mais modesto das aplicações financeiras e à recuperação dos salários, que estimula a adesão às EFPP.

O quadro acima mostra que a maioria dos planos é de benefício definido, significando que um percentual do último salário percebido será assegurado ao participante por parte da empresa. Dados de 1988 revelam que todas as EFPP de origem

estatal oferecem este tipo de plano e no setor privado ele representava 84% dos planos (Anais ABRAPP (1988:26)). Este tipo de plano também é predominante nos E.U.A. em 80% dos casos. Ele revela um comportamento mais ousado no mercado de capitais pois privilegia investimentos de risco em detrimento à renda-fixa, como é o caso dos planos de contribuição definida (EPGE/ABRAPP (1992:34). A rígida regulamentação brasileira impede a transposição desta análise, mas o perfil dos fundos privados mostra uma semelhança neste sentido (como sugerem os Consolidados Estatísticos de 1986 em diante)

TAB.1.1.9- TIPO DE PLANO DE BENEFICIOS PATROCINADO (31-12-1989)

TIPO/ números e %	EFPP		MANTENEDORAS	
Benefício Definido	192	81.7%	708	75.6%
Contribuição Definida	8	3.4%	42	4.5%
Misto	35	14.9%	186	19.9%

FONTE: SUPREV (EFPP) - dados aproximados

Por fim, o sistema tem um potencial de crescimento muito relevante, dada a estrutura da economia e seu caráter ainda pouco abrangente. As projeções da ABRAPP partem da consideração que o principal entrave ao crescimento do sistema é a lentidão burocracia estatal, em aprovar novos planos. Some-se ainda os problemas com a política econômica a nível de destinação dos investimentos ou de tributação sobre ganhos de capital (Rev. TENDENCIA- BLOCH- julho de 1991 pg. 16 a 19). Removidos estes obstáculos poderíamos, em 1989, ter a seguinte situação em termos de patrimônio e participação de mercado:

Tab. 1.1.10.- POTENCIAL DAS EFPP NO ANO 2000

	1989	2000
PEA	65 244 093	111 969 112
número de participantes	1 715 000	8 700 000
% S/ PEA	2.63%	7.77%
cresc médio de participantes	10.65% (S/88)	15.9% a.a
ATIVOS GARANTIDORES (EM US\$)	15 bilhões	90 bilhões
crescimento	27.00% (S/88)	19.5% a.a
% S/ PIB	4.00%	18.00%
QTE PATROCINADORAS	940	7000
QTE EFPP	235	1200

FONTE: Consolidado Estatístico ABRAPP- fevereiro de 1992

Esta situação observada revelaria um peso primordial das EFPP sobre a economia. Se tomarmos o patrimônio total de 90 bilhões, para 1989, veríamos que ele seria superior ao estoque total dos recursos imobilizados nos mercados de ações, títulos da dívida pública, depósitos a prazo e crédito ofertado pelo setor bancário, exclusive Banco do Brasil. As EFPP seriam o principal esteio de recursos da economia, detendo um patrimônio que seria de 102% da carga tributária bruta, 82 % de M4 ou de 108% da formação bruta de capital fixo. Se considerarmos os dados referentes à participação percentual de cada investimento sobre o patrimônio total idêntico àquele exposto na tabela 2.1.3 teríamos a seguinte configuração de impactos sobre os mercados:

**Tab 1.1.11.- MERCADOS DE TITULOS X PARTICIPACAO DAS EFPP
EM 31/12/1989**

	ações	d pz	tdp	cred	imov	etc	total
% do patr EFPP	35,9	10,2	29,0	3,9	15,3	5,7	100
estoque mercado	44145	13048	62214	5584	n.d	n.a	n.a
proj ABRAPP	32310	9180	26100	3510	13770	5130	90000
proj/estoque %	73,2	70,4	42,0	62,9	n.a	n.a	n.a

FONTES: ABRAPP- BOVESPA- BACEN- IESP

ações= investimentos em bolsas- d pz= depósitos a prazo- cred= crédito de bancos comerciais, exclusive Banco do Brasil- imov= imóveis- etc=outros.

1.2- FUNDOS DE PENSÃO E POLITICA ECONOMICA

A presente seção objetiva estudar a metamorfose da legislação que normatiza os investimentos das EFPP. Nossa pressuposição é a de que estas normas são o principal fator explicativo da alternância entre as modalidades de investimentos das EFPP. Assim, um aumento no investimento em ações em detrimento aos títulos de renda fixa pode significar uma imposição legal. Esperamos mostrar que a legislação é consequência da conjuntura econômica do Brasil, de um lado, e da visão estratégica dos condutores da política econômica do país em determinado momento, por outro lado, devendo o setor adequar-se a estas condicionantes. Isto pode se dar por "casuismo", como veremos, no mais flagrante desrespeito às normas legais ou aos imperativos atuariais. A organização desta seção obedecerá ao corte temporal referente ao comando de cada Ministro "líder" na área econômica. Tentaremos mostrar assim como suas condicionantes determinam a conformação legal que rege as EFPP.

1.2.1.- Era Simonsen

Desde logo, foi na gestão Simonsen que se travou o principal debate sobre a regulamentação da previdência privada, bem como sua regulamentação através da Lei 6435/77 e o Decreto 81240/78. A consequência imediata e lógica desta regulamentação foi a Resolução 460 de 23/2/1978. Esta Resolução determinava a atuação das EFPP, interpretando as leis principais e impunha o caráter de investidoras institucionais, como mostra o sumário abaixo:

- Mínimo de 20% e Máximo de 40% para investimentos em ações ou debêntures de companhias abertas.

- Mínimo de 10% e Máximo de 40% em LTN ou ORTN.

- Máximo de 20% em títulos da dívida pública de Estados, Municípios, Eletrobrás, BNDE e BNH, sendo que estes títulos somados ao item anterior não podiam ultrapassar ao máximo de 40%.

- Máximo de 20% em CDB, RDB, letras de câmbio ou letras imobiliárias.

- Máximo de 40% em imóveis e empréstimos a participantes.

Para as reservas comprometidas dever-se-ia observar um mínimo de 50% em ORTN ou LTN podendo o restante ser composto com depósitos bancários ou ações.

Quanto às restrições o fundo não podia destinar mais de 2% de seu patrimônio em ações e 4% em debêntures de uma mesma empresa. Isto valia também para as empresas patrocinadoras. O fundo também não podia deter mais 10% do capital votante ou total desta empresa. E não podia concentrar mais de 10% por emitente em quaisquer investimentos, excetuados os títulos públicos. No mais, os fundos não podiam investir em empresas nas quais os gestores, acionistas ou controladores possuíam interesses diretos ou tinham parentes na gestão ou em posse de ações em valor superior a 10% do capital total.

A estreiteza dos limites revelava o quanto o caráter da EFPP deveria seguir as normas de um fundo mútuo de investimento. A movimentação do mutuário possuía limites estreitos no que se referia ao saque e ao montante dos depósitos. Ela foi aplaudida por aqueles que atuavam no mercado de ações. Este limite mínimo em ações foi visto com temor por parte dos gestores dos fundos que desconheciam a mecânica deste mercado e desconfiavam de seu comportamento especulativo.

1 Para uma visão favorável vemos o artigo de O.G.Bulhões em (...)

O fundamental desta regulamentação era a visão acerca da importância estratégica de um mercado de capitais (especialmente do acionário) forte e que pudesse ofertar recursos baratos para o financiamento de empreendimentos, alternativos aos recursos captados nos bancos. Roberto Teixeira da Costa, que era o Presidente da CVM naquela época, revelou recentemente que o objetivo do governo era o de atuar de modo "educativo", no sentido de aplacar o que seriam preconceitos contra o mercado de ações (Anais ABRAPP (1991:35)). A atuação da CVM e das bolsas foi no sentido de convencer os integrantes dos fundos acerca da possibilidade de ganhos para as partes envolvidas nas transações, tendo, inclusive, encomendado um trabalho que revelava que no período 1969/1979 os únicos investimentos que suplantaram ganhos reais de 6% a.a. foram imóveis e ações (Rev. BOVESPA-out/79:15).

Na realidade, como revela Teixeira da Costa, a regulamentação da previdência privada e a resolução 460 estavam inseridas dentro de uma estratégia mais ampla de fortalecimento e diversificação do mercado de capitais, com especial ênfase em ações. Dentro deste movimento inseriu-se também a chamada Lei das S.A. de 1976. Resolvidas as questões institucionais era preciso destinar às bolsas os recursos necessários à sua expansão. O mercado ficaria muito frágil com o mero recebimento dos recursos oriundos de incentivos fiscais do D.L. 157. Mas contribuições aos fundos seriam contabilizadas como despesas operacionais

(...) Tendência 28/2/1978. A Edição Especial da Revista da BOVESPA de outubro de 1979 sintetiza o debate sobre o tema. As posições favoráveis foram defendidas por analistas dos mercados de capitais e as críticas foram defendidas por atuários.

dedutíveis de impostos, o que acabava por assemelhá-los ao D.L. 157 (Wald (1975:183)).

Aquela conjuntura econômica não poderia ser caracterizada como o principal fator explicativo. O apoio fundamental à regulamentação dos fundos parecia advir da filiação ideológica do Ministro e de seu "staff". A economia brasileira recebia fartos recursos dos bancos internacionais, não havendo uma demanda forte por recursos internos para investimentos. O investimento privado era fraco desde a desaceleração cíclica de 1974, ocasionada pelo primeiro choque do petróleo. Acontecia, porém, que a maior parte dos recursos destinados ao crédito privado provinha de recursos paraestatais, como o PIS/PASEP ou de empréstimos externos. **Era preciso dotar o país de fontes privadas de captação de recursos que não precisassem passar pela mediação do Estado ou por empréstimos externos.** Tratava-se de um primeiro passo, modesto, face a enorme massa de recursos que provinha destas fontes.

A análise de Tavares (1982) mostra que as reformas de 1964/66 não lograram fazer com que o sistema financeiro brasileiro captasse recursos para o longo prazo. Neste sentido, a regulamentação das EFPP seria um meio de criar uma captação cuja disponibilidade se desse a longo prazo. O país estava imerso no que chamariamos de uma "síndrome da liquidez", que era bancada pelos títulos estatais que traziam liquidez, segurança e rentabilidade. Isto não estimulava a possibilidade de se trabalhar com uma alteração na relação débito/crédito no sentido de captar em prazos menores e esticar o crédito para períodos maiores, baseando-se em cálculos atuariais e em certo risco. A

possibilidade dos bancos trabalharem como meros agenciadores do Estado e de recursos externos acabou por inviabilizar a criação de um mercado de crédito para o longo prazo.

Os fundos seriam o esteio de uma forma iminentemente privada de captação de recursos, que adviriam de uma negociação entre a empresa e o empregado e não passariam pela mediação do Estado. A aplicação dos recursos, bem como sua gestão se dariam utilizando os mecanismos do sistema financeiro privado, constituindo-se num novo mercado, possibilitando o abandono da mera intermediação entre Estado, ou setor externo, e tomadores finais.

Sua regulamentação deixava pressupor a profunda influência dos postulados de Drucker (1977). Isto porque o cerceamento na concentração em investimentos específicos, especialmente em ações e debêntures, revelava o intuito de não fazer dos fundos uma forma de conglomerar o capital e sim um mero veículo de financiamento via mercado de capitais, conforme as regras expostas acima. Eles seriam financiadores do setor privado uma vez que parte ponderável de seus recursos em bolsas (75%) destinava-se ao setor privado nacional e não poderiam representar mais do que 10% do capital total ou votante, o que tornava os fundos um meio de financiar, mas não de controlar estas empresas.

Este nos parece ser um ponto essencial. O II PND tinha por objetivo "fortalecer a pata fraca do tripé" composto pela aliança entre empresas estrangeiras, estatais e privadas nacionais. O diagnóstico do plano era a de que este último era a parte fraca, que precisava de um decidido apoio. Daí o revigoramento do BNDES

com os recursos do PIS/PASEP. A Resolução 460 seria outra fonte que deslocaria os recursos oriundos do fluxo mensal de contribuições previdenciárias. Seriam crescentes ao longo do tempo, à medida que mais empresas aderissem ao sistema de previdência privada.

Fica clara a conveniência da filosofia de Peter Drucker. Os recursos dirigidos ao setor privado ajudariam na sua capitalização e desonerariam os custos de captação, uma vez que ocorreria uma divisão dos riscos, não permitindo a assunção do controle do capital, em virtude das regras explicitadas. Isto beneficiaria um tipo de articulação que pulverizaria o controle acionário, permitindo que a empresa fosse controlada efetivamente por sua tecnoestrutura, que a conhecia e viabilizaria o crescimento se seu lucro. Além disto, havia o inconveniente de que a maioria dos fundos era mantido por empresas estatais, o que poderia representar um percalço e mesmo um risco potencial. Daí os elogios serem quase unânimes em relação a esta medida intervencionista. Tratava-se da colocação em prática de uma estrutura fortemente semelhante à do capitalismo americano, que era visto como uma vanguarda em termos de organização econômica, escapando dos riscos de uma crescente estatização da economia ².

1.2.2- O Segundo Mandato de Delfim

A substituição de Simonsen por Delfim se deu no fim do inverno de 1979. A principal razão foi o combate do segundo à

(2) A série de artigos da Revista Visão do primeiro semestre de 1977 enfatiza a esta colocação explicitamente.

estratégia de ajuste recessivo proposta pelo primeiro, em face das novas condicionantes do mercado financeiro internacional. Delfim propunha que seria possível crescer mesmo neste contexto e modificou vários componentes da economia, centrando-se na questão da já pesada dívida pública interna. A prefixação da correção monetária, a maxidesvalorização cambial e o controle de alguns preços seriam o sinal para a reedição do "milagre" realizado em seu primeiro mandato. Porém, naquela ocasião, ele possuía as benesses de uma conjuntura internacional muito favorável. Desta feita, ele pretendeu criá-las.

Segundo Costa (1988), a correção monetária situou-se sensivelmente abaixo da inflação real o que redundou numa fuga de capitais para ativos de risco como os mercados "spot", bolsas e imóveis. Além disto, a situação internacional ficaria sensivelmente agravada pela demora em aceitar as condições adversas oriundas das relações com a economia mundial, como aconteceu por ocasião do II PND. Esperava-se que a crise fosse passageira e que o ajuste seria desnecessário, pois novos investimentos consolidariam a capacidade de crescimento do Brasil

Neste contexto, não foram dispensadas maiores atenções aos fundos no que se refere à distribuição de seus investimentos. Na verdade, parece que ocorreu aqui uma certa continuidade na liberalidade anterior e a farta legislação tratava de problemas de gestão interna dos fundos ou ainda em ampliar os espaços para os investimentos, sem compungí-los a novas regras de distribuição dos ativos. Neste sentido, prosseguiu o ajuste e a adequação à legislação recente. Os dados mostram uma crescente adesão às

novas regras de antigos fundos, bem como a adesão de novas EFPP e isto parece ter absorvido a maior parte dos esforços dos responsáveis pela legislação do setor. A exemplo mais notório era a Resolução MPAS/CPC no. 1 que determinava que as fundações públicas poderiam adaptar seu plano atuarial em até 20 anos ou ainda manter as antigas ações de empresas mantenedoras, conforme a Resolução CMN 563, desde que não adquirissem novas ações.

Alterou-se, porém, o contexto econômico conjuntural. O país passava a ter dificuldades com o fechamento das contas do balanço de pagamentos, devido aos problemas em honrar a dívida externa. Mais além, os juros subiam em proporção astronômica e criavam um constrangimento ainda maior para a política econômica do governo Figueiredo. O ajuste imposto por Delfim em fins de 1980 assemelhava-se àquele proposto por Simonsen anteriormente. Nem haveria outra escolha. A ruptura com o sistema financeiro internacional exigiria uma coesão muito maior do que o governo poderia orquestrar com sua crescente desmoralização. Ela exigiria um diálogo mais democrático, o que colocaria a nú todas as suas falhas e inconsistências. Mais ainda, questionaria seu caráter hegemônico. A consequência do ajuste recessivo foi a de que 1981 foi o primeiro ano da história econômica brasileira registrada estatisticamente que revelou queda do PIB.

Para os fundos, não houve alterações substantivas quanto à regulamentação de seu portfólio. Prosseguia a política de ampliar os espaços de atuação das EFPP, ofertando maiores opções de investimentos. Isto seria verdadeiro, dentro de estreitos

limites, para o crédito imobiliário com recursos próprios, mercado de opções e futuro. Até 1981, verificamos que as únicas modificações que merecem menção foram a Resolução 707, de 27/10/1981, que elevou o mínimo de 10% para 15% de títulos públicos e equiparou os títulos da dívida dos Estados aos federais.

A primeira modificação relevante se deu com a Resolução CMN 729, de 24/3/1982, que elevou o patamar mínimo de aplicações em títulos públicos para 30% podendo, composta aos demais títulos da dívida pública, chegar a um máximo de 50% das aplicações conforme os itens (a) e (d) discutidos para a Resolução 460. A legislação facultava a adequação às exigências até o final do ano.

L. C. Mendonça de Barros, citado por Costa (1988), percebeu corretamente o espírito que animava esta modificação (Costa (1988:19)). Ela tinha a ver com a instabilidade inerente à reversão das condições que regeram a economia brasileira até então³. Tratava-se de algo inédito, que colocava em cheque toda a estrutura econômica vigente no país podendo instabilizar o mercado de títulos públicos e gerar uma fuga maciça dos recursos aí invertidos para outros fins. A criação de um mercado cativo para estes títulos poderia assegurar, a qualquer tempo, a manutenção de um estoque mínimo em poder do setor privado, além de uma entrada rotineira de recursos, assegurada pelo fluxo positivo de recursos previdenciários de um sistema em rápido crescimento. Somariam-se a estes os recursos de outros investidores institucionais. Esta intenção não passou

³ Carneiro (1991) na Introdução à tese.

desapercebida e as críticas não tardaram .

Na prática, porém, este panorama não alterou a posição já verificada nos fundos. O percentual detido pelos mesmos equivalia ao decretado. A diferença maior estava na proibição de fuga destes recursos para outros fins. Estas regras foram mantidas para o ano de 1982.

Em 11/1/1983, passou a vigorar a Resolução 794, que modificou a distribuição dos títulos públicos, introduzindo um mínimo de 10% do patrimônio para os títulos da dívida estadual e arbitrando um mínimo de 20% para LTN e OTN. No mais, o máximo a ser aplicado em imóveis e empréstimos baixou de 40% para 35% no conjunto. Eram importantes também as proibições de possuir mais de 5% do capital votante de uma empresa ou 20% de seu capital total. As ações das patrocinadoras deveriam respeitar as mesmas regras desde que fossem companhias abertas (nunca foi permitida a posse de outros tipos de ações). No mais, as dívidas previdenciárias das patrocinadoras com os fundos não deviam ultrapassar ao máximo de 10% do patrimônio total delas.

Esta regulamentação acabou por consolidar a tendência intervencionista por parte dos responsáveis pela política econômica. A principal prova disto foi a compulsoriedade na compra de títulos da dívida pública de Estados, que antes era facultativa. Tratava-se de criar um mercado cativo para títulos de liquidação muito duvidosa, considerando sua saúde financeira.

4 Matsumoto (1982:98) Sua crítica mostra o perigo do uso por parte do Estado destes recursos como forma de protelar a questão fiscal, evocando a experiência européia dos anos 1940.

Isto se agravava diante da já precária situação do próprio governo federal, que tinha grandes problemas de solvência para seus próprios débitos, por causa da situação herdada dos anos 1970. O endividamento perturbou em definitivo as finanças do Estado brasileiro. A adoção desta formulação inspirava-se nos princípios propugnados por Rifkin & Barber (1978), que defendiam a utilização de recursos para benefícios dos interessados, sendo necessária a observância de uma estratégia mais global.

Neste interim, ocorreu o "setembro negro" de 1982. Caracterizou-se pela moratória mexicana, que quase levou ao colapso o sistema financeiro internacional. O mercado de crédito voluntário fechou-se rapidamente, inversamente à política exageradamente expansionista dos anos 1970. O FMI foi acionado pelos países em dificuldades para fechar as contas externas e impôs sua terapia ortodoxa para a normalização dos compromissos externos, via reordenamento das finanças públicas dos Estados nacionais. Esta política visava principalmente garantir os compromissos internacionais e evitar eventuais pânico financeiros. Os problemas já verificados para o fechamento do balanço de pagamentos tornavam-se ainda mais cruciais diante da grave ameaça que estes eventos revelavam aos bancos credores internacionais, que poderiam ser abalados por uma crise de confiança por parte de seus depositantes. O "modo de vida" ocidental do pós-guerra estava em jogo. Ao governo brasileiro coube aceitar as condições, dada sua fragilidade política.

Isto é essencial para compreender a legislação que envolveu os fundos de pensão. O governo elegeu os fundos como

financiadores privilegiados de sua estratégia desesperada de reordenamento. Seus capitais eram vultosos e a defesa de seus interesses ainda não estava consolidada. Seu portentoso patrimônio e a importante entrada de novos recursos permitiriam uma securitização parcial da dívida pública interna do país.

Uma política econômica que não assumisse a responsabilidade estatal pela dívida externa causaria, provavelmente, um enorme problema de liquidez por parte das empresas endividadas na aquisição de divisas, dada a restrição cambial do país e o pequeno grau de abertura exterior da economia. Poderia onerar seus débitos externos a ponto de torná-los insuportáveis às mesmas, causando riscos de insolvência generalizada ou paralização de investimentos estrangeiros, devido aos riscos cambiais potenciais derivados de fuga de capitais. Esta crise geraria ainda a queda da rentabilidade dos investimentos, face ao encarecimento do dólar, induzindo a uma perspectiva de recessão e de enfraquecimento do setor privado da economia, o que comprometia também todos os esforços da estratégia posta em ação pelo regime militar em torno do projeto de tornar-se grande potência mundial.

A intervenção seguiu de perto o padrão de atuação da política econômica desde o "milagre", no sentido em que as empresas estatais foram chamadas a gerar o dinamismo necessário ao desenvolvimento do capital nacional associados ao capital transnacional. No "milagre", elas foram a origem de grandes investimentos, ocorrendo o mesmo na primeira fase do governo

Geisel, até 1976. O final deste governo utilizou as estatais para o fechamento das contas externas, visando a consecução das metas do II PND, via ajuste monetário do balanço de pagamentos. A gestão Delfim utilizava as EFPP, cujo patrimônio era em mais de 90% ligado ao setor estatal, para financiar as necessidades das contas públicas. Tratava-se, portanto, de uma forma institucional renovada de atuar segundo estratégias mais antigas.

Outra medida foi o Decreto-Lei 2065 de 26/10/1983, que revogou o parágrafo terceiro da Lei 6435/77, que tratava da imunidade tributária das EFPP. Isto significou que os ganhos no mercado financeiro que superassem a correção monetária deveriam estar sujeitos a tributos sobre operações financeiras e retenção de imposto de renda na fonte. Isto significaria, de imediato, uma nova fonte de ganhos para o Estado, com a entrada de novos recursos tributários. Estabeleceu-se, então, um debate sobre a forma de atuação social dos fundos e se eles possuíam imunidade ou isenção tributária. A questão não era semântica. A imunidade assegurava garantia permanente do não recolhimento de impostos. Já a isenção era uma garantia temporária, podendo ser revogada pelas autoridades competentes. Assim interpretava o governo.

Haviam dois argumentos contrapostos. Por um lado, a sociedade podia entender que os recursos que ultrapassassem a este limite eram supérfluos do ponto de vista previdenciário, ao atenderem somente a uma "elite", corroborando a equidade da tributação. O outro ponto de vista assumia que a previdência estatal social era insuficiente para assegurar o bem-estar dos aposentados, cabendo à iniciativa privada suprir esta carência.

Tratava-se de repassar ao setor privado uma atribuição estatal por excelência. Daí ela ser merecedora das mesmas condições oferecidas pela previdência gerida pelo Estado.

Este é um debate difícil. De toda forma, é típica a decretação de novas regras sem prévio debate na sociedade brasileira. Isto corrobora, uma vez mais, a atuação da política econômica que utiliza os fundos para seus ensejos mais emergenciais sem um cuidadoso estudo das consequências destes atos. Isto porque se o imposto diminuísse os ganhos, dificultaria a obtenção de resultados positivos que possibilitassem o cumprimento das normas contratuais dos fundos, exigindo um aumento das contribuições totais, dada a queda do juro atuarial, podendo redundar no aumento de tarifas ou de repasses do tesouro.

No ocaso da gestão Delfim, assistimos ainda a decretação da Resolução 964, de 12/9/1984 que elevou a aplicação mínima em títulos da dívida pública federal de 20% para 35%. Os demais quesitos não sofreram modificações, à exceção da imposição de um teto máximo de 10% do patrimônio total a debêntures não conversíveis em ações, que não tinham maiores reflexos aparentes sobre os portfólios. A intenção aqui, uma vez mais, foi a de assegurar recursos para que o Estado acertasse suas contas.

Esta atitude se deu em função da estratégia de crescimento dirigida para o mercado externo em detrimento ao do mercado interno, via uma política recessiva, "liberando" parte da produção para exportações. A recessão agravou a arrecadação tributária e isto se tornou ainda pior com o crescimento das

exportações, que, em geral, redundavam em renúncia fiscal afim de incrementar competitividade nos mercados estrangeiros. Daí a necessidade de amealhar recursos para o pagamento de contas, e, principalmente, para a aquisição das divisas de propriedade dos exportadores afim de utilizá-las para recompor as reservas internacionais e honrar o serviço da dívida externa "estatizada".

A atuação da Gestão Delfim caracterizou-se pelo pragmatismo e pela intenção em aliviar os problemas de curto prazo sem nenhuma preocupação com uma reforma tributária mais coerente e sistemática. Aos fundos foram impostas atribuições semelhantes àquelas anteriormente impostas às estatais, que eram suas principais mantenedoras. Os problemas a nível atuarial não foram preocupantes a nível imediato, dados os altos juros. Mas poderiam trazer repercussões sérias a longo prazo, dado o estado lastimável das finanças públicas e as consequências disto para a economia brasileira, em termos de aumento da miséria e queda geral do padrão de vida, já muito deteriorado.

1.2.3- Interregno Dornelles

A gestão de Francisco Neves Dornelles marca o início da Nova República. Sob o aspecto econômico não pudemos detectar importantes mudanças em relação à "Velha República". Basta dizer que ele era o responsável pela receita federal no ocaso da mesma, sendo o signatário dos pareceres sobre a não imunidade das EFPP.

No plano econômico, seu diagnóstico era conservador. Ele

considerava os gastos públicos excessivos como a principal causa do déficit público. Daí ele procurar realizar cortes no gasto e elevar as taxas de juros como forma de financiá-los de "modo não inflacionário". Ele reintroduziu a prefixação da correção monetária com base na média dos três meses anteriores ao exercício dela. Assim, num momento de inflação cadente e estável o juro real revelou-se elevadíssimo, ao contrário do segundo momento onde verificou-se uma reaceleração dos índices que exigia outras medidas para evitar a fuga de capitais. Isto acabou redundando em novas elevações dos juros, dado o diagnóstico de inflação de demanda. As divergências com o Ministro João Sayad, do Planejamento, acabaram num impasse, pois ele encarava a dívida como um processo de ajuste do Estado face à nova conjuntura internacional. A ineficiência da terapia de Dornelles acabou forçando sua renúncia.

No que se refere às EFPP, este foi um período de ajuste da lei à realidade econômica. Ela significou um retorno à situação existente na Resolução 764/83 que foi modificada pela Resolução 964/84. A Resolução 1025, de 5/6/1985, proibia tão somente a venda de títulos públicos federais adquiridos até 30/4/1985. O ajuste poderia se dar via novos recursos tornando sua aplicação menos rígida. Esta atuação revelou uma postura mais liberal, parecida com as convicções do próprio Ministro, significando um retorno a postulados de menor risco da carteira mediante maior diversificação, conforme propôs Drucker (1977).

O ano de 1985 foi um ano de estudos quanto às parcelas de dedutibilidade das contribuições às EFPP por parte das empresas,

ou seja, sobre o estabelecimento de patamares para a dedutibilidade ou não dos recursos. Tratava-se de um debate que buscava estabelecer até que ponto estas entidades substituiriam a previdência social.

1.2.4- Funaro e a Nova Política Econômica

Num primeiro momento, a política econômica de Funaro aproximou os Ministérios da Fazenda e do Planejamento. A primeira consequência da troca de ministérios foi a baixa dos juros que que não se traduziu em nenhum desastre, como Dornelles dizia.

Merece destaque a reforma tributária promovida em fins de 1985, que melhorou consideravelmente as finanças do Estado, dado o encurtamento de prazos de recolhimento e repasse dos tributos e contribuições. Isto daria um fôlego maior para a gestão do Estado, permitindo um melhor equacionamento de seu déficit. A recuperação das tarifas públicas, mesmo que parcial, foi outro elemento de alívio para o Tesouro Nacional, dada a menor necessidade de repasses às empresas estatais.

A grande modificação, contudo, se deu com o Plano Cruzado. A desindexação, marcada pelo fim da correção monetária generalizada dos contratos, e pelos descontos dos contratos previamente indexados, colocava a economia brasileira em uma nova realidade que deveria estar livre das ilusões dos rendimentos nominais oferecidas pela correção monetária. O impacto sobre a inflação foi enorme, no sentido em que ela baixou a patamares ao redor de 1% ao mês, quando antes ultrapassava aos 14%. No mais, houve uma

reposição salarial pela média da inflação do semestre adicionada a um abono de 8% , que se elevava a 15% para o salário mínimo. Isto se devia ao temor de que a situação social se deteriorasse.

O aumento do poder aquisitivo médio real e a queda dos juros, redundaram numa enorme corrida ao consumo e em busca de ativos reais, notadamente no mercado de ações, num primeiro momento, e do ouro e do dólar, num segundo momento. Isto revelou a busca de novas formas de valorização do dinheiro, dado o fim da correção monetária e da postura especulativa que caracterizava o mercado financeiro brasileiro. Após o "boom" das bolsas houve um período de incertezas, em que ocorreram fortes perdas.

Na realidade, tanto o comportamento do consumidor quanto o comportamento dos investidores pareciam refletir a desconfiança quanto à factibilidade do Plano. Uns procuravam proteger seu patrimônio buscando ativos mais rentáveis, outros antecipavam o consumo, pelo temor de perda do poder de compra. O crescimento do consumo redundou em forte ágio sobre os preços de tabela dos principais produtos, o que já sinalizava uma inflação reprimida.

Decorreu daí o papel a ser exercido pelos fundos de pensão. A equipe econômica já detectava os problemas gerais da economia e o fato do investimento não estar sendo reativado, excessão feita às menores empresas. Era necessária a reativação do Estado. Ele carecia de recuperar seu papel histórico na economia brasileira. Surgiu a proposta do FND, com base em recursos arrecadados junto aos bancos, empréstimos compulsórios e das contribuições de EFPP de origem estatal. Estes recursos seriam remunerados de acordo

com as LBC, que seriam títulos de regulação da liquidez no mercado financeiro. A diferença fundamental estaria no resgate de seus recursos num prazo de dez anos e na sua destinação ao **setor produtivo estatal, que contaria com estes novos recursos para recuperar seu papel histórico.**

A legislação que realizou esta alteração foi a Resolução 1168, de 11/8/1986. Ela se seguiu ao pacote de julho e tinha sido antecedida pela Circular BACEN 1046 que proibia a aquisição de LBC por parte das EFPP. A resolução elevava o patamar mínimo de investimentos em ações para 25%. Isto parecia atender ao crescente ensejo de fortalecer o mercado de ações. **A principal modificação, porém, foi o deslocamento dos recursos que financiavam exclusivamente a dívida pública.**

Os investimentos em títulos da dívida pública federal ou estatal estavam abolidos no que se referia à compulsoriedade. As EFPP mantidas pelo setor privado poderiam compor o mínimo de 30% em títulos públicos com estes títulos, o que não era facultado às EFPP patrocinadas por empresas estatais. **Isto pressupunha uma imensa elevação dos recursos mobilizados pelo setor produtivo estatal, que serviria ao seu autofinanciamento.** Tratava-se, ainda que ligado à problemática estatal, do argumento de Glatt (1975), que via nos fundos um ótimo instrumento para tal.

Os investimentos em imóveis não deveriam ultrapassar 10% e os empréstimos a participantes 7%. No mais, valiam as regras estabelecidas anteriormente. Cabe notar que a Resolução BC no. 1148, de 26/6/1986, proibia a concessão de empréstimos adicionais

a participantes até o fim do ano. Isto mostra como a conjuntura econômica ainda norteava as intervenções.

A resolução 1168 revela com muita ênfase a mudança de orientação da política econômica. Os fundos deveriam ajudar a financiar o investimento, para permitir o crescimento da economia brasileira. Os investimentos de origem especulativa, como os imóveis, deveriam ser restritos, pois induziam a manipulação de espaços urbanos, um fenômeno característico da América Latina (Lessa & Dain (1982:225/6)). A orientação agora era a de uma participação no investimento. Esta lei revela a formação inequivocamente desenvolvimentista que pode ser associado à equipe econômica da gestão Funaro.

Os prazos para o enquadramento às regras se dariam até 30/4/1987. As OFND seriam uma forma de viabilizar o alongamento do perfil da dívida pública, referente ao setor produtivo estatal, o que governos anteriores não lograram. No caso das ações, vemos o reforço do mercado de risco e um apoio mais decidido ao mesmo. Este seria um modo, também, de impedir uma fuga maior de recursos num momento instável. Quanto aos empréstimos ou a questão dos imóveis, verificamos a preocupação em não criar benesses adicionais aos segurados destes fundos, reprimindo também a elevada propensão a consumir de então.

Um grande problema do Plano Cruzado era a pressão exercida pelo setor externo. A medida que a economia se recuperava, ficava claro que diminuía a oferta de produtos para a exportação, devido ao maior consumo interno e à fixação da taxa cambial. O não

equacionamento da questão cambial acabaria por estrangular os compromissos externos. No plano interno, este constrangimento cambial foi crescente. A tentativa de ajuste via elevação da remuneração das LBC, como forma de inibir a tendência especulativa, acabou servindo como um sinalizador para o crescimento da remarcação preventiva de preços e, sobretudo, pela maior disseminação do ágio. Todos os indicadores revelavam o descontrole da economia, mas os ajustes só foram tentados após o pleito eleitoral de novembro de 1986.

Quando isto ocorreu, houve uma corrida pela remarcação de preços, o que reveteu o quadro e gerou expectativas pessimistas, induzindo a um novo descontrole das variáveis de política econômica. O governo decretou a moratória, como uma forma de reaglutinar apoio, mas estava desgastado. De toda forma, parecia restar a esperança de que as medidas de julho e a reforma fiscal de dezembro reforçassem a arrecadação do governo e permitissem um melhor controle sobre a economia, além da possibilidade renovada de crescimento sustentado via novos investimentos do setor produtivo estatal.

1.2.5- Gestão Bresser

A troca de Funaro por Bresser em abril de 1987 revelou a intenção de não romper com as tentativas heterodoxas, mas buscou um acadêmico mais convicto da efetividade das políticas monetária e fiscal do que a equipe anterior em termos do contexto local. No mais, ele achava possível abandonar a moratória sem causar danos

ao ensejo desenvolvimentista do país.

Bresser também divulgou um plano de estabilização. Este plano, porém, teve um alcance mais moderado e não pretendeu durar mais do que o necessário para uma queda nos patamares inflacionários. As reformas da era Funaro e o FND não tiveram continuidade e seus recursos passaram a financiar a dívida pública, como mostram Oliveira & Biasoto (1988). Antes da gestão Bresser, o BNDES esperava destinar 1,8% do PIB a investimentos de empresas privadas com a captação de suas fontes tradicionais e fornecer recursos da ordem de 1,5% do PIB ao setor público via OFND. A captação via bancos e compulsórios foi abandonada como forma de diminuir a tributação e reaquecer a economia. E os fundos não foram pressionados no sentido de se "enquadrarem" integralmente à Resolução 1168.

A não continuidade dos programas de investimentos ensejou a não retomada do crescimento econômico, colocando em xeque a capacidade de arrecadar impostos do Estado e de utilizar suas prerrogativas como forma de possibilitar o desenvolvimento econômico. Além disto, a não remuneração de parte da inflação fez com que os fundos revelassem perdas atuariais, dado que seus planos demandavam, tradicionalmente, um juro atuarial positivo sobre o investimento corrigido.

Nesta tentativa de conciliar as partes foi que se introduziu a Resolução 1362, de 30/7/1987, que foi a base da configuração **legal atual**. Ela mantinha os percentuais da resolução 1168 mas elevava o máximo para investimentos em imóveis para 20% e ainda

permitia empréstimos imobiliários aos participantes até um máximo de 10% do patrimônio. Quanto as debêntures, não podia haver concentração superior a 4% por emitente do total do patrimônio. Quanto as ações, não podiam ultrapassar a 4% do capital do fundo, 8% do capital votante da empresa e 20% do capital total. No mais, as retenções por parte da patrocinadora não poderiam ultrapassar a 10% do patrimônio líquido total e o fundo não pode atuar como instituição financeira. Era mantida, portanto, a maioria das restrições existentes na Resolução 460.

A gestão Bresser passou a verificar a impossibilidade de conciliar os interesses dos credores internacionais, nacionais e as finanças públicas no estado em que se encontravam. A tentativa de promover uma reforma fiscal mais profundo esbarrou em fortes resistências políticas, que inviabilizaram a continuidade da gestão, pondo fim à derradeira tentativa de discurso heterodoxo do Governo Sarney.

1.2.6- Gestão Mailson da Nóbrega

Inviabilizadas as reformas propostas por Bresser Pereira, o governo optou por uma solução "caseira" com a nomeação de Mailson da Nóbrega. Como funcionário estatal de carreira serviu ao regime militar e ocupou cargos-chave na gestão Delfim. Seu retorno sinalizava com uma revalorização do pragmatismo, o que agradava ao mercado financeiro, no sentido dele não possuir predicados acadêmicos que o tentassem a novas experiências heterodoxas.

Tratava-se de um retorno à política econômica ortodoxa, que revalorizou os instrumentos convencionais de política monetária e fiscal. O principal reflexo desta postura estava na clássica visão monetarista de que a colocação de títulos da dívida não era inflacionária no sentido em que os credores assentiam em financiar este débito. O problema desta proposta estava em que, adotando esta postura, o governo passava a disputar recursos no mercado financeiro com o setor privado, elevando os juros correntes. Numa economia capitalista moderna, cujo eixo é o crédito, isto acarretaria um aumento de custos, uma vez que o custo do crédito é parte componente do preço da mercadoria, dado o caráter oligopólico da economia que logra realizar este repasse. Como as cadeias produtivas e a relação inter-industrial são complexas, muitas transações são a termo, o que incrementa ainda mais o papel do juro no crédito e da relação custo/oportunidade, face às decisões cruciais dos agentes.

No mais, o elevado estoque da dívida pública acabava por potencializar os problemas do Estado, no sentido em que os juros eram o principal componente de despesas do Tesouro. Houve ainda uma forte pressão para a compra das divisas cambiais, instabilizando o precário estado das finanças públicas. A consequência da ortodoxia, portanto, foi o agravamento da situação do Tesouro com uma forte aceleração dos índices inflacionários, pois os agentes temiam por uma reversão no quadro conjuntural, tendo em vista os riscos de descontrole inflacionário. Todos buscavam proteger-se contra eventuais intervenções econômicas, antecipando suas remarcações e atuando

de forma preventiva. Isto tornava inócua toda a tentativa de controle clássica. Não se podia esperar a estabilização da inflação em patamares de 20% da forma como propugnava o Ministro. De toda maneira, foi realizada uma tentativa de recuperação das tarifas públicas. O quadro diverso e explosivo reverte esta política em fins de 1988, quando foi tentado um tímido pacto social, num governo desmoralizado.

O retorno à ortodoxia revelou uma atuação junto às EFPP em tudo similar àquela realizada pela gestão Simonsen ou pelo início da gestão Delfim. Foram ampliados espaços de atuação dos fundos. Destacamos a possibilidade de compor em até 4% do patrimônio na parte referente aos títulos da SIDERBRAS dentro do percentual destinado às OFND, conforme a Resolução 1512, de 8/9/1988. Tivemos anteriormente a Resolução 1446, de 5/1/1988, que permitiu às EFPP utilizar o FGTS de seus associados para financiamentos imobiliários. Temos ainda o Comunicado BC/SPC 22, de 29/9/1988, facultando as aplicações em ouro e poupança num máximo de 10% do patrimônio (para ambos).

Estes foram ajustes ao arcabouço da Resolução 1362. Deve-se destacar apenas o caso de somar os recursos das EFPP aos fundos do FGTS, que permitia uma atuação potencialmente decisiva no mercado imobiliário, em substituição aos agentes tradicionais.

A instabilidade gerada por esta administração, somada aos preocupantes "repiques" inflacionários, acabou por impor um novo congelamento de preços e salários em janeiro de 1989. O Plano Verão buscou deter a instabilidade potencial que estava latente

e, como no Plano Bresser, não reconheceu parte da correção monetária do período anterior. Foram extintas todas as formas de indexação anteriormente existentes, buscando recuperar o espaço da política monetária e fiscal nos moldes mais tradicionais. As circunstâncias nas quais ocorreu o plano foram problemáticas, gerando uma rápida reaceleração dos patamares inflacionários. A demora em fixar novos indexadores causou tumulto e insegurança, o que exigiu uma forte alta nos juros da dívida pública, para evitar trocas repentinas na composição do portfólio. Esta indefinição fez com que os elevados juros se tornassem o piso dos repasses de custos dada a inexistência de outros parâmetros, e que recolocou um forte componente de instabilidade na economia. A ação do plano foi de fôlego curto, não resolveu seus problemas mais graves e ficou refém de altos juros, para evitar uma corrida aos mercados "spot", equase detonando uma hiperinflação.

Discustia-se, então, qual a taxa real do juro. Comparado aos indexadores oficiais de correção monetária, ele estava em flagrante desrespeito à Constituição brasileira. Mas se observarmos a sistemática de cálculo destes índices, verificamos que ele era calculado pela variação média de preços entre os dias 15 de cada mês. Como ele era divulgado no dia 30, tinha um mês de defasagem entre a inflação medida e a sentida naquela data. Num contexto de aceleração inflacionária, podemos perceber que esta defasagem diminuía o que se poderia considerar juro real.

Neste contexto turbulento, não percebemos radicais alterações na legislação referente às EFPP. Houve pouca intervenção face aos anos anteriores. O fato mais notório foi a

diminuição do percentual mínimo de 25% em OFND para 15%, podendo o restante ser composto com debêntures conversíveis de empresas estatais, conforme a Resolução 1612 de 23/6/1989. Esta política teve sucesso devido à faculdade de se utilizar uma cesta de indexadores para efetuar a correção monetária (facultando a escolha do índice mais propício ao investidor), diminuindo os riscos dos choques econômicos e do não reconhecimento integral da correção monetária de determinado período. Passou a ser obrigatória a aquisição de 5% em letras hipotecárias da CEF.

Os ajustes readequaram as exigências quanto às OFND dada a não obediência do disposto em Resoluções anteriores. A permissão da composição deste percentual com debêntures foi interessante pelos novos mecanismos de indexação oferecidos e por não desviar-se das antigas propostas quando da regulamentação das OFND. Isto comprovou o caráter pragmático da gestão. Estas possibilidades abriram espaços importantes para a SIDERBRAS, no processo de privatização, e para TELEBRAS, que, quando da conversão das debêntures, passou a ter a ação mais disputada nas bolsas do país. Seja como for, este governo será lembrado pela perigosa herança que deixou ao sucessor.

1.2.7- Era Collor

O Presidente Collor prometeu "derrotar o tigre da inflação com um só tiro". Seu "tiro" foi o confisco de M4, com a liberação mínima de 50 mil cruzeiros ou 20% do total aplicado. Esperava-se com isto impedir a fuga de recursos, num contexto de grave risco

hiperinflacionário. Com a queda elevada da liquidez, a economia precisou realizar um forte ajuste, que exigiu a recomposição imediata da liquidez, mediante preços promocionais, provocando queda da inflação.

Muitos dos problemas ocorreram em face da incapacidade do Estado em gerir o Plano. A sociedade criou, diante desta situação, meios de expansão da liquidez como o repasse de duplicatas no sentido vertical do processo de produção ou pela antecipação de receitas e despesas. A antecipação de despesas se deu também pela via tributária. Como o governo este era um grande devedor, ele utilizava estes recursos para ressarcir vários de seus credores, reintroduzindo liquidez. Isto acabou por liberar recursos para a recomposição da liquidez. Estes fatos representam parte dos problemas do Plano, pois muitas medidas de ordem técnica poderiam ser questionadas. O combate ortodoxo à inflação foi materializado pelo aprofundamento da recessão.

No que concerne aos fundos, verificamos que o bloqueio de liquidez obteve pleno êxito, no sentido em que sua recomposição de liquidez não seria possível, dada sua composição societária. Dados do Banco Central sugerem que eles foram o maior grupo de investidores a terem os recursos retidos. O **reflexo mais contundente do Plano Collor I foi a queda dos preços dos ativos que diminuíram muito o patrimônio das EFPP.** Isto foi verdadeiro principalmente para as ações. Os imóveis pareciam o esteio da rentabilidade, mas os negócios foram exíguos.

No entanto, o efeito mais importante do Governo Collor sobre

os fundos foi o Plano Nacional de Desestatização (PND). Ele viria de encontro à necessidade de, com a venda de ativos estatais, diminuir parte do oneroso estoque da dívida pública, além de liberar estas empresas para uma política de mercado mais agressiva, o que se tornava difícil em face da situação do Estado. Dentro desta perspectiva, os fundos deveriam adquirir compulsoriamente os Certificados de Privatização (CP), sem remuneração definida. A reação dos fundos foi rápida e conseguiu evitar a compra destes títulos via ação judicial junto ao STF.

Isto não chegou a perturbar os planos do governo. A legislação posterior liberou uma série de títulos da dívida, como as OFND, debêntures de estatais ou TDA para poder participar dos leilões de privatização.

A legislação do período diminuiu os impedimentos na composição do patrimônio. A participação acionária proporcional nas empresas tenderia a aumentar, podendo conferir maior poder aos fundos. A principal medida foi a Resolução 1981, de 28/5/1991, que liberou os fundos dos constrangimentos legais para fins de aquisição de empresas a serem privatizadas. Muitas outras medidas foram tomadas no sentido de igualar o tratamento dispensado aos fundos àquele destinado ao sistema financeiro. A mais importante delas foi a MP 294 que visava transferir a fiscalização das EFPP para a órbita do Ministério da Economia. Os fundos reagiram e a Justiça lhes concedeu ganho de causa. Era uma maneira renovada de regulamentar as EFPP, tornando-as solidárias aos problemas conjunturais e às estratégias da política econômica. Tratava-se de uma nova tentativa de questionar o

caráter assistencial dos mesmos.

A conjuntura, porém, revelava a volta dos antigos problemas, agravados por uma mega-recessão. Zélia Cardoso de Mello foi substituída por Marcílio Marques Moreira. O objetivo maior era a rápida tramitação de um acordo da dívida externa, dada a larga experiência deste e as condições do contexto internacional. Verificamos ainda a execução do Plano Nacional de Desestatização, que revelou todo o poder dos fundos e que dividiu a opinião pública quanto à sua legitimidade. A nova gestão passou a executar os desígnios da antiga. A legislação tendeu a balizar a participação dos fundos no processo.

Os escândalos do Governo Collor, porém, se avolumavam e tornavam impossível sua permanência no poder. Ele foi afastado em setembro de 1992 e Itamar Franco assumiu a Presidência da República. O Plano Nacional de Desestatização passou por um período de incertezas que se refletiu numa obstrução temporária à participação dos fundos no processo. As denúncias de amplo favorecimento dos funcionários de estatais com a destinação de recursos do Tesouro para os fundos fortaleceu esta crítica. Mas isto foi contornado e o leilão da CSN permitiu que os fundos participassem, embora tardiamente

CONCLUSÃO DO CAPÍTULO 1

Os dados referentes aos fundos de pensão mostram uma relevância inequívoca dos mesmos na economia brasileira. Seus vultosos recursos são cada vez mais cobiçados por vários setores.

Isto foi especialmente verdadeiro no caso do Estado. No período enfocado, ele mergulhou numa crise sem precedentes. O Estado perdeu, paulatinamente, sua capacidade de coordenar e estimular a economia brasileira. A crise foi agravando o quadro conjuntural e perdeu-se a capacidade de agir de acordo com uma orientação mais estratégica face aos novos condicionantes internacionais.

Os fundos foram obrigados a financiar parte da dívida assumida pelo Estado via compra compulsória de títulos públicos como as ORTN ou as OFND. As tentativas de recuperar a importância do Estado, materializada pelas OFND, por exemplo, foi de fôlego curto. Estes títulos acabaram financiando a dívida pública em condições mais desfavoráveis do que os títulos rolados no "overnight". O crescente encilhamento do Estado foi a causa de grandes perdas para os fundos, mediante o não reconhecimento arbitrário de parte da correção monetária devida, estando na origem de várias ações judiciais perpetradas pelos fundos, para reagir às imposições estatais.

Os fundos acabaram confundidos com fiadores compulsórios dos

débitos do Estado, que se encontrava incapacitado de cumprir seu papel de regulador da economia. Os fundos, neste contexto, foram apenas uma vítima das difíceis circunstâncias vivenciadas por nossa economia. A regulamentação estudada não deixa de apresentar algumas similitudes com aquelas impostas aos antigos IAP, redundando na necessidade de reformar a previdência nos anos 1960, dada a situação atuarial gerada.

Mas não podemos deixar de reconhecer que foi o Estado que impulsionou significativamente este segmento. Os primeiros fundos a se consolidar pertenciam às empresas estatais. Ainda hoje são as empresas estatais as que mais oferecem este tipo de benefício, proporcionalmente à sua representatividade na economia, além de deter cerca de 83% dos recursos totais das EFPP.

Sua regulamentação conseguiu dirimir a péssima impressão existente acerca da previdência privada devido ao escândalo dos montepios nos anos 1970.

Toda esta ordem de questões é essencial para repensar o papel do Estado face à previdência privada. A regulamentação estatal deve levar em conta os problemas atuariais e o regime jurídico dos fundos. Isto se relaciona com a recente discussão sobre a auto-regulamentação dos fundos. Muitos propõem que atualmente há um amadurecimento do sistema, de modo que as Resoluções do Banco Central não mais seriam necessárias. Cabe analisar esta proposição à luz da experiência dos fundos ao longo dos anos, principalmente frente às suas relações com o Estado, o que faremos ao longo do trabalho.

CAPÍTULO 2: INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO E MERCADO DE CAPITAIS

"Procuramos conformar-nos ao comportamento da maioria ou da média. A psicologia de uma sociedade de indivíduos, cada um dos quais procurando copiar os outros, leva ao que podemos denominar rigorosamente de opinião convencional."

Lord KEYNES

O capítulo precedente estudou as relações entre política econômica e as EFPP. A distribuição dos investimentos e a rentabilidade dos fundos é explicada fundamentalmente pela ação do Estado. Muito do que pode ser avaliado como positivo ou negativo neste universo se deve à sua ação. A consolidação deste segmento de mercado seria um exemplo. O "calote" de parte dos débitos das "moedas podres" seria outro.

Cabe agora aferir, de maneira mais precisa, como atuaram os fundos. Quando eles foram regulamentados, esperava-se que desenvolvessem o mercado de capitais, tornando-se um segmento primordial na economia brasileira. Passaram-se 15 anos desde a regulamentação da previdência privada. O acúmulo de capitais e experiência já admite uma avaliação mais precisa. Esta é a proposição do presente capítulo. Tentaremos traçar um perfil das EFPP, de modo a descrever o funcionamento do setor, mostrando importância dos fundos nos segmentos em que atua, através do peso relativo de seus recursos nos mesmos. Num primeiro momento, tentaremos avaliar o desempenho das EFPP. A seguir, esmiuçaremos sua importância nos mercados de capitais, enfatizando sua magnitude perante aos mesmos. Por fim, evocaremos algumas das poucas evidências atuariais agregadas.

2.1- DESEMPENHO DOS FUNDOS DE PENSÃO

As informações a respeito do desempenho dos fundos de pensão só pode ser efetuada de modo global. Não encontramos dados suficientes para avaliar cada investimento em separado. Os relatórios das EFPP não divulgam estas informações igualmente. Daí a esterilidade da maior parte dos comparativos sobre a eficiência dos fundos com outros investidores.

Tab. 2.1.1.- **COMPARATIVO DE RENTABILIDADE DAS EFPP (em unidades)**
por faixas de patrimônio (em US\$ milhões)

rentabilidade a.a	+ de 100		de 20 a 100		menos de 20		total	
	89	89/90	89	89/90	89	89/90	89	89/90
mais de 18	5	1	13	7	23	14	41	22
de 12 a 18	4	1	7	8	5	6	16	15
de 6 a 12	2	3	13	9	5	5	21	21
de 0 a 6	10	12	8	19	9	18	27	49

FONTE: CONSOLIDADO ESTATISTICO ABRAPP- outubro de 1990.

De toda maneira, dispomos de dados globais que auxiliam na tentativa de realizar algumas avaliações. Se tomarmos o primeiro patrimônio divulgado em 1980 e realizarmos um cálculo de **taxa interna de retorno**, considerando que as entradas e saídas de recursos totais para fins de pagamento de aposentadorias se dão, concomitantemente na metade de cada ano, e tomarmos o patrimônio divulgado ao final de determinado período, podemos avaliar, de modo global o desempenho do fundo (Dados extraídos das tabelas 1.1.8 e 2.2.1.). Se estimarmos os dispêndios de 1992 em US\$ 2.3 bilhões, o período abrangido entre 1981 e 1992 teria havido um desempenho real de 11.15% a.a.. Os dados anuais desagregados apresentam oscilações e seu resultado final é bastante diverso, em função das conjunturas que afetam às mesmas. Para ilustrar

nossa hipótese, se considerarmos os dados existentes até 1991 o desempenho nominal, deflacionando-o revelaria uma rentabilidade real de 3.25% a.a.. Considerando as metas atuariais, que são estabelecidas em relação a evolução salarial, os ganhos seriam ainda mais expressivos.

Tomemos como exemplo os dados atuariais do Fundo de Pensões Multipatrocinado Montréalbank. Considerando que ele que reúne mais de 50 fundos de empresas diversas, o que é significativo em termos do universo das EFPP, vemos que as metas atuariais são inferiores ao IGP em 83.6% no período entre 1980 e 1991, representando uma perda salarial média de 5.19% a.a..

Os dados revelam que mesmo uma performance modesta, face à inflação medida, pode ser suficiente para o cumprimento de compromissos, pois as promessas atuariais estão atreladas aos salários dos trabalhadores da ativa ou aos proventos concedidos pelo INSS que são ainda menores. O risco desta situação, como alerta Frischtak (1992), é o de que se eleve a diferença entre as aposentadorias pagas pelo INSS e os salários da ativa, o que poderia comprometer o quadro atuarial, tendo em vista os contratos que determinam que a pensão pactuada deverá representar um certo percentual mínimo dos salários que o segurado recebia quando em atividade. Se as pensões do INSS representam uma parcela cada vez menor daquele salário, faz-se necessária uma complementação maior por parte da EFPP.

Quanto aos fatores de desempenho, verificamos que são

fortemente condicionados pelo desempenho das bolsas. Isto se deve as suas oscilações bruscas. Elas são o investimento de desempenho mais favorável face ao IGP entre 1981 e 1992. As bolsas lograram, inclusive, antecipar os períodos que foram de crescimento ou de retração da economia. Se observarmos as taxas de crescimento da economia e o desempenho das bolsas, nos anos anteriores, perceberemos uma correlação positiva no mesmo sentido. É útil ressaltar, porém, que os dados apresentados referem-se ao índice da bolsa de valores de S. Paulo (IBOVESPA), que abrange as ações mais negociadas em bolsas, com elevada concentração em títulos públicos como PETROBRAS, TELEBRAS e BANCO DO BRASIL. Este não era o perfil das carteiras das EFPP, que devia investir 75% do total destinado às ações e debêntures em empresas privadas de capital nacional. Um estudo da VALIA (mantida pela CVRD) mostrou que o desempenho de sua carteira foi inferior ao IBOVESPA. Atribuiu-se o fato ao perfil da carteira que concentra ações menos negociadas e às despesas administrativas envolvidas nesta atividade (J. ABRAPP 2a. quinz. ago/89).

Tab.2.1.2-RENTABILIDADE ACUMULADA DE ATIVOS FINANCEIROS (EM%)

ANO	BOVESPA	IMOVEIS RESIDENC.	OTN	RENDA FIXA
1981	-0.6	-3.6	1	-1.5
1982	-18.7	-6.7	-1.5	10.1
1983	132.6	-17.8	-23.7	-7.5
1984	289.4	-35.9	-22.6	-5.9
1985	483.2	-19.7	-9.8	-1.7
1986	409.8	87.2	-17.3	-7.3
1987	193.8	49.7	-27.0	-0.8
1988	583.1	19.8	-50.7	0.9
1989	576.3	62.0	-28.5	21.3
1990	288.4	38.7	1.9	-3.8
1991	1447.7		-9.4	10.3
1992	1273.3		-13.6	36.0
med a.a	24.4	3.3	-1.1	2.6

FONTES: SUMA ECONOMICA- fev.1992- estudo especial. CECOM/IE/UNICAMP

Em contrapartida, outro comparativo, envolvendo uma relação entre o índice IBOVESPA e o FGV 100, que é composto pelas 25 maiores companhias abertas com peso equivalente, revelou um desempenho superior do segundo. Este índice aproximava-se bastante do perfil médio das carteiras bursáteis das EFPP. Por fim, dados da ABRAPP revelaram um desempenho superior das EFPP em face a fundos de ações abertos ao público (J.ABRAPP 1a. quin.z.set/90).

Os imóveis vieram em segundo lugar. A aferição destes investimentos é ainda mais difícil. Não encontramos uma avaliação da rentabilidade do imóveis comerciais, que são aqueles aos quais se destinam os recursos das EFPP. O trabalho divulgado por Leal & Freundt (1992) revelou que o preço da terra foi o segundo melhor investimento. Os imóveis residenciais também estiveram bem posicionados, mas, seu desempenho foi inferior em função da crise salarial ficando na terceira colocação. Nossos dados só atingem 1990. De todo modo, estes investimentos foram sempre relevantes nas EFPP e tendiam a estar subestimados, dadas as técnicas de correção deste ativo, que diminuíam seu valor face ao preço de mercado. Para inúmeras EFPP, estes ainda são os investimentos mais relevantes. No que se refere ao patrimônio em imóveis, ele tendeu a crescer de maneira constante e uniforme o que revela uma política de aquisição e/ou valorização sistemática. Para a economia brasileira, parece haver um "trade-off" entre ações e imóveis no que se refere ao desempenho. Isto significa que os recursos que se valorizam em bolsas buscam, num segundo momento,

a aplicação em imóveis como forma de conservar o valor. No que se refere aos fundos isto não parece ocorrer.

Os investimentos em renda-fixa mostraram um comportamento mais modesto. Seus ganhos foram menores e se afirmaram no fim do período. Muitas considerações devem ser feitas. A primeira delas é a de que estes valores referem-se a CDB pré-fixados, que tiveram desempenho inferior aos pós fixados de 1985 a 1988, por exemplo. A forte participação nos depósitos a prazo por parte das EFPP no início do período sugere um desempenho superior ao dos dados. A forte concentração do Montréalbank nestes investimentos, aliados ao seu desempenho marcante confirmam esta proposição (Rel.Atividades 1991:13). Por outro lado, estes investimentos ocorrem de forma irregular ao longo do período, o que pressupõe que, em determinado fim de ano, possa haver uma concentração maior do que ao fim de outro, dadas as características da conjuntura e do estado de confiança dos agentes econômicos, que oscila fortemente ao longo de um ano numa economia como a nossa. Daí que os dados de rentabilidade são inconclusivos, exigindo um acompanhamento envolvendo períodos menores e a discriminação dos recursos específicos que se encaminham para estes mercados.

Tratemos, finalmente, dos investimentos em títulos públicos. Eles são, frequentemente, equiparáveis aos CDB, por serem renda-fixa. Mas eles deviam ser adquiridos compulsoriamente. O percentual de aquisição mínima oscilou entre 20 e 40%. Isto explica parte da concentração dos investimentos aí, tendo em vista o desempenho negativo dos mesmos. A substituição de títulos da dívida pública do governo federal (ou do estaduais e

municipais) por títulos do BNDES ou do SFH parece ter agravado mais ainda seu desempenho, dada a sua forte participação na carteira como um todo. Os planos econômicos de 1986 até hoje, em geral, não repuseram parte da correção monetária baseada em determinado índice. Como o desempenho das EFPP toma por base algum indexador de aceitação geral, o desempenho dos títulos públicos se torna sofrível. A comparação do desempenho de EFPP privadas, que não têm a obrigação de adquirir estes títulos é a maior prova dos efeitos devastadores dos mesmos sobre o patrimônio. O impacto negativo das OFND em 1989, por exemplo, foi de 5% sobre o patrimônio (J.ABRAPP 1a. quinz.-set-1990).

Tab. 2.1.3- EFPP PUBLICAS X PRIVADAS- DISTRIBUICAO % DOS INVESTIMENTOS

	1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992	
	PB	PR												
1	5	0	20	0	14	0	10	0	10	0	3	0	1	0
2	15	23	7	20	10	28	9	23	17	26	11	7	5	5
3	34	26	18	17	31	31	34	34	20	21	32	31	30	26
4	13	16	14	21	10	9	ND	ND	6	6	13	18	16	25
5	7	2	9	2	4	1	ND	ND	6	2	6	1	7	1
6	12	19	15	23	13	17	14	17	18	25	21	22	22	23
7	3	6	5	7	6	2	6	5	19	28	14	21	19	20
8	10	8	13	9	10	12	27	21	19	9	11	5	15	5

FONTES : BACEN-ABRAPP

legendas: 1=OFND\ 2=OUTROS TITULOS PUBLICOS\ 3= AÇÕES E DEBENTURES\ 4= DEPOSITOS A PRAZO\ 5= CREDITO A PARTICIPANTES\ 6= IMOVEIS\ 7= OUTROS INVESTIMENTOS\ 8= OPERAÇÕES C/ MANTENEDORAS\ PB= PUBLICAS\ PR= PRIVADAS.

A tabela evidencia o "sub-sistema" de fato criado de fato nas EFPP a partir da gestão Funaro e da Resolução 1168, que tornou compulsória a aquisição de OFND por parte dos fundos mantidos por empresas estatais. Este é o fator que explica a diferença entre a rentabilidade destes fundos face àqueles

patrocinados pelo setor privado. É curioso notar que estes fundos tenderam, na maior parte do período, a deter posições superiores em títulos públicos. Mas estes títulos seriam resgatáveis em prazos menores e a maior parte deles esteve concentrada na dívida pública rolada no "overnight". As letras do SFH nunca ultrapassaram aos 2% do patrimônio agregado das EFPP. Outros fatores dignos de nota são as participações maiores de crédito a participantes nas EFPP públicas e em imóveis e "outros investimentos" nos fundos privados. Isto define um perfil no qual as EFPP públicas tendem a interagir mais com suas mantenedoras enquanto as do setor privado obedecem a regras mais tradicionais de composição do portfólio, o que se evidencia pelo item outros onde tendem a figurar as carteiras de renda fixa e de ações administradas por gestores externos às EFPP.

Tab 2.1.4- DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS NOS FINAIS DE ANO (EM%)

INV	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92
tp	33	30	35	31	39	38	30	38	31	29	25	13	6
ação	21	13	9	17	25	39	33	18	31	36	15	32	29
CDB	18	29	27	24	11	6	15	17	14	10	11	14	18
imov	12	19	19	15	13	10	14	16	14	15	22	21	22
cred	9	8	9	11	9	6	7	9	4	4	5	5	6
etc	8	1	1	2	4	1	1	1	6	6	22	15	19

FONTES: BACEN/ABRAPP

legendas: TP= Títulos Públicos/ação= investimentos em bolsas/CDB= depósitos a prazo/cred= crédito a participantes/etc= outros invests.

As transmutações percentuais anuais entre os tipos de investimentos se devem aos fatores de política econômica e do desempenho das EFPP. A modificação de patamares de investimentos em ações entre 1982 e 1983 se deve à imposição das autoridades econômicas no sentido de adquirir títulos públicos. O fator

desempenho também é relevante neste sentido. O desempenho positivo de determinado ano em certo tipo de investimento pode fazer sua posição se reforçar face às demais opções e vice-versa. Isto sugere que as EFPP não antecipam o movimento de valorização endógeno a determinado mercado, mas ajuda a alavancar sua consolidação. Isto só não se potencializa devido às limitações legais impostas aos investidores institucionais. Neste sentido, o enquadramento legal parece agir como um elemento de estabilização interna dos mercados. Resta saber se ele ainda é necessário e o que se pode fazer para não comprometer as metas atuariais das EFPP com os designios da política econômica, fortemente influenciada pela crise do Estado.

Por fim, cabe notar que o comparativo de desempenho dos investimentos para o período 1981-1992 assemelha-se àquele estudado por Vertes & Almonacid, entre 1969 e 1979 (Rev. BOVESPA- out/1979:17). Lá também só ações e imóveis tiveram índices superiores à inflação de modo apreciável. Sua limitação estava no fato de não poder acompanhar a situação atuarial de modo mais próximo. O mesmo vale para a interferência da política econômica face aos fundos. Acreditamos que as ressalvas aqui colocadas seriam válidas também naquela ocasião, no que tange ao desempenho dos investimentos e ao funcionamento dos mercados. É notável a coincidência dos resultados, dada conjuntura diversa dos períodos.

2.2- INVESTIMENTOS DAS EFPP

O impacto das EFPP se caracterizará através do estudo de como seus investimentos afetam a economia brasileira como um todo e cada setor que recebe estes recursos em particular. Quando da regulamentação da lei 6435/77, havia muitas expectativas sobre o potencial das EFPP Esperava-se um forte impacto no mercado de capitais em geral, e nas bolsas de valores em especial. Foi um período turbulento e incerto para a economia e as circunstâncias impuseram ajustes apreciáveis do sistema econômico. O sistema de previdência privada tem lenta propagação na economia e seu público é potencialmente restrito, dada a cobertura prometida pela previdência social.

A análise do comportamento dos investimentos é interessante sob inúmeros aspectos. De um lado, mensura a representatividade das EFPP nos mercados de capitais. De outro, mostra como foi a economia brasileira no período.

Os principais investimentos das EFPP podem ser divididos em: Títulos públicos, renda variável (ações), depósitos a prazo, imóveis, empréstimos a participantes e outros. Nesta parte, estudaremos os quatro primeiros. Isto porque "outros" reúne investimentos como cédulas hipotecárias, "moedas podres", cotas de fundos de investimentos ou investimentos temporários, como cruzados retidos, que podem ser explicados nos outros itens. Por outro lado, os empréstimos a participantes serão explicitados no capítulo seguinte. Os demais investimentos também podem

beneficiar a empresa mantenedora, mas eles são mediados pelos mercados de capitais.

Procuraremos aferir qual o papel dos investimentos nas entidades, como eles evoluem e se alternam na composição das carteiras. Cuidaremos dos impactos junto aos mercados e à economia, mostrando como as EFPP eventualmente influenciam ou são influenciadas pelos mesmos.

Tab. 2.2.1.- TITULOS DE EFPP E ECONOMIA BRASILEIRA

ANO	PIB	TOTAL	Fundos de Pensão			
			T Pb	Imov	Ação	RF
80	249160	1469	477	170	311	261
81	237981	2157	656	403	285	621
82	244955	3211	1124	600	414	854
83	251400	3749	1173	551	764	885
84	274400	4008	1547	517	1321	425
85	305600	5728	2194	579	2789	326
86	337800	6084	1813	821	2895	919
87	360800	7670	2930	1243	1409	1296
88	372000	10484	3261	1499	3187	1457
89	399600	14836	4302	2270	5375	1513
90	398700	12120	3091	2703	1546	1309
91	418300	17987	2266	3813	5211	2662
92	425100	21088	1213	4729	6127	3694

FONTES: ABRAPP- BACEN-IESP (em US\$ milhões)

legendas: T Pb= títulos públicos \ Imov=imóveis \ RF= renda fixa.

Verificamos, nas tabelas, fortes mudanças nas carteiras de aplicações. Elas têm a ver com a legislação e com a conjuntura. O grau de credibilidade do Estado é fator decisivo na alocação dos investimentos. No período, somente imóveis e ações tiveram uma evolução superior a média. Os demais investimentos perdem. Faz-se necessário um certo cuidado. Por um lado, os investimentos no "overnight" e em títulos bancários são renda fixa. O primeiro, porém, está classificado pela ABRAPP como "título público". Mas a

aplicação pode ser ou não compulsória (conforme a época), o que enseja a entrada e saída dos investimentos em prazos menores que dois meses ou até mesmo em um dia. Como esta faixa é livre, a posição no final do ano não é reveladora do comportamento ao longo do mesmo. Os administradores de carteira podem diminuir os investimentos nestas épocas, devido à divulgação de relatórios.

Tab. 2.2.2.- **TITULOS DE EFPP E ECONOMIA BRASILEIRA** (em índices)

ANO	PIB	TOTAL	Fundos de Pensão			RF
			T Pb	Imov	Ação	
80	100	100	100	100	100	100
81	95	146	137	237	91	237
82	98	218	235	352	133	327
83	76	255	245	324	245	339
84	81	272	324	304	424	162
85	91	389	459	340	896	124
86	111	414	380	482	930	352
87	127	522	614	731	453	496
88	146	713	683	881	1024	558
89	213	1009	901	1335	1728	579
90	179	825	648	1590	497	501
91	172	1224	475	2242	1675	1019
92	170	1436	254	2782	1970	1416

FONTES E LEGENDAS: vide tabela anterior

Há uma nítida alternância entre depósitos a prazo e títulos públicos, que é explicada pela conjuntura econômica, pelo grau de incerteza, pela demanda de empréstimos por parte do setor bancário e pelos compromissos assumidos pelo Estado. Se os títulos do Tesouro remuneram bem, pode haver preferência pelos mesmos em detrimento aos títulos bancários.

Isto ocorre na mesma medida para a renda variável. Se este mercado oferece melhores perspectivas de ganhos, ele acaba por absorver parcelas maiores de recursos, que serão desviados da renda fixa, que não têm destinação mínima obrigatória. As ações

podem amear até 40% dos recursos totais.

Num certo sentido são válidas estas explicações para as comparações entre títulos públicos e os outros dois investimentos. Isto se deve ao comportamento da dívida pública de repactuação de curto prazo. A explicação, porém, fica mais prejudicada no sentido em que parte dos recursos aí contabilizados são de aplicação compulsoria e resgatáveis em prazos superiores a um ano, quando não em 10 anos, conforme o momento do estudo. Mesmo assim os ganhos com as suas remunerações pode ser destinado conforme o arbitrio das EFPP.

Os imóveis constituem um investimento à parte. De um modo geral eles se comportam bem nos anos recessivos, liderando quase sempre as aplicações. Já nos anos mais dinâmicos eles perdem força, face a outros investimentos. Sua performance, porém, pode ser prejudicada pelas regras de correção do ativo, em virtude da disparidade entre a mesma e a realidade de mercado. Variações abruptas podem revelar um movimento geral para a reavaliação periódica destes ativos com o objetivo de melhorar a situação atuarial de um fundo.

Cabe notar que os valores estão expressos em dólares correntes do final de cada ano, não levando em conta as perdas inflacionárias desta moeda. Trabalhamos com a taxa final e não com a média, por se tratar de variáveis patrimoniais contabilizadas ao final de cada ano.

2.2.1- Mercado Bursátil

Eram grandes as expectativas face a consolidação da previdência privada quanto aos investimentos em bolsas. Os fundos, que eram classificados pela Revista Visão como uma "fantástica revolução", teriam uma administração racional, voltada para o longo prazo, alheia às turbulências da conjuntura econômica imediatista e trariam estabilidade de longo prazo para o mercado acionário. Investiriam nos momentos de baixa e desinvestiriam na alta, assegurando os recursos necessários às suas finalidades atuariais. Era isto o que ocorria nos países mais avançados e, "como não existem novidades específicas no campo econômico" (sic), seria isto que ocorreria no Brasil (Visão 10/1/1977- editorial).

Os fundos assim constituídos para lá se dirigiriam, pois tratava-se do mercado com maiores possibilidades de ganhos seguros, uma vez que seria lastreado nos ativos produtivos de empresas. O caráter revolucionário estaria no fato de que os recursos pertencentes aos trabalhadores tornar-se-iam proprietários do capital das mais importantes sociedades industriais do país, pois elas trabalhavam com o capital aberto.

A primeira constatação que podemos fazer é a de que os fundos não realizam um movimento importante no mercado acionário. Eles, associados aos demais investidores institucionais, movimentam em torno de 18% do mercado em fins de 1992 (rev. BOVESPA jan-1993:5). Mas detêm cerca de 20% das ações não retidas pelas empresas e passíveis de negociação diária nas bolsas

brasileiras (Lopes Filho in J. ABRAPP 2a. quinz. out/1992).

Tab. 2.2.1.1- EFPP X Mercado de Ações

ANO	PROP. AÇÕES		1/2	EVOLUÇÃO % ANUAL		MERCADOS TOTAIS (S/PIB)		
	1 EFPP	2 TOTAL		1a	2a	EFPP/2	EFPP	AÇÕES
80	311	9221	3,4%	---	---	15,9%	0,6%	3,7%
81	285	12577	2,2%	-8,5%	36,4%	17,1%	0,9%	5,3%
82	414	10261	4,0%	45,4%	-18,4%	31,3%	1,3%	4,2%
83	764	15100	5,0%	84,5%	47,1%	24,8%	1,5%	6,0%
84	1321	28994	4,5%	72,9%	92,0%	13,8%	1,4%	10,6%
85	2789	42768	6,5%	111,1%	47,5%	13,4%	1,9%	14,0%
86	2895	40988	7,0%	3,8%	-4,1%	14,8%	1,8%	12,1%
87	1409	16948	8,3%	-51,3%	-58,6%	45,3%	2,1%	4,7%
88	3197	31067	10,3%	126,9%	83,3%	33,7%	2,8%	8,4%
89	5375	44141	12,2%	68,1%	42,1%	33,6%	3,7%	11,1%
90	1546	15373	10,0%	-71,2%	-65,2%	78,8%	3,0%	3,9%
91	5211	43615	11,9%	237,1%	183,7%	41,2%	4,3%	10,4%
92	6127	45261	13,5%	17,6%	3,8%	46,6%	5,0%	10,7%

FONTES: BACEN/ABRAPP/BOVESPA. Valores em US\$ milhões correntes
legenda: a= evolução sobre ano anterior

O quadro acima é bastante revelador do comportamento das EFPP no que se refere aos investimentos em ações. Uma análise aprofundada do comportamento dos investimentos das EFPP no mercado bursátil exigiria um acompanhamento ainda mais detalhado afim de aferir esta relação. Os dados disponíveis não permitem tanto. Nem é este o nosso intuito, uma vez que não nos propomos a estudar estratégias de investimentos e sim a relação das EFPP com os mais diversos segmentos do sistema econômico. As informações fornecidas no final dos períodos é de boa qualidade, devido à necessidade de publicação de balanços.

Não possuímos também informações sobre dispêndios anuais em compras de novas ações. Se indexarmos o crescimento dos estoques pertencentes às EFPP àqueles referentes ao estoque total em bolsa vemos que os acréscimos, após 1982, são sempre sistematicamente

superiores aos eventuais acréscimos dos estoques em bolsas. Isto significa que existe dinheiro novo entrando no mercado ou, na pior das hipóteses, este dinheiro não está saindo deste mercado em termos líquidos. Sob este aspecto, é verdadeira a hipótese de que investimentos de fundos de pensões dão estabilidade ao mercado. Resta saber se isto se deve ao caráter intrínseco deste tipo de instituição ou à regulamentação dos investimentos.

Os saldos verificados parecem responder mais aos estímulos dos mercados que às compras autônomas realizadas pelas EFPP. Se diferenciarmos os saldos de um ano em relação aos anos anteriores veremos que quando o valor do estoque de mercado cai, tende a cair o estoque de ações das EFPP na mesma proporção, embora um pouco menos. Isto corrobora o fato de que as EFPP tendem a desinvestir menos que os outros investidores ou a aplicar um pouco mais. Em contrapartida, quando ocorrem as altas verificamos que as EFPP crescem mais do que o próprio mercado o que revela que sua postura parece ser a de comprar mais nos períodos em que este tipo de investimento está recuperando sua rentabilidade.

Esta descrição, porém, torna-se válida a partir de 1983. Antes disto, o comportamento era difuso. Isto se deve, provavelmente, ao aprendizado sobre investimentos em bolsa. Mais importante, porém, parece ser o perfil das ações que compõem as carteiras em relação ao estoque acionário total. As EFPP devem investir preferencialmente em empresas privadas nacionais (75%). Este tipo de ação, em geral, não é o mais negociado. Isto tende a fazer com que seus preços, numa direção ou em outra, possam

responder com um certo atraso em relação às mais disputadas. Principalmente no sentido ascendente, uma vez que são as menos demandadas num período de recuperação e reagem da mesma forma num período de eventuais pânico, explicando pequenas inversões entre os estoques totais das ações e aqueles das EFPP.

Todos estes dados parecem contradizer a idéia de que os fundos de pensões têm um caráter necessariamente anti-cíclico no mercado acionário. O caráter anti-cíclico significaria que as oscilações deveriam ser mais suaves para as variações dos fundos. Mais uma vez, eles deveriam ser racionais e comprar nos períodos de baixa nos quais as ações no mercado tenham um preço menor do que aquele que seria o seu valor patrimonial e, em especial, para aquelas empresas ou setores que tenham perspectivas de crescimento sustentado, face à conjuntura ¹.

O que se verifica, inversamente, é o caráter reflexo dos fundos às condições do mercado acionário. As quedas e subidas das participações deveriam apresentar comportamento inverso. Na subida, mais lenta, e na descida, também. É precisamente o oposto do que ocorre. Daí o questionamento decisivo que estes dados nos oferecem acerca dos dogmas profetizados quando da regulamentação dos fundos. Os fundos de pensão não alteram as expectativas, por mais poderosos que possam vir a ser. Eles reagem, como enunciava Keynes (1936), de acordo com a opinião média do mercado, e ela nada pode dizer acerca dos eventos futuros, para romper com o fato de que nosso conhecimento sobre o porvir é muito precário.

1 Lopes Filho op. cit. emitiu parecer semelhante referindo-se à conjuntura imediata pósPlano Cruzado.

Verifica-se um contínuo crescimento da participação dos investimentos das EFPP em ações. De 1980 a 1992, a participação passa de 3.38% para 13.46% do estoque total de ações em bolsas. Tratava-se do maior investidor institucional, em 1985, como hoje, trata-se ainda do maior investidor individual do sistema. **Esta participação facultaria, por exemplo, o controle de quase todas as empresas inscritas nas bolsas brasileiras,** uma vez que o capital acionário pode ser dividido em 66.7% de ações preferenciais (que não têm direito a voto) e a 33.3% de ações ordinárias. Como o controle se dá com metade mais uma ação vemos que o total de 13.46% aproxima-se destes 16.66% necessários.

Esta hipótese, porém, é especulativa, uma vez que as ações em bolsa não respeitam esta divisão. As emissões registradas pela CVM mostram que as ações ordinárias são mais de um terço do total. Mas, se os fundos brasileiros investissem proporcionalmente tanto quanto os americanos em ações, já verificaríamos a possibilidade de controle do capital social registrado (via ações ordinárias no caso brasileiro), como ocorre no E.U.A.. Vale notar que lá quase 40% dos investimentos destinam-se às ações. Aquele mercado, contudo, é bem mais representativo face o sistema econômico. Isto sem falar da dimensão de sua economia. De toda forma, as EFPP são muito mais novas no Brasil e seus segurados representam uma parte muito pequena da PEA. Nos E.U.A., quase 50% da população está representada, o que torna a base de arrecadação mais ampla (Gordon (1988:153)). Mas nosso mercado acionário tem crescido mais do que nosso PIB.

Se o mercado de ações se mantivesse estagnado, e os números fossem os de 1980, o sistema fechado absorveria dois terços do mercado, conforme sugere a tabela acima. Isto mostra que a atuação das EFPP tem sido de forma a alavancar o patrimônio do mercado bursátil brasileiro. Tem sido secundada, neste ensejo, por outros investidores institucionais e fundos de investimento de crescente sofisticação. Contudo, os números mostram que ainda está muito distante o alvo que é o exemplo oferecido pelos E.U.A., bem como a idéia de que os investidores institucionais, e o fundos de pensões em particular, possam atuar como um contrapeso às oscilações inerentes a este mercado de risco por se, prescindindo de toda e qualquer regulação estatal ².

Tab. 2.2.1.2-Emissões X Entrada de Recursos Previdenciários

ANO	1	2	3	4	5	6
80	294	128	+5,8%	958	13,2%	16,0%
81	431	163	-33,1%	2015	8,1%	10,4%
82	642	209	-35,5%	2222	9,4%	44,7%
83	750	136	+1,9%	947	14,4%	54,8%
84	802	119	+64,7%	825	14,5%	22,7%
85	1146	139	+143,4%	702	19,8%	23,7%
86	1521	215	+90,3%	1336	16,1%	17,9%
87	1918	250	-26,5%	417	60,1%	64,3%
88	2621	430	+21,6%	3777	11,2%	81,3%
89	3709	628	+44,9%	15938	3,9%	82,8%
90	3030	603	-49,1%	2011	30,0%	95,9%
91	4497	565	+15,9%	2223	25,4%	69,5%
92	5272	575	+16,2	1071	53,4%	91,0%

FONTES: CVM - ABRAPP - BACEN - Valores em US\$ milhões

1= patrimônio a ser aplicado conforme o BACEN

2= aplicações compulsórias de 20% até 1986 e de 25% até 1992.

3= diferencial entre o aplicado e legal potencial

4= emissões registradas na CVM. Em US\$ milhões. Cotação média

5= 3/6 Inclusas ações e debêntures. Em %

6= 3/ emissões só de ações. Em %

2 Existem dúvidas quanto as aplicações em ações por parte de EFPP, GM 24/5/1991:2 e 4- Relatório Especial.

Outro fator revelador do impacto potencial dos fundos é a forte capacidade de absorver os papéis emitidos em virtude de aumentos de capital ou as de novas empresas operando em bolsas. Se as EFPP destinassem 20 a 25% à compra de papéis oriundos de novos lançamentos de títulos em bolsas (à semelhança do que prevê a lei para o patrimônio total em ações), perceberíamos uma capacidade de adquiri-los, especialmente, tratando-se de papéis de maior risco, sem lastro em indexadores. Deve-se observar que, contra-ciclo, nos anos de desempenho mais favorável da economia os fundos perdem capacidade de alavancagem, ocorrendo o inverso em anos recessivos. Este comparativo revela, uma vez mais, um potencial e não um fato. Os recursos advindos dos fluxos de novos recursos não se dirigiram necessariamente à compra de novas ações. Mas os dados dimensionam adequadamente o poderio crescente dos fundos nos anos 1980.

Os indicadores sugerem que a os fundos de pensões realizaram modificações significativas no mercado de ações brasileiro. As expectativas não foram confirmadas no que tange à predominância das bolsas como "locus" preferencial de captação de recursos para empresas brasileiras.

2.2.2.-Inversões em Títulos Públicos

Depois das ações, que são, sem dúvida, os investimentos mais discutidos das EFPP. Estes investimentos tendem a disputar a primazia na liderança pela captação de recursos com as ações, alternando-se, a nível agregado, na primeira colocação no que se

refere ao montante de recursos investidos. Existe, porém, uma dificuldade maior na mensuração deste tipo de investimento, dada a legislação. Parte dos recursos são destinados, conforme o período, aos investimentos em entidades como o BNDES ou a CEF, que têm objetivos estratégicos face à economia do país. Outra parte está na chamada "faixa livre" de negociação, também conforme o período, que são os recursos destinados à dívida pública, ou seja, o "overnight".

Tab. 2.2.2.1- Dívida Pública X EFPP

ANO	TDP das EFPP 1	TOTAL 2	1/2	patrim das EFPP/2	2/PIB
80	477	9481	5,0%	15,5%	3,8%
81	656	16980	3,9%	12,7%	7,1%
82	1124	19258	5,8%	16,7%	7,9%
83	1173	9678	12,1%	38,7%	3,9%
84	1547	16671	9,3%	24,0%	6,1%
85	2194	24641	8,9%	23,2%	8,1%
86	1813	24125	7,5%	25,2%	7,1%
87	2930	31970	9,2%	24,0%	8,9%
88	3261	41673	7,8%	25,2%	11,2%
89	4302	62214	6,9%	23,8%	15,6%
90	3091	13009	23,8%	93,2%	3,3%
91	2266	11561	19,6%	155,6%	2,8%
92	1213	35000	3,5%	60,3%	8,2%

FONTES: BACEN- TDP = títulos da dívida pública

Os dados que possuímos não permitem diferenciar por completo estes tipos de investimentos para todo o período. Mas podemos efetuar algumas comparações para determinar a ordem de grandeza destes investimentos. Recursos ao SFH e BNDES representam mais da metade dos saldos totais e são destinados a empréstimos produtivos ou sociais por estas instituições. Eles acabaram por se converter nas chamadas "moedas podres", uma vez que oferecem baixa remuneração e prazos de resgate que podem chegar a dez

anos. Os sucessivos planos económicos não reconheceram parte da inflação pretérita quando não pagavam a correção monetária, o que acabou por tornar os títulos ainda menos rentáveis, inferindo aos mesmos perdas atuariais. Para efeitos de comparação, consideramos o total existente de investimentos em títulos públicos e comparamos os mesmos ao dívida pública registrada.

Os dados mostram que não existe uma constância na participação das EFPP em relação ao déficit público. As variações sugerem que o déficit é errático e depende de circunstâncias momentâneas. O carácter de investidor institucional acaba por se refletir nos dados, pois verificamos que nos anos em que a dívida diminui, aumenta a participação das EFPP nas mesmas, seja em termos do património agregado, seja em termos de investimentos diretos em papéis públicos. Reiteramos que parte ponderável dos papéis (mais da metade entre 1986 e 1991) destina-se a outras finalidades que não os títulos da dívida pública. Mas, os recursos do BNDES, que concentram a maior parte destes investimentos compulsórios, ficaram sem ter destinação institucional direta, devido à mudança de rumos proposta pelo Plano Bresser (estudada em 1.2.5). Daí que sua destinação acabou sendo o financiamento da dívida pública.

Seria necessária uma análise diversa para as debêntures de empresas estatais. Mas este é um problema mais difícil de aferir pois estas debêntures são emitidas pelas próprias estatais e podem ou não ser conversíveis. Na prática, o governo facultou a composição de até 10% dos 25% mínimos para investimentos em títulos do BNDES como uma forma de estimular seu próprio

financiamento, pois as EFPP não estavam obedecendo a determinação desta regra institucional. Isto acabou por ser a origem das ações da TELEBRAS hoje responderem por 54.8% do movimento das bolsas (segundo dados das mesmas para 1992). Seu impacto no patrimônio não foi pequeno, chegando a representar um valor próximo ao dos títulos do BNDES (notadamente as OFND). Seu valor decresceu em virtude das conversões em ações e da desestatização, o que também vale para as OFND, bem como as demais "moedas podres" em carteira, como os Títulos da Dívida Agrária, Obrigações da ELETROBRAS, entre outras.

Estes títulos estão contabilizados no item 'outros', junto com os cruzados bloqueados, por exemplo. Aliás, poderíamos considerar que este item possui cerca de 75% em títulos públicos (entre 1987 e 1991), o que elevaria consideravelmente a participação nos investimentos em títulos estatais, no período recente, tornando as EFPP uma das financiadoras mais regulares do Estado. A dificuldade em mensurar este quadro é que impede uma comparação mais precisa. Parece que somente as debêntures de empresas estatais servem a investimentos produtivos e não ao financiamento do déficit público.

O comportamento da dívida pública em relação as EFPP revela nitidamente a maneira pela qual agem as EFPP face a conjuntura econômica. Num primeiro momento, vemos que a dívida pública cresce mais do que os recursos destinados pelas EFPP para financiá-las. Isto se deve ao fato de que é aí que explode a crise da dívida externa e a transformação desta dívida em uma

dívida pública em sua quase totalidade.

Verificamos, em 1986, que a queda proporcional nos investimentos em títulos públicos foi maior que a própria dívida. Isto revela, mais uma vez, que as EFPP tendem a responder da mesma maneira que o mercado de capitais responde no curto prazo. O setor desinvestiu mais rápido do que ocorreu a queda da própria dívida, pela queda da rentabilidade nominal dos títulos no Plano Cruzado e pela atração que outros ativos exerceram em função da rentabilidade esperada. A política econômica do cruzado não teria consistência, na visão deste investidor. A retomada das compras de títulos restringiu-se a 1987. Dai para diante ocorre uma queda do percentual dos títulos estatais em carteira.

A aquisição de papéis de curto prazo ficou limitada pelo enquadramento imposto pelas resoluções do Banco Central. O comportamento dos investimentos das entidades parece indeterminado face à evolução da dívida que cresce com certa constância até 1989 e cai abruptamente em 1990 e aí permanece em 1991. Cabe lembrar que a maior parte dos fundos são mantidos por empresas estatais, o que, em tese explica este comportamento. Os fundos que servem ao setor privado revelam uma aplicação ainda maior no Estado, mas, ela se restringe ao "overnight", o que a torna volátil em relação aos movimentos de conjuntura dada a liquidez destes títulos. Na realidade, acreditamos que estes dados revelariam um comportamento de alternância destes investimentos com os de renda fixa. Isto teve um efeito importante para a explicação da rentabilidade dos fundos privados X estatais e a sua ação perante ao mercado. As consequências

foram importantes a nível de estratégias de longo prazo.

A nível de impactos dos fundos em relação a dívida pública vemos que é muito relevante a destinação de investimentos de recursos dos fundos para estes fins. É muito volátil a participação dos fundos na dívida. Mas, de um modo geral, ela é relevante. Os investimentos em títulos públicos das EFPP oscilam entre 3.5% em 1992 e 23.8% em 1990. Nos anos de dívidas elevadas ela girou em torno de 9%, conforme a tabela 2.2.2.1.

Se considerarmos a evolução do estoque patrimonial das EFPP em relação à dívida, vemos que ela sai de 15% do total e atinge 155% em 1991, segundo dados do Banco Central. Nota-se, obviamente uma mudança entre anos de endividamento crescente ou de endividamento descendente, conforme poderia sugerir uma comparação deste índice com a relação dívida pública interna/PIB. Mas, mesmo no caso dos primeiros, vemos um montante que se aproxima de 24% do total. Levando em conta que estes recursos precisam ser restituídos, em maioria, em prazos superiores a 10 anos, vemos a possibilidade inequívoca destes fundos serem vistos como uma das fontes de recursos financeiros de longo prazo, especialmente quando a economia puder se estabilizar.

A relação dívida/PIB revela que em anos de crescimento a dívida cai, o que mostra uma melhor saúde financeira do Estado. E nestes anos, precisamente, que cresce a relação dos investimentos das EFPP com a dívida. Isto parece sugerir que, **em uma economia estável, as EFPP poderiam ser uma poderosa fonte financeira para a retomada do desenvolvimento econômico via oferta de recursos**

para devolução em prazos mais dilatados, facultando investimentos com prazo de carência de longa duração. A questão chave, será a credibilidade do Estado e em sua moeda.

A tabela abaixo tenta aferir a importância dos investimentos das EFPP em títulos públicos do SFH e do BNDES.

Tab. 2.2.2.2.-Títulos Públicos: Discriminação e Enquadramento (%)

ANO	1	2	3	4	5	6	7	8	4+8
89	1343	8.9	7.4	31.2	189	18.7	0.35	4.4	35.6
90	830	8.7	5.7	27.4	417	85.6	1.28	13.4	40.8
91	444	5.5	3.2	14.4	229	98.9	0.88	10.1	24.5
92a	303	3.5	2.0	15.6	189	8.5	0.70	9.7	25.3

FONTES: ABRAPP - BACEN- Valores em US\$ milhões./ a= Junho

1- OFND DAS EFPP

2- % sobre títulos emitidos pelo BNDES

3- % sobre o passivo do BNDES (excluindo o patr. liq.)

4- % sobre títulos públicos das EFPP

5- letras hipotecárias da CEF E CEE (em 89 só cef)

6- % sobre letras hipotecárias das instituições citadas

7- % sobre o passivo das instituições

8- % sobre títulos públicos das EFPP

Como podemos verificar, em determinados momentos, quando do cumprimento da legislação, em termos de obediência aos preceitos legais do Banco Central, os investimentos das EFPP representam uma parcela relevante dos mesmos, uma vez que chegam a representar parcelas importantes do recolhimento total aos quais são destinados os títulos. Observamos uma participação menor sobre os passivos, devido ao fato destas instituições recolherem outros fundos trabalhistas mais antigos, como o PIS ou o FGTS.

Se as Resoluções fossem obedecidas na íntegra, as EFPP acabariam sendo uma importante fonte de recursos às políticas sociais. Os imperativos atuariais impediram este ensejo.

2.2.3.- Investimentos em Depósitos a Prazo

A discussão destes investimentos fica mais simplificada levando em conta as observações efetuadas anteriormente. Eles se situam no que se poderia chamar de "faixa livre" que absorve até 45% do patrimônio total. Estes são investimentos mais comuns em entidades patrocinadas pelo setor privado, devido à menor regulamentação que sofrem, especialmente no que tange a destinação de recursos ao setor público. O setor possui um comportamento diferenciado, que exige uma análise mais cuidadosa.

Tab 2.2.3.1- EFPP X Depósitos a Prazo

ANO	depós a prazo		1/2	PATRIM.	
	EFPP 1	TOTAL 2		EFPP/2	2/PIB
80	261	9759	2,7%	15,0%	3,9%
81	621	12208	5,1%	17,7%	5,1%
82	854	13300	6,4%	24,1%	5,4%
83	885	9765	9,1%	38,4%	3,8%
84	425	12264	3,5%	32,7%	4,5%
85	326	14420	2,3%	40,3%	4,7%
86	919	19610	4,7%	31,0%	5,8%
87	1296	13401	9,8%	57,2%	3,7%
88	1457	13218	11,0%	79,3%	3,6%
89	1513	13048	11,6%	113,7%	3,3%
90	1309	14761	8,9%	82,1%	3,7%
91	2277	17700	12,8%	101,6%	4,2%
92	3694	35300	10,5%	59,7%	8,3%

FONTES: SUMA ECONOMICA-BACEN-ABRAPP.

Cabe alertar, porém, que os dados até 1989 agregam Letras de Câmbio e Debêntures. A partir de então depósitos a prazo passam a ser destacados e os demais passam para a esfera de "outros investimentos". A participação destes outros investimentos nunca foi importante (não ultrapassando a 7% do total de depósitos a prazo) o que não inviabiliza as comparações para a verificação

dos impactos na economia brasileira.

Os dados revelam um comportamento interessante, para este tipo de investimento. Nos anos recessivos verificamos que eles tendem a ter uma certa proeminência. No início da década de 1980, verificamos que há um forte impacto dos investimentos de renda fixa, com um forte crescimento até 1983. Isto se explica pela forte recessão e pela política de juros elevados, que, em geral, redirecionava os recursos privados para saldar as dívidas do governo no processo de ajuste recessivo promovido a partir de 1981. Neste momento de fortes incertezas a renda fixa se rivaliza com os imóveis em termos de liderança dos investimentos das EFPP, até pelo baixo desempenho dos demais ativos. Percebemos que havia uma forte incerteza nos circuitos e a renda nacional cai de forma inédita na história recente. Neste sentido, os investimentos de renda fixa eram uma opção segura em termos de liquidez, com repactuações médias trimestrais, e de rentabilidade, uma vez que eram investimentos pós-fixados com um ganho acima da correção monetária substancial. Isto era muito importante, pois a maior parte dos planos atuariais das EFPP fixava os ganhos necessários em uma taxa acima de determinado indexador.

A queda em 1984 deveu-se, provavelmente, a uma troca nos ativos em favor das ações e de títulos públicos. O mesmo ocorreu em 1985. Em 1986, houve uma recuperação que se dá pelo motivo inverso, no sentido em que o ganho oferecido pelos títulos públicos era inferior ao destes títulos. Como a economia se estabilizava, e o setor público se equilibrava, o risco do prazo era menor. Além disto, nossos dados mostram a posição de

dezembro, que revelava uma forte insegurança no mercado bursátil, atraindo investimentos para a renda fixa. Daí para diante vemos um crescimento logarítmico dos investimentos, mas eles não mais concorrem com os demais, pelo contrário, são os saldos que menos evoluem. Isto se deve às características de período no qual se eleva a incerteza o que torna os investimentos menos atrativos.

Por outro lado, as entidades públicas são submetidas a regras mais restritivas, que elevam os investimentos obrigatórios em ações e títulos públicos, o que se reflete em queda de investimentos em renda fixa. Este fator, mais do que a rentabilidade, parece ser o responsável pelas alterações.

Os saldos das entidades patrocinadas pelas empresas privadas são reveladores no sentido de mostrar que estes investimentos passam a representar 25% do patrimônio total das mesmas, o que revela a preocupação em garantir os ganhos atuariais possíveis. Como as limitações legais são menores, estes investimentos passam a se comportar da mesma maneira que o faziam até 1985.

Outro fator interessante, a nível agregado, é a fortíssima recuperação, nos anos de 1991/2, destes investimentos. Isto, aparentemente, tem a ver com a menor fiscalização por parte do Estado e da nova orientação liberalizante, além de sua boa performance. Verificamos uma clara alteração nos percentuais dos investimentos que provavelmente tem a ver com o crescimento superior a 100% no ano, mesmo com o forte desempenho das ações. A alternância se dá em relação aos títulos públicos. Ela só não é maior devido ao temor de dispor das "moedas podres" e perder a

chance de recuperar, parcialmente, os prejuízos contabilizados. As entidades públicas passaram seguir a mesma direção das privadas (C. Estatístico ABRAPP- fev. 1992 e 93). A rentabilidade, analisada no capítulo anterior, também é um fator relevante tendo em vista que estes investimentos situam-se na chamada "faixa-livre". Em 1992, por exemplo, eles lideram o ranking dos investimentos.

Quanto aos impactos, verificamos que a participação não é regular, como não o foi para outros investimentos. Os números variam de uma participação de 2.7% do total de depósitos a prazo em 1980 para 11.6% em 1989. Trata-se de um impacto menor do que para os títulos públicos e equivalente ao das ações. A diferença está na variabilidade maior que se explica pela legislação. De toda forma, nos anos mais representativos a participação dos saldos das EFPP aproximam-se de 10% do sistema. Isto é bastante relevante levando em conta que pessoas físicas e jurídicas participam ativamente deste segmento.

Se tomarmos o patrimônio total das EFPP, percebemos que a relação com os depósitos a prazo acaba por revelar um crescimento comparado ao mesmo muito sólido, e que em 1989 chegou mesmo a ultrapassá-lo. Não se pode, de um modo geral, verificar uma correlação entre o crescimento das EFPP e os depósitos a prazo. Temos a impressão de que se a economia fosse uniforme, ela se manteria mais estável.

2.2.4.- Investimentos em Imóveis

Estes são os investimentos mais difíceis de aferir. Não temos condições de quantificar o patrimônio imobiliário brasileiro. A recente modificação na estrutura de imposto de renda poderá apresentar novidades neste campo. De qualquer maneira, a presença de alguns dados lança algumas luzes sobre o que representa o setor. O Presidente da ABRAPP, Mizael Mattos Vaz, declarou a Gazeta Mercantil de 16/3/92 que **80% dos investimentos daquele momento em imóveis comerciais provinham das EFPP e este segmento representa 20% da indústria de construção civil**, significando um peso de 16% sobre o total da indústria construção. Esta marcada presença se justificaria pelo retorno oferecido pelos aluguéis que eram de 1% em média segundo esta reportagem, sendo superior ao dos países mais ricos (Contestado por EXAME, 3/3/1993:73, com exemplos de erros de gestão). Podemos destacar a forte participação dos fundos nos Shopping Centers e a intenção de participar ativamente do mercado de turismo. O SECOVI, utilizando dados da ABRAPP, divulga que cerca de 40% do espaço dos shoppings pertence às EFPP, além de 605 dos edifícios comerciais de alto padrão (Ind. Imobiliária no.12- jun/1992:9).

Estes dados confirmam a expressiva participação das EFPP no mercado de imóveis comerciais novos. Mas a ociosidade de 250 mil metros quadrados (GM 16/3/1992:1) preocupa, pois é superior a mais de 500% dos lançamentos anuais médios registrados entre 1981 e 1991 que são de 61.000 mil metros quadrados, o que sugere que o mercado não deveria operar por quatro anos afim de ocupar a ociosidade estimada existente. Estima-se que nos países da OCDE

ela seja maior, mas o dado confirma tão somente o caráter especulativo de parte dos investimentos deste mercado.

Tab. 2.2.4.1- Lançamentos de Imóveis Comerciais e EFPP (em M2)

ANO	TOTAL	EFPP	% EFPP	ANO	TOTAL	EFPP	% EFPP
81	34667	6340	18,3	87	72533	55467	76,5
82	45333	5600	12,4	88	80000	24800	31,0
83	29600	16000	54,1	89	128533	77333	57,1
84	58667	24533	41,8	90	64000	29867	46,7
85	37600	34667	92,2	91	73333	66667	90,9
86	48267	27200	56,4	92	ND	ND	ND

FONTE: Richard Ellis Consultores. Nossa elaboração- dados aproximados.

Os números referentes a imóveis comerciais parecem confirmar as hipóteses de Lessa & Dain (1983), pois mostram que este mercado se insere numa lógica típica da América Latina, com um crescimento sustentado, a despeito da crise econômica geral. Isto parece confirmar também os postulados de Braga (1992), nos quais se destaca um processo de "financeirização" global no qual, segundo o autor, várias formas de ativos começam a descolar de sua base de valorização lastreada no setor produtivo da economia, assumindo uma lógica própria. Embora seu trabalho enfoque os capitalismos centrais, suas observações revelam semelhanças com o ocorrido no Brasil recentemente (Braga (1992:17/18)).

Quanto ao comportamento dos fundos, mais propriamente, ele é revelador de suas estratégias de investimento. Nos anos em que a participação destes investimentos baixa, há uma propensão para que as compras se elevem nos períodos seguintes e há uma reversão nos anos em que os investimentos estão próximos ao máximo permitido. Outro fator importante é a rentabilidade destes

investimentos ou de investimentos concorrentes (Tabs 2.1.2/2.1.3).

Em 1980 os imóveis e os empréstimos podiam representar 40% do patrimônio das entidades. Depois, este patamar foi caindo até um máximo de 20% em imóveis. Ainda assim, impressiona a constância do crescimento deste investimento, cotado normalmente em dólar. Este é um dos investimentos que mais cresce no país, devido ao fato de representar aquela segurança contra a corrosão inflacionária (e a manipulação da correção monetária), pelo menos na concepção das EFPP. Não existe discrepância entre os montantes aplicados em imóveis pelo setor público e o privado, tendendo a ocupar os espaços máximos fixados em lei (FSP 28/7/1992:2-3). Quando o patamar de investimentos cai a menos de 20%, pode-se atribuir o fato, também, à correção contábil adotada para a publicação de balanços, que nem sempre coincide com os preços de mercado, tendendo a subvalorizá-las conforme a conjuntura. Reavaliações de imóveis são compulsórias a cada três anos.

Os imóveis podem ser de uso próprio, do patrocinador da EFPP ou para renda, quando alugado a terceiros. A distribuição deste percentual varia consideravelmente entre os diversos agentes. Alguns possuem imóveis para preferencialmente auxiliar as mantenedoras, outros investem em imóveis para aluguéis afim de aliar a segurança patrimonial dos mesmos à satisfatória rentabilidade dos aluguéis. Em alguns casos existe o investimento em imóveis residenciais para o uso dos participantes do plano. Não encontramos dados a respeito, mas comenta-se que este tipo de empréstimo, efetuado pela PREVI, do Banco do Brasil, costuma alavancar o mercado imobiliário em Brasília.

Dados de 1990 revelam que numa amostragem realizada pela ABRAPP, 45.4% dos imóveis pertenciam às próprias EFPP, 11% para uso da patrocinadora e 55.4% para aluguéis. No que se refere a imóveis de uso próprio, 24.8% do total da amostragem referiam-se a imóveis em construção, que provavelmente seriam destinados para fins comerciais. Isto mostra a relevância dos novos investimentos neste segmento de forte imobilização de recursos, comprovando o sucesso da aliança entre os fundos e o mercado imobiliário.

Tab.2.2.4.2-EFPP X Mercado Imobiliário-dezembro de 1990

USO PROPRIO	48 159
- terrenos	20 640
- edificações	1 142
- em construção	26 377
P/ MANTENEDORA	11 675
- terrenos	2 157
- edificações	9 518
P/ALUGUEIS	46 215
- terrenos	9 616
- edificações	36 598
TOTAL GERAL	106 050

FONTE: ANAIS ABRAPP (1991:51). Valores em US\$ mil. Amostragem sobre 4.68% do patrimônio imobiliário agregado no período.

Os estudos de caso revelam que estes dados não representam uma regra. Estes investimentos, para muitas EFPP, revelam percentuais maiores sobre o patrimônio total. Os imóveis representam o tipo de investimento com maiores possibilidades de interação entre as EFPP e suas mantenedoras.

2.3-PANORAMA ATUARIAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDENCIA PRIVADA

Não é possível realizar um diagnóstico atuarial preciso. Não encontramos trabalhos que tratem deste problema de modo agregado para o setor. Frischtak (1992), por exemplo, fala de um sistema bem sucedido, que deve defender-se da seguridade brasileira, que é falimentar. Uma reportagem recente fala de pesados déficits atuariais dos fundos de empresas estatais (OG 24/2/1993:19). Nenhuma das fontes revela dados agregados. **Cabe acrescentar que somente os fundos que trabalham em regime de benefício definido podem apresentar déficit. Os de contribuição definida pagam aos segurados conforme seu desempenho.**

Estabeleceu-se uma polêmica, em inícios de 1993, sobre a verdadeira situação das EFPP. No centro dela estão as entidades patrocinadas pelo setor público federal, que são as mais portentosas do país e mais atuam no processo de desestatização. A acusação diz que várias EFPP não têm condições de cumprir o prometido. PETROBRAS, deve 2 bilhões de dólares à sua EFPP, CEF deve um bilhão, CVRD e RFFSA, 300 milhões cada e FURNAS, BNDES, EMBRATEL, PORTOBRAS, CORREIOS, CSN, ELETROSUL, CHESF e INFRAERO juntos precisam de outros 400 milhões. Os dados baseiam-se em um estudo da Secretaria Nacional de Previdência Complementar (VEJA 3/2/1993:72/73).

A ABRAPP contestou estas informações, pois a denúncia não considerou o fato de que na transição de previdências em regime orçamentário para o de capitalização não houve integralização das contribuições para funcionários antigos, próximos ao usufruto da

aposentadoria. Além disto, não foi considerada a possibilidade de retenção de parte dos débitos junto ao passivo da empresa mantenedora. Um exemplo disto é o da PREVI, do BANCO DO BRASIL. O déficit mencionado pelas CPI do PP de US\$ 291 milhões para 1991 advinha de contribuições ainda não integralizadas pela mantenedora quando da transição da antiga caixa para uma EFPP em 1967 (GM 28/3/1993:22). Some-se ainda a queda dos benefícios pagos pelo INSS, que deveriam ser 40% maiores que os atuais. A parcela negligenciada deve ser coberta pela EFPP pois o contrato prevê o recebimento de pensão sobre determinado percentual dos proventos da ativa ("Carta da Previdência Complementar" 5/3/93).

Tab. 2.3-Situação Atuarial das EFPP (EM %)

ANO	DT/RMC	DT/PATR 3	RMC/PATR 4	3+4
1982	ND	ND	ND	35.94
1983	ND	ND	ND	24.24
1984	ND	ND	ND	23.35
1985	5.54	0.76	13.02	13.79
1986	4.50	0.71	15.02	15.83
1987	14.40	6.47	38.43	44.89
1988	11.68	5.41	40.90	46.31

FONTES: BACEN- Boletim das EFPP (vários nos.). Nossa elaboração.
 legendas: DT= déficit técnico/ RMC= reservas matemáticas a constituir/ PATR= patrimônio total.

Os dados sobre as EFPP são muito escassos. A divulgação era realizada pelo Banco Central. Logramos obter dados de 1982 a 1988. Os dados só são mais completos a partir de 1985. Esta distinção é importante. Até 1984 os dados apresentam o déficit como a soma das reservas matemáticas a constituir de riscos não expirados com o déficit verificado em riscos já expirados. O déficit técnico (DT) revela a insuficiência de fundos para cobrir

os direitos em exercício daqueles que já gozam dos direitos de pensão, por exemplo. Já as reservas matemáticas a constituir (RMC) revelam a insuficiência de fundos já acumulados por parte daqueles que participam (mas não têm direito ainda à aposentadoria por idade) de uma EFPP em relação aos direitos adquiridos até um determinado momento. Ele revela, por exemplo, que os fundos provisionados em regime contábil de competência deveriam ser de X e na verdade são de (X-Y). Isto significa que entre a data atual e o prazo delimitado para o gozo dos direitos será necessário recuperar este prejuízo.

A primeira impressão é a de que os déficits parecem muito elevados. Isto é um equívoco porque eles poderão ser cobertos por novos aportes. Se forem destinados à cobertura do déficit técnico, haverá aporte unilateral do empregador, conforme a Resolução MPAS/SPC no. 1, de dezembro de 1979. Eventuais reduções dos proventos somente serão possíveis caso não infrinjam as normas contratuais pré-estabelecidas. A destinação para cobertura de reservas matemáticas a constituir é parte normal dos fluxos regulares de contribuições sobre folhas de pagamento. Novos aportes diminuem o déficit.

Desde logo, o déficit técnico pode ter duas origens: mau desempenho e insuficiência das contribuições. A seção referente mostrou evidências de que a rentabilidade dos fundos foi alentadora. Resta a segunda opção. Isto ocorre devido ao fato de que o plano atuarial pode, num certo período de projeção, ser exageradamente otimista e prever retornos superiores aos que

serão verificados.

O Fundo de Pensões Montréalbank 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 enganosa pela qual são apresentados os resultados atuariais que podem confundir desempenho com contribuições que podem estar propositalmente sub-valorizadas. 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 Art. 29). Trata-se de uma forma de auto-financiamento. Os balanços das EFPP não revelam se ocorre esta provisão.

Podemos destacar ainda outros fatores. O primeiro é o de que o resultado atuarial parece estreitamente ligado ao desempenho econômico do período ao qual se associa, conforme percebemos analisando o biênio 1985/6. Este foi um período de forte recuperação econômica. O biênio anterior também foi positivo (mesmo 1983 sendo um ano de recessão) mas isto parece dever-se à imposição da política econômica no sentido de estabelecer uma alta nos juros como forma de financiar a dívida pública.

Com a reversão do crescimento econômico 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 econômica sobre o passivo. É preciso ficar claro o elo entre o desempenho da economia e o dos fundos, conforme já revelavam Montoro Filho. & Porto (1982).

O déficit, como sugerem os dados, pode ser revertido em caso de desempenho favorável, ou equacionado em um largo período. Tomando em conta: o baixíssimo peso da folha salarial brasileira em face aos demais países, quando comparada ao PIB, e as ótimas condições de rentabilidade das grandes empresas S.A., ao longo do período 1980/1992 (excetuando-se os anos de 1991/2 cujos balanços de revelaram prejuízos em 65% dos casos), a despeito da monumental crise que nela verificada, as condições de solvência parecem propícias, parecendo distante a possibilidade de quebra do sistema.

As maiores preocupações residem no fato de que se houver uma recuperação sustentada da massa salarial da economia brasileira, e mais especificamente das EFPP que adotam o regime financeiro de benefício definido, poderão haver problemas de escassez de fundos. A remuneração das aposentadorias tem sido lastreada no último provento auferido na ativa e não nos proventos médios do tempo de contribuição durante os anos de serviço e de participação no fundo por parte do segurado.

CONCLUSÕES DO CAPÍTULO 2

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. O capítulo 2 mostrou que os fundos não investem em mercados de risco como bolsas quando a baixa é pronunciada. O não desinvestimento em ações 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. Os dados mostram que, nos períodos de baixa, o desempenho do 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 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, que foram adotados 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 uma troca de investimentos entre um mercado em detrimento a

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 face a outros num determinado período, ele prefere alterar seu portfólio 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 febre dos imóveis comerciais e "Shopping Centers" é semelhante (Leal & Freundt 1992:47 e seguintes). Seriam úteis mais trabalhos neste campo, para uma melhor compreensão deste setor, que parece o locus de investimentos fortemente especulativos.

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 enorme crise financeira. Neste sentido, os fundos foram chamados a contribuir para salvá-lo desta situação mediante a aquisição de títulos públicos de diferentes espécies. Houve a proibição de venda destes mesmos títulos, a não ser em

determinadas circunstâncias, seja por uma proibição legal explícita (Resolução 1025/85), seja pela 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 negociação mais duvidosa deviam ser adquiridos pelos mesmos, o que criou um "subsistema" de fato 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, privilégios corporativos e 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 ou da Alemanha nos anos 1930, inviabilizando os compromissos do fundo. 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 faz os recursos financeiros sujeitos a uma forma de ação especulativa que é líquida, dada a repactuação diária da dívida pública. Essa massa de recursos pode se dirigir a outros mercados, conforme o estado de confiança destes credores. Isto está na origem de ganhos especulativos importantes

nos anos 1980. As EFPP participaram deste movimento e cresceram no bojo desta situação.

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 dos mercados que receptam estes recursos. Isto poderá se dar mediante um repúdio da dívida ou ainda pela "queima" da mesma, num processo hiperinflacionário, conforme nos mostrou Carneiro (1991: capítulo5). 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, conforme descrevemos acima.

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 da sistema econômico. É caso ele logre se posicionar mais de acordo com os ensejos da sociedade brasileira e de suas enormes carências.

CAPITULO 3: FUNDOS DE PENSÃO E O FINANCIAMENTO DA ECONOMIA

"Não foi para os indivíduos, porém para as organizações, que o poder na empresa e na sociedade passaram. E a sociedade moderna só pode ser compreendida como um esforço, inteiramente bem sucedido, de sintetizar na organização uma personalidade de grupo muito superior para seus propósitos à de uma pessoa natural, e com a vantagem adicional da imortalidade."

JOHN KENNETH GALBRAITH

Os capítulos anteriores contextualizaram e aferiram a atuação dos fundos de pensão na economia brasileira. A magnitude conquistada pelas EFPP fez com que elas fossem objeto de crescentes intervenções e polêmicas que podem ser observadas na mídia. O que mais impressiona, porém, é sua vitalidade face a enorme crise vivenciada nos anos 1980/1992.

Tendo em vista sua pujança, cabe perguntar qual o papel dos fundos, numa eventual retomada do desenvolvimento econômico, em termos de capacidade de financiamento e se recursos destinados a pensões complementares adequam-se ao financiamento de longo prazo.

Afim de responder a estas questões, este capítulo procurará relacioná-las, considerando os aspectos econômicos e financeiros envolvendo o setor. Estudaremos, num primeiro momento, o papel dos fundos face às suas mantenedoras. A seguir, descreveremos, brevemente, a participação dos fundos no Plano Nacional de Desestatização e quais as suas implicações potenciais. Por fim, procuraremos relacionar a "indústria dos fundos" à crise da economia e à retomada do desenvolvimento da nação.

3.1- OS IMPACTOS DOS FUNDOS DE PENSÃO NAS MANTENEDORAS

Da mesma forma que as EFPP impactam poderosamente a economia brasileira e os setores nas quais atua, seus capitais se mostram essenciais para as empresas que as mantêm. A legislação, a despeito das modificações frequentes, sempre concedeu uma faixa livre para as aplicações dos fundos, mesmo que ela tenha declinado ao longo do período. O percentual máximo variou entre 37% e 45% do total de recursos a serem aplicados. Num primeiro momento, havia livre escolha entre os empréstimos aos cotistas dos fundos e as aplicações imobiliárias. Com o tempo, a legislação limitou os empréstimos a 7% do patrimônio total, podendo serem acrescidos em 10% se fossem destinados à financiamentos imobiliários. Além disso, os fundos poderiam aplicar até 20% em imóveis.

Os fundos também podem financiar indiretamente as empresas, com a posse de ações ou debêntures, conversíveis ou não, de empresas coligadas ou controladas. Um grupo empresarial poderia, por exemplo, ter parte relevante de suas ações em posse de uma EFPP mantida pelas suas empresas. As exigências se limitam ao fato das ações precisarem pertencer a empresas de capital aberto e respeitar as normas do Banco Central.

Um fator crescentemente relevante são as operações não previdenciárias. A nível das empresas, existem muitas atividades que são repassadas à gerência dos fundos. Elas podem ser dos mais diversos tipos para atenderem as mantenedoras, sendo, na

realidade, integradas ao grupo empresarial. Para melhor apreender estes elementos estudaremos a importância dos empréstimos a participantes das EFPP e, num segundo momento, as operações com as empresas. Por fim, tentaremos refletir sobre as mudanças que os fundos podem estar operando com sua forma de atuação.

3.1.1- Empréstimos e Financiamentos a Participantes

Os registros dos primeiros anos posteriores a lei 6435/77 mostram que os fundos destinavam parte ponderável de seu patrimônio a seus participantes (BOVESPA 14/8/1980:27). Isto era visto como uma forma segura de aplicação dos recursos devido aos interesses solidários entre participantes e fundo.

Tab. 3.1.1.1.- CREDITO DAS EFPP X CREDITO DO SFN

ANO	PATR EFPP	CRED EFPP	%	BANCOS - BB	FINAN- CEIRAS	TOTAL	Valores em %		
							2/1	1/4	1/5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
80	1469	126	8,6	25954	5344	90076	5,7	1,6	0,6
81	2157	166	7,7	22692	5164	87637	9,5	2,5	0,9
82	3211	295	9,2	21768	9103	87070	14,8	3,7	1,3
83	3749	405	10,8	12805	5691	55081	29,3	6,8	2,0
84	4008	357	8,9	13599	5685	51696	29,5	7,8	2,0
85	5728	344	6,0	14881	5806	54747	38,5	10,5	2,5
86	6084	426	7,0	29281	4970	84486	20,8	7,2	2,2
87	7670	675	8,8	17696	2677	69321	43,3	11,1	2,4
88	10584	430	4,1	14776	1956	72082	71,0	14,5	2,9
89	14836	579	3,9	5884	891	84984	252,1	17,5	2,8
90	12120	558	4,6	5164	699	71828	234,7	16,9	2,7
91	17987	917	5,1	4827	556	65080	372,6	27,6	4,2
92	17169	944	5,5						

FONTES: CONJUNTURA ECONOMICA/ ABRAPP/ BACEN em US\$ milhões em 31-12
 "Bancos" refere-se ao setor monetário e exclui o Banco do Brasil,
 CRED refere-se ao crédito das EFPP aos segurados.

A destinação de recursos para financiamento a participantes

dos fundos, a partir de 1980, seguiu as tendências verificadas na economia brasileira. Vemos oscilações percentuais importantes ao longo dos anos para estes recursos. Mas, logo se percebe a perda de sua importância relativa ao longo do tempo. Isto é correlato ao que ocorreu no crédito ao setor privado. As empresas fugiram do mercado de crédito em virtude dos elevados juros médios ao longo do tempo. Isto se deveu ao ajuste recessivo da economia brasileira e a necessidade de transferir recursos para honrar o serviço da dívida externa brasileira, numa situação que invertia o sentido de fluxo do capital financeiro internacional vigente até então. O Estado recorreu ao lançamento de títulos da dívida pública para dispor de seus recursos para comprar as divisas geradas pelo setor exportador. Isto elevou o juro, numa situação de preferência pela liquidez, acrescentado de uma "taxa de risco" pela precária situação das finanças públicas. O juro elevado excluiu uma série de investimentos produtivos, quando houve queda na eficiência marginal do capital.

Os empréstimos passaram a ter maior risco para o tomador, pois o custo do serviço da dívida podia elevar-se em ritmo mais elevado que a rentabilidade corrente. Para quem financiava, ocorreu uma elevação do "risco do credor", pois, além da possibilidade de inadimplência dos devedores, podia redundar na dizimação dos ativos patrimoniais oferecidos como margem de garantia, acarretando uma significativa queda dos contratos de empréstimos.

Os percentuais que comparam o patrimônio das EFPP em relação ao crédito ao setor privado são reveladores deste fato.

Verificamos, por exemplo, que a relação entre o patrimônio e as variáveis de crédito cresce de maneira muito mais veloz do que aquela relacionada ao PIB. Os empréstimos das EFPP crescem muito menos do que seu patrimônio. O total do crédito oferecido ao setor privado oriundo de instituições públicas é substancialmente menos afetado do que a parte oferecida pelo setor privado. O crédito das instituições oficiais amortece a forte tendência declinante do crédito de curto prazo e total. Os empréstimos concedidos por bancos de investimento, em parte, ou pelos de desenvolvimento, principalmente, freiam a queda no crédito total ao setor privado.

Tab. 3.1.1.2.- EVOLUÇÃO INDEXADA DO CREDITO X EFPP

ANO	EFPP		CREDITO PRIV.			TOTAL EFPP/			RELACAO %		
	TOT CRED		BC	FIN	TOT	3	4	PIB	2/3	2/4	2/5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
80	100	100	100	100	100	100	100	100	0,5	2,4	0,1
81	147	132	87	97	97	168	151	154	0,7	3,2	0,2
82	219	234	84	170	97	261	226	222	1,4	3,3	0,3
83	255	321	49	106	61	517	417	335	3,2	7,1	0,7
84	273	283	52	106	57	521	475	336	2,6	6,3	0,7
85	390	273	57	109	61	680	642	427	2,3	5,9	0,6
86	414	338	113	93	94	367	442	372	1,5	8,6	0,5
87	522	536	68	50	77	766	678	410	3,8	25,2	1,0
88	714	341	57	37	80	1254	892	496	2,9	22,0	0,6
89	1010	459	23	17	94	4455	1070	474	9,8	64,9	0,7
90	825	442	20	13	80	4147	1035	459	10,8	79,8	0,5
91	1224	728	19	10	72	6584	1695	708	19,0	164,9	1,4
92	1169	749									

FONTES E LEGENDAS: Vide quadro anterior

Se os números estivessem expressos em dólares constantes, perceberíamos uma performance ainda mais desalentadora. Há forte instabilidade, gerando incerteza quanto às possibilidades de pagar os juros contratados, dado o desconhecimento prévio da

correção monetária contratual. Mesmo a reintrodução da pré-fixação dos contratos de curto prazo não surte efeito. Persiste a elevação dos juros como forma de procurar proteção contra eventuais disparadas da inflação, acabando por realimentar custos. Assim, as alternativas experimentadas não alteraram fundamentalmente o quadro de incertezas.

Os efeitos desta situação refletem-se também no crédito que é oferecido pelos fundos. Trata-se de um crédito ao setor privado. Ele pode ser de consumo, quando dirigido aos assalariados, ou empresarial, se for destinado às mantenedoras. Neste caso ele pode reforçar, por exemplo, o capital de giro ou destinar-se a pequenos investimentos. O risco de emprestar para a empresa patrocinadora é pequeno, se o plano for de benefício definido, pois ela está comprometida em reforçar o caixa das EFPP se os recursos disponíveis forem insuficientes para cumprir com as obrigações contratuais. Dados específicos de cada EFPP revelam, porém, que este saldo refere-se mais frequentemente ao crédito a empregados. Mas, as circunstâncias vantajosas se esvaem neste ambiente recessivo, pois não se pode garantir que os ganhos periódicos possam ressarcir os compromissos, sem o sério comprometimento das demais necessidades dos participantes.

Os dados revelados, porém, impressionam o observador. Percebemos que o volume de financiamentos a participantes das EFPP cresce de maneira avassaladora. Ele representou quase 165% do volume total de créditos oferecidos pelas financeiras, em 1991, que são as empresas que financiam pessoas físicas. Isto evidencia que estas aplicações, que são secundárias para os

fundos, já ultrapassam um segmento que foi importante na fase de auge econômico. Esta evolução se dá mais pela queda deste segmento do que pelo crescimento dos fundos. O peso de 19% em relação ao crédito ofertado pelos bancos comerciais, exclusive Banco do Brasil, é ainda mais contundente. Mas a explicação é basicamente a mesma. A evolução mais modesta em relação ao crédito total se dá pelo peso menor da queda do sistema não monetário, em especial dos recursos do BNDES. Mas, como vimos na parte anterior, estes recursos se devem às aplicações compulsórias de vários segmentos da economia dentre as quais destacamos as OFND por parte das EFPP.

Os dados aqui apresentados seguem uma evolução semelhante àquela que foi descrita na parte anterior deste capítulo. Isto significa que a medida que a economia está em recessão, os fundos revelam um peso maior face aos setores que financiam o crescimento da produção. Mas, se o crescimento é retomado, verificamos uma queda na importância relativa dos fundos.

O patrimônio total dos fundos não suplanta os empréstimos oferecidos pelo setor monetário. Basta observar os dados para o início da década passada. O crescimento modesto do crédito interno aos participantes das EFPP revela isto em parte. Mas sua queda menos acentuada acaba por sugerir uma espécie de política compensatória oferecida pelas empresas que possuem fundos.

Os fundos estatais dedicam cerca de 5,5% de seu patrimônio a estas finalidades, enquanto os fundos privados dedicam pouco mais de 2%. Como houve uma enorme perda salarial média, especialmente

para funcionários do Estado, percebemos que esta parece uma política compensatória, dado o crédito mais barato, se comparado ao de mercado. Os fundos privados revelam uma preocupação maior com a rentabilidade do patrimônio e isto acaba por diminuir os recursos destinados a estas finalidades. Os dados não estão abertos, mas isto pode revelar também que seu patrimônio mais modesto é insuficiente para atender às necessidades de crédito.

Seja como for, os fundos estatais têm revelado uma capacidade maior de interação para com as mantenedoras, talvez devido à magnitude de seu patrimônio. **Esta vocação para interagir junto ao grupo econômico se assemelha àquela descrita classicamente como sendo típica de conglomerado, onde as atividades operacional e financeira tendem a se concentrarem no próprio grupo,** oferecendo condições de alongamento do perfil de dívidas ou estratégias compensatórias, devido à diversificação das atividades.

1.2.2- Operações Não Previdenciárias dos Fundos

Os dados expostos pela ABRAPP e pelo BACEN revelam uma série de operações das EFPP que são caracterizadas conforme o título acima. Os valores envolvidos com estes recursos são importantes e têm crescido de forma constante. Neste caso, as diferenças entre fundos privados ou estatais não são marcantes. Dados de dezembro de 1991 revelam que representaram 10,5% em relação ao patrimônio das entidades públicas e 9,7% para as privadas.

Estes recursos atendem às mais diversas finalidades. Muitas delas são atividades securitárias. Este volume não se inclui junto ao restante dos investimentos pelo fato de não serem recursos destinados à capitalização com vistas ao pagamento de aposentadorias por idade. Saúde e pensões temporárias são de previsibilidade aleatória apresentando peculiaridades que exigem financiamento de curto e médio prazo.

Tab. 2.3.2.1.- Operações Não Previdenciárias

ANO	84	85	86	87	88	89	90	91	92
OPER N PREV	164	256	327	392	647	863	1968	1598	1912
% S/ PATRIM	4,1	4,5	5,4	5,1	6,2	5,8	16,2	8,9	11,1
EM INDICES	100	156	199	239	395	526	1200	974	1166

FONTES: ABRAPP/ BACEN- valores em US\$ milhões

Os dados revelam um crescimento notável desta modalidade. Além disto, trata-se de um fato revelador das potencialidades dos fundos. Eles são o braço securitário do grupo. Não se trata, em geral, de algo comum a todos os grupos. Grandes empresas, como o Banco do Brasil, podem preferir constituir outras modalidades de atendimento aos seus funcionários, criando instituições exclusivas para estes fins. O BANESPA segue a mesma linha. A inclusão de outros benefícios à própria empresa, inversamente, também é defendida por alguns, como o Grupo CAEMI. Isto porque seria a própria empresa e seus executivos que melhor conheceriam o funcionário e atenderiam aos seus anseios (Rev. ABRAPP no.3/ 1988:12) O tamanho da empresa patrocinadora parece ser importante para esta decisão.

As empresas mantenedoras transferem a gerência destes

acordos aos fundos que acabam por agrupar mais esta incumbência. As vantagens são óbvias no sentido em que é respeitada a vocação da entidade, liberando a empresa para as suas atividades operacionais. O Grupo Sadia, por exemplo, optou por repassar à sua EFPP os planos de saúde que atendem aos funcionários e aposentados. O custo individual do plano é de cerca de 4,5% da folha salarial e a escolha da EFPP se deu pela opção de constituir um plano criado e gerido para o próprio grupo, visto que ele atende a cerca de 75 mil pessoas, o que seria impossível para a Sadia, tendo em vista suas complexas operações. Somando-se ainda outras atividades assistenciais, educacionais e esportivas, temos um gasto de 8% sobre folha.

A Fundação CESP revela um exemplo parecido. Lá, porém, a assistência à saúde com gerenciamento próprio iniciou as atividades da área social e o fundo associou-se à estrutura prévia. O fato do fundo ser multipatrocinado pelas concessionárias de energia de S. Paulo acabou por tornar lógica a concentração de atividades securitárias no fundo, dada a economia de escala obtida. Além disto, a fundação gerencia atividades como hotéis, sendo, também, utilizadas para o treinamento (Rev. ABRAPP no.3/1988:10).

Além da saúde, existem outras atividades do ramo de seguros que acabam sob a administração das EFPP, como a dos seguros diversos. A mera inscrição junto a SUSEP, Superintendência de Seguros Privados (ligada ao Ministério da Fazenda) - habilita as fundações a prestarem este serviço. A PSS, ligada a PHILIPS, desde 1981 administra os seguros de vida de 18000 pessoas. Os

custos para o participante e o reajuste automático dos prêmios, quando dos reajustes salariais, afirmam sua viabilidade (Rev. ABRAPP no.2/1988:30). Trata-se de um ramo onde a compatibilidade das atividades é elevada. Basta lembrar que a previdência privada aberta é regulamentada pela SUSEP por ser vista como uma forma de seguro.

Outro exemplo é também o do ECONOMUS que fez uma associação com a COSESP e oferece, via agências da mantenedora, a NOSSA CAIXA-SP, várias modalidades de seguros, como para automóveis e residências. Neste caso a experiência é ainda mais radical no sentido em que o fundo gere uma atividade colateral ao próprio negócio da mantenedora que, neste caso, é um banco múltiplo. Este mesmo fundo gerencia uma prestadora de serviços para o banco que tem por finalidade realizar a impressão de extratos bancários e cheques para a mantenedora, internalizando, desde 1990, uma atividade que antes era contratada a uma empresa externa ao grupo

Um exemplo original é fornecido pela FUNBEP, ligada ao Banco do Estado do Paraná. A FUNBEP estimulou a criação de uma associação de aposentados -AFAB-. Daí surgiu uma prestadora de serviços que criou postos para pagamentos de tributos e tarifas públicas externos às agências do banco que estavam saturadas por este serviço. Estes postos receberam o apoio da prefeitura de Curitiba e foram integrados aos terminais de transportes urbanos ou áreas estratégicas de circulação de habitantes, melhorando o serviço e criando uma demanda adicional por estes postos na cidade e em outros municípios como Londrina e Maringá. Outro

serviço criado foi o de digitação para o banco. Poderiam candidatar-se a este serviço ex-funcionários ou alguém indicado pelo mesmo. Este serviço conseguiu desafogar em parte a área administrativa do banco. Além deste serviço, a AFAB faz a corretagem de imóveis transferidos ao banco como parte de débitos e os antigos advogados ainda prestam assessoria nas mais diversas pendências operacionais. Estes serviços são gerenciados pela AFAB com estreito apoio da FUNBEP e revelam não só a preocupação em tornar úteis os funcionários aposentados em plena capacidade laborativa, como também a intensa colaboração EFPP/ EMPRESA (Anais ABRAPP-1988:121).

Estes exemplos esclarecem de que maneira as EFPP podem integrar as empresas que lhes mantêm, oferecendo serviços que complementem as suas atividades. Para as mantenedoras, estas parcerias são vantajosas pois na maior parte das vezes elas carecem muito deste tipo de serviço e são demandantes importantes dos mesmos. Esta demanda é suficiente para que se constitua uma empresa específica para a atividade desejada. A "terceirização" da estrutura administrativa dos fundos facilita enormemente a tarefa que seria onerosa com uma burocracia mais numerosa, como a das empresas patrocinadoras. A vocação para o trabalho social é função precípua do fundo. A área de seguridade e de seguros também é familiar ao empreendimento, dada a intimidade com as técnicas atuariais.

Estes estímulos comprovam a atratividade dos fundos para absorver trabalhadores mais qualificados e tornar mais estáveis os quadros das empresas. Philips e MAPPIN, por exemplo, desejam a

estabilidade e menor rotação de pessoal. Dados do MAPPIN revelam que a permanência média de um executivo na empresa é de 10 anos e atinge 18 anos em postos de alta gerência (J.ABRAPP-1a.quinz.out/1990:4.). As empresas salientam que os fundos são vistos como um braço dos recursos humanos.

Tab. 2.3.2.2.-Frequência dos Benefícios Pesquisados

BENEFICIO	ENTIDADES	%
Pensão por morte	101	97,1
Aposentadoria por invalidez	100	96,2
Aposentadoria por tempo de serviço	99	95,2
Aposentadoria por idade	94	90,4
Aposentadoria Especial- 25 anos de serviço	71	68,3
Auxílio-doença	67	64,4
Pecúlio por morte	59	56,7
Aposentadoria Antecipada	56	53,8
Auxílio reclusão	56	53,8
Aposentadoria Especial- 20 anos de serviço	50	48,1
Aposentadoria Especial- 15 anos de serviço	49	47,1
Auxílio-funeral	30	28,8
Vesting (saque antecipado dos fundos)	29	27,9
Auxílio-natalidade	26	25,0
Pecúlio por invalidez	19	18,3
Aposentadoria postergada	18	17,4
Pecúlio por aposentadoria	12	11,5

FONTE: Congresso ABRAPP- 1991- 104 entidades pesquisadas

As patrocinadoras fornecem mais de 65% dos recursos dos fundos, sendo a proporção restante do empregado. Os dados são válidos para empresas estatais, privadas nacionais ou estrangeiras, com insignificantes variações das respectivas médias, sendo a prática idêntica àquela adotada pelos Estados Unidos. Isto se justifica do ponto de vista da empresa, pois na hipótese de demissão voluntária o empregado costuma receber apenas a parte com a qual ele contribuiu, perdendo a maior parte do patrimônio que foi depositado em seu nome pela empresa , o

que, dadas as circunstâncias, pode ser um risco muito elevado para a velhice. Os fundos são uma forma de proporcionar benefícios diferidos, seja diretamente, via proventos de aposentaria, seja indiretamente, pelos serviços que, em geral, são extensivos aos pensionistas e dependentes.

3.1.3- As Possibilidades De Financiamento das Empresas Mantenedoras por parte dos seus Fundos Previdenciários

Tentamos mostrar as inúmeras possibilidades da relação empresa/EFPP. Mostramos que a lei, expressa nas resoluções do Banco Central, faculta um comprometimento junto à própria empresa de até 45% do patrimônio total destinado ao fundo de capitalização para aposentadorias por idade. **Isto revela um potencial e não um fato.** De toda forma, alguns exemplos acabam por corroborar estas possibilidades. Esta é uma das proposições desta seção. Buscaremos aferir especificamente o impacto econômico das EFPP nas empresas, para depois discutir mais sistematicamente sobre o significado do mesmo.

Os dados apresentados são bastante reveladores no sentido em que englobam mais de 50% do patrimônio total em 1991. Um fato que chama nossa atenção é o crescimento significativo do patrimônio em termos nominais (expressos em dólares), de parte das EFPP e de suas mantenedoras. Este crescimento contrasta fortemente com o desempenho da economia brasileira, como atestam os números do PIB. Nosso critério é o de avaliar o crescimento do patrimônio das EFPP e compará-lo ao capital de suas mantenedoras, que é

expresso pelo patrimônio líquido das mesmas. Efetuadas as devidas operações matemáticas, percebemos que existem fatores a destacar.

Os dados individualizados são dispersos pelas especificidades de cada empresa. Muitas delas recompuseram seus ativos ao longo destes anos. Outras tiveram um processo semelhante anterior ou posterior ao período em estudo. A queda de patrimônio dos fundos pode ter significado um ajuste na política de pessoal mediante acordos prévios de aposentadorias e ajustes no quadro funcional. Nem todas as informações estão explícitas, mas, as circunstâncias de conjuntura de nossa economia dão claras indicações nesta direção.

Tab. 3.1.3.1- **EFPP X PATROCINADORAS** (em US\$ milhões)

EFPP	1983	1991	IND	EMPRESA	PATR	1991	IND
PREVI	1053	4200	400	B BRASIL	6547	4567	71
PETROS	350	1276	364	PETROBRAS	4265	11750	275
REFER	210	390	185	RFFSA	5947	8349	140
SISTEL	150	803	534	TELEBRAS	3375	11688	346
VALIA	54	550	1012	CVRD	1907	6398	335
FEMCO	74	232	312	COSIPA	930	1161	125
REAL GR	61	283	461	FURNAS	983	7059	718
BRASLIGHT	77	152	198	LIGHT	937	4220	450
FORLUZ	69	236	343	CEMIG	804	3919	487
BANRISUL	35	92	266	BANRISUL	91	166	182
USIMINAS	83	220	264	USIMINAS	734	1228	167
TELOS	36	127	353	EMBRATEL	694	2416	348
ELOS	30	64	211	ELETROSUL	525	3120	594
FACHESF	26	104	407	CHESF	873	7409	848
A FONTANA	25	104	418	SADIA	91	299	329
BANORTE	13	29	224	BANORTE	51	94	184
DURATEX	9	24	278	DURATEX	92	401	438
COMSHELL	4	18	418	SHELL	305	1052	345
TOTAL	2360	8911	378	TOTAL	29152	75385	259

FONTES: ABRAPP- Consolidado Estatístico Fev.1992, Anais 1986 Conjuntura Econômica no. 8/92 e "Maiores e Melhores" 1992.
IND= crescimento de 1983 a 1991 em índices.

As empresas estão empenhadas em modernizar e aprimorar a

capacidade instalada, mas não efetuam novos investimentos, preferindo aguardar momento oportuno para inversões produtivas. Aplicam, enquanto isso não ocorre, no mercado financeiro. A preocupação é a manutenção do patrimônio, da mesma forma que o é para os fundos. Por outro lado, é notória a estagnação econômica do país, o que desestimula as EFPP, que são, como vimos, um elemento central na política de concorrência pela atração de mão-de-obra mais qualificada. Poder-se-ia pensar que, se a economia estivesse com um nível de atividades mais acelerado, os estímulos ao crescimento dos fundos seriam maiores. As empresas precisariam competir mais pela força de trabalho, o que estimularia novas adesões aos fundos, além de incrementos salariais que significariam transferências maiores aos fundos.

Tab. 3.1.3.2.- EVOLUÇÃO EM % (total do período)

EMPRESA	PATRIMONIO (EFPP/EMPRESA)			CRESCIMENTO VERIFICADO		
	1983	1991	IND	EFPP	MANT	EF/MANT
B BRASIL	16	90	463	22,0	-3,0	24,1
PETROBRAS	8	11	32	21,0	18,0	3,5
RFFSA	4	5	32	14,0	12,0	3,5
TELEBRAS	4	7	54	26,0	21,0	5,5
CVRD	3	9	202	35,0	20,0	14,8
COSIPA	8	20	150	19,0	11,0	12,1
FURNAS	6	4	-36	24,0	30,0	-3,9
LIGHT	8	4	-56	15,0	24,0	-5,7
CEMIG	9	6	-30	20,0	25,0	-3,3
BANRISUL	38	55	46	18,0	14,0	4,8
USIMINAS	11	18	57	18,0	13,0	5,8
EMBRATEL	5	5	1	21,0	21,0	0,1
ELETROSUL	6	2	-64	15,0	27,0	-6,4
CHESF	3	1	-52	23,0	32,0	5,4
SADIA	27	35	27	23,0	20,0	3,0
BANORTE	25	31	22	16,0	14,0	2,5
DURATEX	9	6	-37	18,0	23,0	-4,0
SHELL	1	2	21	23,0	21,0	2,4
TOTAL	8	12	46	22,0	17,0	4,8

FONTES E LEGENDAS: QUADRO ANTERIOR

Este crescimento, num contexto económico alternativo, poderia significar menores ganhos no mercado financeiro, notadamente devido a juros menores. Isto redundaria num crescimento patrimonial menor dos recursos aí aplicados, o que obrigaria os fundos a buscar alternativas em outros segmentos dos mercados de capitais, notadamente naqueles ligados ao financiamento de empresas produtivas.

Por fim, é necessário mostrar que muitos dos fundos pertencem a empresas do tipo intensivo em capital, o que redundaria num grau de imobilização maior. Será muito mais difícil um fundo alcançar esta patrocinadora do que no caso de uma empresa com menor capital. Comparem-se, por exemplo, PETROBRAS e SADIA.

Podemos ver que o crescimento dos fundos é sólido, no sentido em que logram um crescimento real, comparado às empresas, de 4,8% anuais. É isto se dá numa conjuntura onde as empresas crescem 17% a.a. Empresas com problemas económicos, 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.

Hoje, este poder se reflete no fato de, por exemplo, envolver a maior parte dos ativos dos fundos. Se uma EFPP possui 50% do patrimônio de sua mantenedora, ela pode destinar cerca de 45% de seu patrimônio àquela, conforme a lei. Isto se potencializa enormemente se pensarmos em termos de uma política

de estratégias conjunta em para os 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 auto-financiamento, 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.

3.1.3.3.- PATRIMONIO DAS EFPP INVESTIDO EM SUAS MANTENEDORAS (em %)

EMPRESA	ano	ações	debêntures	imóveis	sociais	outros
ELETROSUL	89		2,6	10,9	29,5	
PETROBRAS	90	3,1		14,9	11,0	
CESP	91				39,5	
EMBRATEL	91	8,6		14,3	3,6	
CVRD	91	5,4	5,3		20,5	35,3
RFFSA	91				14,1	8,7
SADIA	89				12,8	
COSIPA	90		4,1		20,5	

FONTES: Relatórios Anuais destes fundos.

NOTAS: Os espaços em branco, na tabela, mostram a inexistência do dado no relatório ou a não utilização das possibilidades legais de autofinanciamento. Os itens ações e debêntures podem revelar papéis das empresas ou dos setores aos quais pertencem. Este é o caso de ELETROSUL, EMBRATEL e COSIPA. O item outros é composto por 14,8% de contrato de mútuo de ouro com a patrocinadora e 20,5% de ações da USIMINAS no caso da CVRD, e os 8,7% da RFFSA são ações da MAFERSA.

Podemos relacionar muitos dos fenômenos observados a explicações análogas, encontradas para outros setores da economia brasileira. **Os fundos, como podemos 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 seus ensejos estratégicos. Parece interessante ainda o contrato de mútuo de ouro realizado pela VALIA e 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)¹. 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 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**

1 Conforme o período, isso pode ter sido um impulso à compra de ouro pelos fundos após a liberação legal destes investimentos para os fundos, por exemplo.

financiamento em prazos maiores àqueles oferecidos pelo sistema financeiro, podendo ser ressarcido mediante a forma de pagamento diferido aos empregados. Esta, aliás, é a pressuposição do plano de benefício definido, 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 gestão. 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.

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 beneficiem empresas que irão prestar serviços para a consecução destes projetos. Isto pode incentivar seus fundos a investirem nos papéis do Estado.

Os fundos podem ser geridos em conjunto com a estratégia do grupo econômico. Muitos propagandistas defendem a "gestão externa" em contraposição à "gestão interna" do patrimônio destas entidades. Os fundos poderão, no limite, substituir parte das **atribuições do sistema bancário**. 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, dada 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 à renda fixa e variável. Dados da ABRAPP mostram que as carteiras de ações administradas internamente revelaram um ganho de rentabilidade sobre o IPC de 4,42% contra uma perda de 5,2% da administração externa em média, no período entre 1987 e 1989. Para a renda fixa, no período de 1988 e 1989 temos um ganho de 12,68% contra uma perda de 1,54% das carteiras administradas externamente (J.ABRAPP 1a.-quinz.-jul-1990. Dados de MW consultores extraídos de O Globo). Os dados se referem a médias, o que exclui a visualização de bons e maus desempenhos de lado a lado. Mas revela também o quanto a

discussão pode ser inconclusiva e independente da natureza da instituição e dependente da conjuntura econômica geral. Mas **confirma o poder de alavancagem potencial dos fundos.**

Os fundos brasileiros não recebem recursos voluntários de seus participantes para aplicações nos mercados de capitais tal e qual ocorre nos E.U.A.² Isto poderia alavancar ainda mais o potencial descrito e aumentar a concorrência por recursos face em aos bancos. Este é bom exemplo, no caso brasileiro, da crescente concorrência que instituições não bancárias fazem face àquelas, conforme descrito por Braga (1992), exemplificando a crescente "financeirização" das atividades econômicas das mais diversas organizações (Braga 1992:14).

Cabe salientar que os dados revelam potencialidades dos fundos na economia. E estas potencialidades estão intimamente associadas à política das empresas mantenedoras dos fundos. Fundos multipatrocinados, como SUPREV ou 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.**

² Vide Drucker (1977:105). O exemplo refere-se ao TIAA-CREF. Este fundo, o maior do país, recebe contribuições voluntárias de seus participantes afim de obter ganhos nos mercados de capitais e incrementar as aposentadorias. Trata-se de uma fonte alternativa de captação em prazos mais dilatados.

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 ensejo. A controvérsia decorre do fato dos fundos brasileiros serem mantidos por empresas estatais em mais de 30% do capital registrado pelo sistema. O quadro abaixo dá uma dimensão do impacto das EFPP no PND.

Tab.3.2.- PARTICIPAÇÃO DAS EFPP NO PND (em %)

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

FONTES: ABRAPP/INDICADORES IESP (vários nos).

legendas: EMPRESAS ESTATAIS a=CVRD B= consórcio PPE (integrado por POLIOLEFINAS, que vai ser leiloada pelo 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, no sentido em que 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 (ESP 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 (1993b)). 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 ser 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 SIDERBRAS, 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, possuíam 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

exista 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, no sentido em que a MAFERSA teve um resultado positivo em 1992 e adquiriu agilidade para participar de concorrência 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 no. 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 Luis 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 no. 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 1980. 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 um 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 .³

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 no.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

³ Este cenário foi inspirado e explicitado por Costa (1992c) e Almeida e Novais (1989).

social, especialmente na de seguridade, têm nas EFPP estruturas com potencial para substituir a gestão estatal⁴. 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 atrelado⁵. 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.

4 Numa versão preliminar desta dissertação propunhamo-nos a tratar desta questão mas sua amplitude e complexidade acabariam por ultrapassar ao escopo deste trabalho.

5 Vide Serra (1992), como exemplo deste tipo de proposta, concordando com um trabalho de Rabello de Castro e Britto

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 1970. 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 da "poupança" do país. O fato de amalharem recursos cujo montante chega a US\$ 21 milhões em 1992, 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 os investimentos, que possibilitam o crescimento almejado.

Segundo esta ordem de argumentos, o Brasil seria um contra-exemplo, pois tentou crescer acima de sua capacidade de auto-financiamento nos anos 1970, 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 1980.

Estas questões, tais e quais se colocam, não são unânimes do ponto de vista da teoria econômica. Fundos de Pensão só podem ser considerados "poupadores" à medida 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. E 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 portfólio dos fundos. Sua rentabilidade, especialmente no primeiro caso, foi negativa em boa parte do tempo. O mais grave, porém, é a de 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 1980, 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 utilizada 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 E.U.A., no que se refere à destinação de fundos das EFPP a "venture capital companies", que chamariamos 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 impulsionado por recursos de fundos de pensão. Nos E.U.A. 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 companhia de capital aberto tradicionais. Organismos como o ENDESPAR e a FINEP se

adequariam à coordenação destas empreitadas. Trata-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 ressarcí-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 TELEBRAS que, atualmente, é uma "vedete" das bolsas e tem um faturamento mais significativo em face à 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 1960 e 1970. 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 o seu perfil adequado, de modo a esticar os prazos de empréstimos. Se as empresas (privadas e estatais) não obtivessem créditos derivados dos recursos das chamadas "poupanças compulsórias" deveriam estar aptas a se auto-financiar ou captar no mercado externo, conforme foi feito nos anos 1970.

Em certa medida, as EFPP e os demais investidores institucionais também foram gerenciadores de recursos comandados pelo Estado, dado o enquadramento rigoroso, descrito no primeiro capítulo. 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 esta 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. Sua forte componente familiar seria colocada 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 do volume de recursos transacionados e das variações reais de 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 têm 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 de modo acentuado e brusco tendo em vista a busca de valorização destes recursos, ou ainda, a recomposição de liquidez por parte dos agentes económicos.

Outros mercados apresentam um comportamento similar. Destacamos os mercados de automóveis, novos e usados, metais preciosos, divisas ou "commodities", especialmente o gado bovino. Em conjunturas de juros elevados estes mercados se retraem, pois as possibilidades de ganhos e de troca de ativos em carteira é acentuada, 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 1980 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, dada 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 aí 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 1982/3, 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 excessão 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 (conforme verificado em 3.2). Eles têm sido (conforme indicado em 3.1.3) 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 ⁶.

O que podemos dizer, ao final desta argumentação, é que os

6 Neste aspecto o trabalho segue as preocupações externadas por Almeida & Novais (1989), Braga (1992) e Costa (1992c).

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 1980. **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 pode ser resolvida 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.

CONCLUSÃO

(...) "normalmente se vê o problema de como o capitalismo administra as estruturas existentes, enquanto o relevante é saber como ele as cria e destrói."

JOSEPH ALOIS SCHUMPETER

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 a mesma, 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, o que é semelhante ao comportamento econômico geral.

A 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, eles são a principal ferramenta de recursos humanos das empresas que servem. Atualmente, eles 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 com as 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 face à esta experiência. O espaço de sua atuação parece tender a crescer em todo mundo, pois as contribuições depositadas não são

função das relação ativos/aposentados, como no regime orçamentário. As perspectivas demográficas divulgadas mostram que o declínio da PEA e o aumento do número de aposentados torna 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 designios de crescimento da economia. Mas a correlação será positiva enquanto ingressarem novos recursos no sistema. E neste período que se dará o elo entre a previdência em regime de capitalização e crescimento econômico.

Um risco elevado, porém, tem sido a crescente destinação de recursos para ativos, que participam do se convencionou chamar de "financeirização", descolando-se, crescentemente, 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 ensejos 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 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.

E necessário enfatizar a urgência da modificação da ação do Estado perante aos fundos. Eles têm objetivos previdenciários e imperativos atuariais. Sua meta é a de 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 face à descrita anteriormente. O portfólio não pode ser alterado conforme os ensejos 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 a sua capacidade de satisfazer integralmente à complexidade das necessidades previdenciárias da sociedade. Só o Estado poderá garantir o crescimento sustentado da seguridade privada.

Parece alentadora a aliança 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 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 todos os países bem sucedidos.

BIBLIOGRAFIA

ABRAPP: "Fundos de Pensão no Brasil"- 1989-mimeo.

_____: "As Conquistas Sociais e a Democratização Através da Economia de Mercado"- Ago/1990-mimeo.

_____: "Fundos de Pensão-Importantes Agentes no Processo de Privatização Brasileiro"- Out/1990-mimeo.

_____: "Administração e Desempenho das Aplicações do Patrimônio"-Out/1990-mimeo.

ALMIRO, Affonso:A Previdência Supletiva no Brasil- LTr 1978

ALMEIDA, J. S. G. & NOVAIS, L. F.: Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas privadas e Estatais- Relatório de Pesquisa IESP/FUNDAP no. 3 1989.

ANAIS ABRAPP: Anais dos Congressos Anuais das Entidades Fechadas de Previdência Privada- organização da ABRAPP. De 1979 a 1992 (exceto 1987, não realizado).

BAIMA, Francisco de Resende: "As Entidades Fechadas de Previdência Privada- Evolução e Perspectivas" in Anais ABRAPP (1986)

BELLUZZO, L.G. & COUTINHO, R. et alii: O Desenvolvimento Capitalista no Brasil- 2 vols.- Ed Brasiliense- SP- 1982.

BERNSTEIN, M.C & BERNSTEIN, J.B.:Social Security- The System That Works- Basic Books Inc. 1988- New York.

BOVESPA: "Seminário de Previdência Privada e Economia Brasileira"- mimeo- 14-8-1980.

_____: "Os Fundos de Pensão e o Mercado de Ações" Out/1979.

BRAGA, José C. S.: A Financeirização da Riqueza (A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais- TD/IESP 5 1992.

CARNEIRO, Ricardo et alii: Política Econômica da Nova República- Paz E Terra- S.P. 1986.

_____: A Política Econômica do Cruzado-Bienal/Ed. da UNICAMP- 1987.

_____: A Heterodoxia em Cheque- Bienal/UNICAMP- SP- 1988.

CARNEIRO, R. & BUAINAIN, A.M. et alii: O Retorno da Ortodoxia- Bienal/UNICAMP- SP- 1989.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros: Crise, Estagnação e Hiperinflação- (A Economia Brasileira dos Anos 1980)- Doutorado- I.E.-UNICAMP- 1991.

COSTA, Fernando Nogueira da: Política Econômica e Mercado Financeiro- 1979/85- in Mercado Financeiro- Relatório de Pesquisa no. 6- IESP-1988.

COSTA, Fernando Nogueira da: "Incerteza, Preferência Por Liquidez e Instabilidade" in Ensaio de Economia Monetária- Bienal- EDUC- SP (1992a).

_____ : "A Controvérsia Sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito"-in Ensaio de Economia Monetária- Bienal- EDUC- SP (1992b).

_____ : Além da Hiper-Estagflação- Estudos Especiais CECON no.4 IE/UNICAMP (1992c).

DAIN, Sulamis: "O Financiamento da Previdência: Quem Paga o Que" in Trabalho e Previdência- Sessenta Anos em Debate-GOMES, A. C. (org.) editora da FGV-1992.

DRAIBE, S.M & TEIXEIRA, S.F.: Previdência Social Brasileira- desempenho Econômico- Financeiro Recente-Alternativas de Política no Horizonte do Ano 2000- Relatório de Pesquisa - UNICAMP/FGV-RJ- 1986.

DRUCKER, Peter F.: A Revolução Invisível-Ed Pioneira,S.P 1977.

E.P.G.E./F.G.V.: Reflexões Sobre cenários da Seguridade Social- ABRAPP-1992.

FALCHETTE, Valdemar: Previdência Social Oficial e Previdência Privada- Estágio Atual, Perspectivas e Tendências- dissertação de mestrado-Depto de Contabilidade- USP- 1988.

FAVERET, Mário: Fundos de Pensão e Capital de Risco- ABRAPP/1992.

FRISCHTAK, Ricardo: "Uma Visão Atuarial dos Fundos de Pensão" in Rev dos Fundos de Pensão- edição especial- out/1992.

FERRARA, Peter J. et alii: Social Security- Prospects for a Real Reform- Cato Institute Washington D.C.- U.S.A..

GALBRAITH, John Kenneth: O Novo Estado Industrial- Pioneira SP- 1983- Originais de 1965.

GIAMBIAGI, Fábio: "Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Investimento" in FSP 11/8/1992.

GLAT, Moysés: FUNDO DE PENSÃO- IBMEC- série "Estudos Especiais"- 1975.

GORDON, Margareth S.: Social Security Policies in Industrial Countries- A Comparative Analysis- Berkeley-Cambridge University Press- 1988.

KEYNES, John Maynard: A Teoria Geral Do Emprego, do Juro e da Moeda- ed Atlas SP- 1982. Originais de 1936.

LEAL, J. A. A. & FREUNDT, B.: Imóveis- Investimentos no Brasil e no Exterior- estudo setorial Suma Economica- RJ- 1992.

LESSA, C. & DAIN, S.: "Capitalismo Associado: Algumas Referências para o Tema Estado e Desenvolvimento" in Desenvolvimento Capitalista no Brasil Belluzzo & Coutinho (org.)- Brasiliense (1982) 2a. edição.

LUSTOSA, P. & MOREIRA, A.: A Previdência Supletiva e o Fundo de Pensão Empresarial- LTr 1977.

MATSUMOTO, Alberto Shigueru : As Opções da Previdência no Brasil Após a Lei 6435 de 15-7-1977- Dissertação de Mestrado - Depto.de Contabilidade - USP.

MARTINS, Ives G. et alii: A Imunidade Tributária das Entidades Fechadas de Previdência Privada- Ed. Resenha Tributária- S.P.- 1984

MEDEIROS, César Manuel de: "Conjuntura Econômica" in Anais ABRAPP 1989.

MESA-LAGO, Carmelo: "El Desarrollo de la Seguridad Social en América Latina"-Estúdios e informes no. 43, CEPAL, 1985.

MINSKY, Hyman: Stabilizing an Unstable Economy- New Haven- Yale University Press- 1986.

MONTORO FILHO, André Franco & PORTO, Cornélia N: Previdência Social e Previdência Complementar- relatório de pesquisa- FIPE-USP 1983.

NOGUEIRA, Rio: A Crise Moral e Financeira da Previdência Social - Difel-SP- 1985.

OLIVEIRA, F. A. et alii: No Limiar da Hiperinflação- Bienal/ed. da UNICAMP- 1990.

_____ : A Economia Brasileira em Preto e Branco- Bienal/UNICAMP- 1991.

OLIVEIRA, F. A. & BIASOTO, G.: Recessão e Inflação- O Desajuste Neoliberal Hucitec/UNICAMP- 1992.

OLIVEIRA, Francisco E. B.: "Análise das Propostas de Reformulação da Seguridade Social elaboradas Pelo MTPS"-IPEA- R.J.- 1992.

_____ : "Os Fundos de Pensão e a Formação de Poupança" IPEA Diretoria de Pesquisa no.1- 1993a.

_____ : "Os Fundos de Pensão e o Espelho Defeituoso"- MIMEO 1993b.

OLIVEIRA, F. E. B.; BELTRAO, K. I. FRISCHTAK, R. M.: "Impactos de Algumas Mudanças na Previdência Social Oficial Sobre as EFPP"- ABRAPP- 1992.

PAES, Luis C. M. R.: Fundações de Previdência Privada e Mercado de Valores Mobiliários- REMEC/RJ set/1982.

PEREIRA, Reginaldo F.: Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores- Algumas Reflexões- REMEC/RJ set/1978.

PORTOCARRERO, Hélio: "Pela Defesa dos Fundos de Pensão" in FSP 20/6/1992.

RIFKIN, J & BARBER, R. : The North Will Rise Again- Beacon Press- Boston- 1978.

ROSA, Jean-Jacques et alii: The World Crisis in Social Security- Fondation Nationale d'Economie Politique/ Institute of Contemporary Studies- 1983

SCHUMPETER, Joseph Alois: Capitalismo Socialismo e Democracia- Zahar- RJ- 1984. Originais de 1942.

SERRA, José: "Privatização e Previdência"-FSP- 19/5/1992.

SERRA, José: "Imunidade Sem Sentido" in OESP 31/3/1988.

SILVA, Devanir: "A Previdência Social e os Fundos de Pensão" in Jornal do Economista- abr/1992.

SILVA, José Alves: Modelos Para Avaliação e Comparação de desempenho de Fundos de Pensão- Dissertação de Mestrado- Depto de Eng. Ind.- P.U.C.-R.J.- 1985.

TAVARES, Maria da Conceição: "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in Desenvolvimento Capitalista no Brasil Belluzzo Coutinho (org.)- 1982.

TAVARES, M.C. & ASSIS, J.C.: O Grande Salto Para o Caos- J. Zahar Ed.- R.J.- segunda edição 1986.

_____ DAVID, M. D.: A Economia Política da Crise- Vozes/Achimé- R.J.- 1984.

TEIXEIRA DA COSTA, Roberto: "Fundos de Pensão: Auto-Regulação dos Investimentos e Participação no Programa Nacional de Desestatização" in Anais ABRAPP (1991).

ZINI Jr., Alvaro A. : Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos Oitenta- Dissertação de Mestrado- DEPE/UNICAMP- 1982.

ZYLBERSTEIN, Hélio: "Programa de Estudos Sobre a Previdência Social"- FIPE/USP- 1992

ARTIGOS EM PERIODICOS:

Bolsa- Rev. BVRJ- "Previdência Tem Lucro Certo Com Mercado de Ações".

Conjuntura Econômica- F.G.V.: -julho 1983 "Fundos de Pensão- O Futuro sem Preocupações" de Sheila Sirota VON O.GAUL.

_____ : -maio 1991 "Aposentadoria e Esperança de Vida" de Beltrão, Camarano e Oliveira.

Digesto Econômico: jan/fev- 1975. "Fundos de Pensão" por Arnaldo Wald.

Dirigente Industrial: nov-1975. "Os difíceis Caminhos da Previdência Social Privada".

Exame: 25-5-1977. "Um Projeto Que Demorou 10 Anos Para Nascer".

Exame: 12-9-1979. "Como Implantar um Fundo de Pensão na Empresa".

Exame: 18-9-1991 " Mudanças Por Justa Causa".

Exame: 2-10-1991 "O Governo Quer Doar O Pepino".

Folha de S. Paulo: 12/12/1989 "Fundos de Pensão Querem Liberdade Para Investir".

Folha de S. Paulo: 8-1-1991. "Fundos de Pensão Perdem US\$ 5,2 bi em 1990".

_____ : 28/07/1991 "Fundos Vão Investir na Privatização.

Folha de S. Paulo: 12-9-1991. "Sindicatos Poderão Ter Seu Próprio Fundo De Pensão".

Folha de S. Paulo: 22-9-1991."Planos de Previdência São Opção Para Altos Salários".

_____ : 6-10-1991. "Veja Como Funciona a Previdência Privada".

- _____ : 3-11-1991. "Fundos de Pensão Reúnem US\$ 13 bi Com Ajuda Estatal"
- _____ : 25/11/1991 " Na Prática Fundações Não Têm Autonomia".
- _____ : 18-1-1992."Você é Favorável à Privatização da Previdência Social".
- _____ : 23-2-1992. "Brasileiro Já se Aposenta em Dólar".
- _____ : 19-3-1992 "Relator Propõe Revisão da Aposentadoria"
- _____ : 23-3-1992 "Realismo na Previdência" e "Sonegação tira Cr\$ 86 Trilhões do INSS".
- _____ : 08-4-1992 "Weber Contrata Auditoria Externa na PETRUS".
- _____ : 13-4-1992 "Fundos de Pensão Alertam a Nação" por SINDAPP e ABRAPP- informe publicitário.
- _____ : 14-4-1992 "Fundos de Pensão vão ter Novas Regras" e "Dois Diretores do Fundo de Pensão da Petrobrás pedem demissão"
- _____ : 28/7/1992 "Fundo de Pensão Sai do Mercado Imobiliário".
- _____ : 25/10/1992 "Governo Recebe 95% em Moedas Podres".
- _____ : 27-4-1992 "Previdência Social e Iniciativa Privada" por Antonio Penteado de Mendonça.
- _____ : 9/9/1992 "MAFERSA Dá Lucro Um Ano Após Privatização".
- _____ : 17/10/1992 "Os Fundos na Idade da Razão" por Luis Nassif.
- _____ : 23/5/1993 "Fundos de Pensão Crescem Como Remuneração Indireta".
- _____ :
Gazeta Mercantil: 24/5/1991 "Fundos de Pensão"- Relatório.
- Gazeta Mercantil: 16/3/1992 "Os Fundos Apostam Nos Imóveis".
- _____ : 01/02/1993 "Fundos de Pensão"/ Relatório.
- _____ : 13/2/1993 "Fundações do Setor Privado Crescem 186% em Dez Anos e Superam Estatais em Número"

_____ : 28/5/1993 "Administração da Previ Nega Existência de Déficit".

Indústria Imobiliária: 12/6/1992 "Contornando a Crise".

IstoÉ Senhor: 16/8/1989 "Previ Aposta Com Nahas".

Jornal do Brasil: 12/4/1992 "O Poder dos Fundos".

O Dia: 30/7/1992 "Maior Controle Amplia Credibilidade da Previdência Complementar".

O Globo : 24/2/1993 "Estatais Fazem dos Fundos de Pensão uma Fonte de Privilégios".

O Estado de S. Paulo: 23-10-1991 "Previdência, Saúde e Benefícios- Os Melhores Caminhos Para Bons Resultados"

_____ : 26-1-1992 "Mudar a Previdência é o Grande Desafio".

_____ : 29-3-1992 ""Esquema PP" Desfalca Fundos de Pensão".

_____ : 5-4-1992 "Santana Também Sabia do "Esquema PP"".

_____ : 14-4-1992 "Governo Vai Mudar os Fundos de Pensão".

_____ : 19-04-1992 "Esquema PP Lucra US\$ 50 Milhões com Letras Hipotecárias".

_____ : 12/2/1993 "Britto Anuncia Auditoria em Fundos de Pensão".

_____ : 28/3/1993 "Fundos de Pensão Podem Financiar Moradia".

Planejamento e Desenvolvimento: Agosto 1979. "Fundos de Pensão".

Tendência: março 1978. "Fundos de Pensão" por O.G. Bulhões.

_____ : julho 1991. "Fundos de pensão para 6 mil Empresas"

Veja: 20-11-1991 "Os Tigres da Pensão".

_____ : 3-2-1991- "Pensão Sem Fundos"

Visão: 10.1.1977-"Uma Fantástica Revolução"

_____ : 24.1.1977-"Novos Recursos - A Vitoriosa Experiência Americana e Seu Aproveitamento no Brasil"

_____: 07.2.1977-"Problemas e Vantagens dos Montepios"

_____: 28.9.1981-"Fundos de Pensão Avançam"

FONTES INSTITUCIONAIS E DOCUMENTAIS DIVERSAS:

Anais de Congressos Anuais da ABRAPP

Boletins de Conjuntura- CECON- IE- UNICAMP.

Boletins do Banco Central-DECAD- DICON/SETCO.

Clipping ABRAPP

Conjuntura Econômica- IBRE/FGV

Consolidado de Legislação- ABRAPP

Consolidado Estatístico- ABRAPP

Diário ABRAPP

Informações IESP

Jornal ABRAPP

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Revista da Bolsa- S. Paulo.

Revista da ABRAPP

Revista Suma Economica