



OS FUNDOS DE PENSÃO
NA SOCIEDADE DO
CONHECIMENTO

Banca examinadora :

Prof. Orientador : Wilton de Oliveira Bussab

Prof. :

Prof. :

Para Lise Alves,

pelas viagens que deixamos de fazer,
pelos momentos que deixamos de nos curtir,
pelos primeiros anos de nosso casamento
durante os quais me entreguei de corpo e alma a este desafio,
por sua enorme tolerância aos meus humores,
por seu constante incentivo e, acima de tudo,
por sua crença em mim.

Com toda a amizade, amor e carinho.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ÉDER CARVALHAES DA COSTA E SILVA

OS FUNDOS DE PENSÃO
NA SOCIEDADE DO
CONHECIMENTO

Dissertação apresentada ao
Curso de MBA - *Master in*
Business Administration da
FGV/EAESP como requisito
para obtenção do título de
Mestre em Administração de
Empresas, sob orientação do
Prof. Dr. Wilton de Oliveira
Bussab.

SÃO PAULO

1996



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



1425/96



Carlos
S
22.10

1425/96

SP-00009274-1

COSTA E SILVA, Éder Carvalhaes. Os fundos de pensão na sociedade do conhecimento. São Paulo : EAESP/FGV, 1996. 173p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de MBA - *Master in Business Administration*).

Resumo: Trata dos problemas que afetam atualmente os sistemas de previdência social ao redor do mundo e como os fundos de pensão estão colaborando na solução destes problemas. Aborda questões recentes e as perspectivas futuras da previdência privada no Brasil. Aponta tendências envolvendo os fundos de pensão no mundo e o papel que estes tem na moderna sociedade do conhecimento.

Palavras-chave: Fundos de Pensão - Previdência Privada - Sistemas de Aposentadoria - Tendências - Globalização da Economia- Gestores de ativos - Investimentos - Sociedade - Emprego - etc. ...

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO (1)

CAPÍTULO

1 - A PREVIDÊNCIA SOCIAL EM ÂMBITO MUNDIAL (4)

- 1.1 - LONGEVIDADE COMO FATOR DE DESESTABILIZAÇÃO (5)
- 1.2 - INFLUÊNCIA SOBRE A COMPETITIVIDADE (9)
- 1.3 - AMPLIAÇÃO DAS FRONTEIRAS DA APOSENTADORIA (11)
- 1.4 - PECULIARIDADES LATINO-AMERICANAS (15)
 - 1.4.1 - MUDANÇAS DOS SISTEMAS REGIONAIS (18)
 - 1.4.2 - MODELO CHILENO: DISTANCIAMENTO DO PAPEL SOCIAL (23)
- 1.5 - TRANSFORMAÇÃO DAS ECONOMIAS ATRAVÉS DOS FUNDOS DE PENSÃO (26)
- 1.6 - COMPULSORIEDADE DA PREVIDÊNCIA PRIVADA ? (31)

2 - QUESTÕES E EXPECTATIVAS DA PREVIDÊNCIA PRIVADA NO BRASIL (35)

- 2.1 - INGERÊNCIAS GOVERNAMENTAIS (37)
 - 2.1.1 - DESREGULAMENTAÇÃO (38)
 - 2.1.2 - ISENÇÃO TRIBUTÁRIA (42)
 - 2.1.3 - INVESTIMENTOS ECONOMICAMENTE ORIENTADOS (48)
- 2.2 - ESTATAIS : EVOLUÇÃO DO ANTIGO MODELO (53)
 - 2.2.1 - NO CONTRAFLUXO DO MERCADO (54)
 - 2.2.2 - OCASO DO BENEFÍCIO-DEFINIDO (58)
 - 2.2.3 - FUSÃO DE FUNDOS ESTATAIS : CASO A PENSAR (62)
- 2.3 - A ONDA DOS FUNDOS MÚLTIPLOS (64)
 - 2.3.1 - NA ESTEIRA DA TERCEIRIZAÇÃO (66)
 - 2.3.2 - DESCONHECIMENTO DO PRÓPRIO NICHOS DE MERCADO (69)
- 2.4 - EFEITOS DA ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA (73)
 - 2.4.1 - PERDA DE RECEITA DAS ENTIDADES ABERTAS (74)
 - 2.4.2 - VOLTANDO-SE PARA A PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS (78)
- 2.5 - GESTORES DE ATIVOS EM DESTAQUE (83)
 - 2.5.1 - ADMINISTRAÇÃO INTERNA OU EXTERNA ? (84)
 - 2.5.2 - CORRETORAS E GESTORES : RELAÇÕES PERIGOSAS (91)
 - 2.5.3 - LADO OCULTO DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO (94)
 - 2.5.4 - CUIDADOS NA CONTRATAÇÃO DE GESTORES (98)
 - 2.5.5 - O PORVIR DOS ADMINISTRADORES DE ATIVOS (103)

CAPÍTULO

3 - PERSEGUINDO O FUTURO DOS FUNDOS DE PENSÃO (106)

3.1 - GLOBALIZAÇÃO DOS INVESTIMENTOS (106)

3.1.1 - PROTEÇÃO DE PORTFÓLIOS VIA DIVERSIFICAÇÃO GLOBAL (111)

3.1.2 - ASPECTOS ENVOLVIDOS NA GLOBALIZAÇÃO (119)

3.2 - O IMPACTO DE UMA REVOLUÇÃO TECNOLÓGICA (125)

3.3 - A DERROCADA DO EMPREGO (130)

3.3.1 - PORTABILIDADE DAS RESERVAS INDIVIDUAIS (133)

3.3.2 - AS TÉCNICAS ATUAIS DE ADMINISTRAÇÃO E SUA INFLUÊNCIA SOBRE OS FUNDOS DE PENSÃO (136)

3.4 - LIGAÇÕES PERIGOSAS ENTRE INVESTIDORES E NEGÓCIO (141)

3.4.1 - DEFESA DO INVESTIMENTO ? (147)

3.5 - O QUARTO PODER E A SOCIEDADE (150)

3.6 - A SURDA LUTA PELO CONTROLE (155)

CONSIDERAÇÕES FINAIS (157)

BIBLIOGRAFIA REFERENCIADA (159)

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA (168)

AGRADECIMENTOS

Há uma participação invisível por detrás desta dissertação.

Eu tenho um débito impagável de gratidão para com estes incentivadores anônimos, porque foi através de sua história que eu pude alcançar a realidade.

Eu tenho aprendido muito com eles.

Serei eternamente grato pelo seu encorajamento, pelo seu apoio e pelo seu amor.

Obrigado meus pais.

INTRODUÇÃO

Que caminho os fundos de pensão - o sistema, mundialmente difundido, através do qual a previdência privada se organiza - estão trilhando na sociedade do conhecimento ? Entendendo-se por sociedade do conhecimento uma sociedade que se apoia no aprendizado, pois o conhecimento muda ao longo do tempo. Uma sociedade na qual as pessoas vivem mais e melhor não porque a medicina evoluiu, mas porque o trabalho ficou menos perigoso. Uma sociedade na qual apenas 3% da população mundial desempenha tarefas manuais, opondo-se aquela do início do século, a sociedade da manufatura, na qual um em cada oito trabalhadores, portanto mais de 90%, desempenhava trabalho de origem manual, principalmente na agricultura. Enfim, uma sociedade na qual os trabalhadores do conhecimento, por atingirem idades avançadas, com bastante saúde e alta expectativa de vida, passam a se preocupar mais com a previdência.

A aposentadoria tem se tornado uma questão prioritária não apenas dos indivíduos mas, principalmente, dos governos, uma vez que envolve questões econômicas e sociais de grande magnitude. A falta de cobertura previdenciária, segundo as previsões mais pessimistas, poderá levar nas próximas décadas um grande contingente de pessoas à linha de pobreza. Para se ter uma idéia da dimensão deste contingente e do potencial problema social que ele representa, basta notar que mesmo nos E.U.A., país onde os fundos de pensão são mais desenvolvidos, 55% da força de trabalho não possui nenhuma cobertura de previdência privada, segundo dados do "Department of Labor", o Ministério do Trabalho americano, em Sweeney (110).

Por outro lado, o total dos ativos mundiais dos fundos de pensão, que no início da década de 90 equivalia a uma montanha de US\$ 4,6 trilhões, segundo Odier & Solnick (74), deverão atingir por volta do ano 2003 a formidável cifra de US\$ 15,45 trilhões, conforme Chernoff (21), dinheiro destinado àqueles que possuem alguma cobertura de aposentadoria privada, cuja importância para as economias é inquestionável.

Decorre do destaque que os fundos de pensão vem ganhando no cenário macroeconômico e social mundial, a relevância deste trabalho, que se propõe a agregar informações ao estudo do assunto, possibilitando uma melhor compreensão deste setor. A descrição sistematizada das informações disponíveis a respeito da evolução mundial dos fundos de pensão, ao longo da primeira metade da década de 90, bem como do estado da arte deste segmento, procura preencher a lacuna de pesquisas acadêmicas existentes sobre a matéria e pretende contribuir para o avanço do conhecimento acerca de sua realidade.

Antes de se discutir plenamente as tendências envolvendo os fundos de pensão, é importante se conhecer o ponto onde encontram-se atualmente os sistemas oficiais de previdência. Assim, inicialmente, serão tratados os principais problemas que afetam atualmente os sistemas de previdência social ao redor do mundo e a maneira através da qual os fundos de pensão estão colaborando na solução destes problemas (Capítulo 1).

A partir desta base de informações, serão abordadas questões recentes e as perspectivas futuras da previdência privada no Brasil (Capítulo 2). A regionalização da discussão aproxima a experiência nacional do debate internacional sobre o tema. Os tópicos analisados ao nível nacional encontram-se presentes, praticamente todos eles, nas discussões dos sistemas congêneres de outros países.

Finalmente, a partir de um contexto bastante realista, serão apontadas as tendências envolvendo os fundos de pensão no mundo e a polêmica em torno deste sistema de previdência privada na moderna sociedade do conhecimento (Capítulo 3).

CAPÍTULO 1

A PREVIDÊNCIA SOCIAL EM ÂMBITO MUNDIAL

Pressionados pelas tendências demográficas de envelhecimento populacional, muitos governos têm adotado, ao longo do tempo, medidas paliativas para evitar o colapso de seus sistemas oficiais de previdência, elevando as idades para aposentadoria, impondo um descompasso entre o reajuste dos benefícios e a inflação, ou, ainda, implementando medidas que se mostrarão absolutamente ineficazes no longo prazo, quando o problema surgir de forma recorrente. Outros governos têm procurado deslocar para a iniciativa privada, no todo ou em parte, a responsabilidade pela previdência de seus cidadãos. Todos, sem exceção, estão preocupados com o impacto que estes sistemas possam causar à competitividade de seus produtos diante de um mundo globalizado, bem como com a formação de poupança interna que torne viável o crescimento econômico de seus países.

A arquitetura da maioria dos sistemas de seguridade social ao redor do mundo continua montada num modelo que vigorou durante décadas, mas que já não responde às necessidades de um mundo em mutação. O momento vivenciado pelos sistemas previdenciários é um momento de mudança no qual o modelo racional instalado está sendo destruído, enquanto novos paradigmas ainda não foram construídos. É neste instante que se instala a crise para aqueles países que procuram responder a uma nova situação com velhos paradigmas. Mas é também neste instante que aparecem as oportunidades para aqueles que percebem a mudança. A virada do século deverá certamente marcar a procura por novos paradigmas que orientem os sistemas de previdência mundiais, cujas alterações são iminentes. Resta saber para onde eles irão caminhar.

1.1 - LONGEVIDADE COMO FATOR DE DESESTABILIZAÇÃO

Na medida em que os países se desenvolvem, suas populações se tornam cada vez mais saudáveis, aumentam as expectativas de vida e, em alguns casos, as taxas de fertilidade feminina diminuem, freando assim os crescimentos populacionais. Como resultado destes fatores, constata-se o envelhecimento das populações com conseqüências alarmantes nos gastos com os sistemas oficiais de previdência.

A quase totalidade dos sistemas de previdência social ao redor do mundo baseia-se no regime financeiro de "repartição simples", no qual o benefício dos aposentados é pago diretamente pelas contribuições dos trabalhadores que se encontram em atividade. O dinheiro pago pelos ativos é "repartido" entre os inativos, daí o termo repartição simples. A preocupação dos governos com seus sistemas oficiais de previdência aumenta, portanto, na medida em que cresce o número de pessoas recebendo benefícios e cai a quantidade de pessoas pagando para mantê-los. Isto deverá ocorrer em grande escala quando as pessoas da geração do pós-guerra, cuja idade média é hoje de cerca de 50 anos, começarem a se aposentar no início do próximo século. Cada trabalhador ativo estará trabalhando, então, para suportar um número crescente de trabalhadores aposentados.

Percebe-se, assim, que os sistemas públicos de previdência, financiados pelos impostos pagos pelos contribuintes, tornar-se-ão difíceis de se sustentar na medida em que a população envelhecer mais e encolher a força de trabalho. O envelhecimento crescente da população inviabilizará estes sistemas da forma como hoje são concebidos. *"Os países estão se conscientizando cada vez mais de que o envelhecimento da força de trabalho e o declínio da taxa de nascimento têm criado uma bomba relógio demográfica."* alardeia Healey (52), Sócio da Goldman, Sachs & Co., Nova York, E.U.A..

Para se ter uma idéia do impacto que pode causar a "bomba relógio" a que se refere Healey, basta analisar as estatísticas, publicadas no artigo "Tomorrow's Pension: Ride the wave" (113), referentes à alguns países. Tome-se o Japão como um exemplo. No início da década de 90, cerca de 11% da população do Japão tinha idade igual ou superior a 65 anos, fazendo com que esta fosse considerada mais jovem do que a dos E.U.A. ou do que a da Europa Ocidental. Os gastos de 15% do PIB com a previdência social no Japão foram reconhecidos por um estudo do Fundo Monetário Internacional, realizado em 1986, como sendo os mais baixos dentre as sete maiores economias da OECD - "Organization for Economic Cooperation and Development". As projeções demográficas indicam que por volta do ano 2010, a parcela da população japonesa com mais de 65 anos terá saltado para 18%, tornando o Japão o mais idoso dos países ricos e elevando os custos com a previdência pública, segundo estima o estudo, para 26% do PIB.

A situação na Itália caminha para um quadro semelhante ao previsto para o Japão. Em 1991 a previdência oficial naquele país passou a absorver 87% do orçamento da seguridade social, após um crescimento que se elevou de 5% do PIB na década de 60 para 14% no início dos anos 90. O governo italiano, alarmado, não teve dúvidas em propor cortes na aposentadoria oficial, uma vez que, se concretizadas as estimativas dos demógrafos, que apontam para um encolhimento de 15% na população ativa da Itália até o ano 2040 e para um crescimento de 35% da população de pessoas com mais de 65 anos, o caos seria inevitável. Ou seja, *"se os benefícios não forem reduzidos, a demografia dará seu empurrãozinho"* (113).

O exemplo da Itália chama a atenção para outro fator que, ao lado do aumento da expectativa de vida, também tem contribuído para o envelhecimento das populações. Este fator é a diminuição de seu crescimento. Dados da OECD demonstram que a Comunidade Européia abrigará um contingente de 330 milhões de habitantes por volta do ano 2000 mas, após ter atingido este pico, sofrerá um

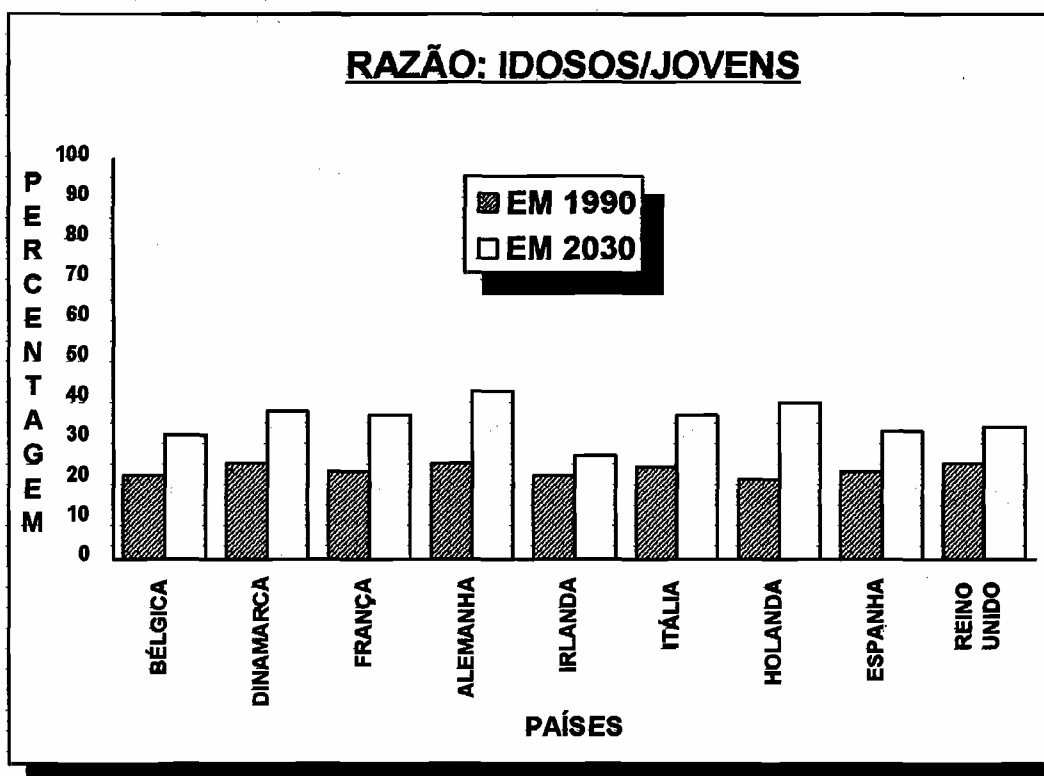
declínio de 50 milhões de pessoas nos 50 anos seguintes. Este declínio, que na verdade caracterizará um crescimento negativo da população, atingirá mais fortemente as camadas jovens, imprimindo um ritmo ainda maior ao envelhecimento. *"A quantidade de pessoas entre 18 e 34 anos [...] está declinando e é a menor do período após a II Guerra Mundial."* informa Ori (75). A Figura 1 fornece uma boa idéia do envelhecimento projetado para a população dos principais países da Comunidade Européia. Os movimentos demográficos analisados, prenunciam o problema que estes países terão com seus sistemas de previdência social.

Se bem que os exemplos acima sejam todos de países do primeiro mundo é preciso deixar claro que o envelhecimento da população, embora se manifeste principalmente nos mesmos, não é uma prerrogativa exclusiva deles. O Brasil, país em franco desenvolvimento, por volta do ano 2020 abrigará a quinta maior população do mundo com mais de 65 anos de idade. O aumento da expectativa de vida terá pulado de 43 anos em 1950 para mais de 70 anos por volta do ano 2000, segundo dados disponíveis na Organização Mundial de Saúde.

Conclui-se, então, tendo em vista as tendências demográficas, que para continuarem com suas atuais estruturas, os sistemas de previdência social ou diminuam os benefícios a serem pagos, conforme a proposta italiana, ou aumentam as contribuições e impostos. Nenhum governo, porém, tem se disposto a levar adiante nem uma nem outra medida, havendo uma explicação lógica para isto. Nas palavras de Mckay (69):

"Nenhum governo tem se disposto a alterar substancialmente a previdência social, especialmente quando uma grande percentagem da população votante se desloca para faixas mais velhas. Estas faixas tem o potencial de tirar poder dos governos através do voto se estes cortarem o que os membros desta faixa vêem como seus direitos duramente conquistados, construídos ao longo de uma vida inteira de trabalho."

FIGURA 1



Fonte : OECD-1988 (69, Jim McKay-Benefit Trends in Europe-p. 25-29)

Nota : Razão de idosos/jovens = população acima de 65 anos de idade como percentagem da população com idades entre 15-64 anos.

Por isto, há possibilidade de que os governos, pressionados pela longevidade de seus cidadãos, comecem de alguma forma a analisar maneiras de deslocar os custos destes sistemas para a iniciativa privada.

1.2 - INFLUÊNCIA SOBRE A COMPETITIVIDADE

A evolução na expectativa de vida, que se acentuou a partir dos anos 80, enseja resultados que vão além dos efeitos mencionados sobre os sistemas oficiais de aposentadoria. A longevidade tem ameaçado o próprio crescimento econômico de alguns países ao afetá-los sob o ponto de vista da competitividade e ao diminuir sua taxa de poupança interna, Salisbury (98). Esta ameaça paira tanto sobre os países que possuem sistemas de previdência privada mais amadurecidos, como nos E.U.A., quanto sobre aqueles que não os desenvolveram ou, se o fizeram, os tem em estágios iniciais de evolução, como ocorre no Japão.

Nos E.U.A., a expectativa de vida pulou de 73 anos em 1980 para 75 anos em 1989. Isto significa, sob o ponto de vista da competitividade do país, além de custos crescentes para financiamento do sistema de previdência do Estado e de custos maiores da assistência médica voltada para os aposentados (ambos amortecidos em parte pelo setor privado), uma grande exposição às pressões econômicas de países mais novos que, por possuírem forças de trabalho ainda jovem, têm poucos aposentados na folha de pagamentos da previdência oficial e, portanto, custos menores.

As conseqüências da longevidade sobre a competitividade de um país ficam mais claras ao se comparar o setor automobilístico do Japão, onde o sistema de previdência privada existe a relativamente pouco tempo, com o dos E.U.A., país no qual a previdência privada já está consolidada. No Japão, arcar com o crescente custo da previdência social equivale para as empresas a cortar salários e lucros. As contribuições previdenciárias, já adicionam US\$ 87 ao custo de cada carro Honda produzido na terra do sol nascente (113). Enquanto isso as aposentadorias nada acrescentam ao custo de um carro GM ou Ford fabricado nos E.U.A. Tendo

construído há muito tempo um sistema de previdência complementar, os americanos deslocaram parte da responsabilidade pelas aposentadorias para a iniciativa privada. Como o sistema atingiu o nível de maturidade, muitas empresas americanas já não precisam sequer contribuir para seus fundos de pensão cujos ativos ultrapassam as obrigações futuras, permitindo que as mesmas tirem "férias" dessas contribuições. Não obstante, ambas as indústrias automotivas, a dos E.U.A. e a do Japão, encontram-se assediadas pelas indústrias de países jovens como, por exemplo, a Coreia, para os quais a previdência ainda não adiciona custos significativos à produção.

A demografia aponta a longevidade como fator crítico de mudança no cenário de crescimento econômico no qual os países ricos se desenvolveram. Caracterizado pelo pleno emprego e considerável nível de poupança, trabalhadores com idades entre 35 e 55 anos economizavam para ter acesso à casa própria, educar seus filhos e poupar para a aposentadoria. O envelhecimento da população além de afetar a competitividade, afetará igualmente a taxa de poupança interna.

Nos países em que a previdência complementar ainda não foi desenvolvida, sobrarão menos dinheiro para os trabalhadores em atividade pois serão necessários impostos cada vez maiores para sustentar os aposentados. Aqueles que contam com sistemas de previdência privada evoluídos verão a poupança interna diminuir, na medida em que os aposentados passarem a consumir suas economias, quer sejam pessoais, quer sejam as representadas pelos ativos dos fundos de pensão. Com menos capital em abundância o crescimento econômico já não será uma certeza.

O envelhecimento da população afetará, assim, a competitividade internacional ao atingir praticamente todas as economias ricas, mas em diferentes épocas e em graus variados.

1.3 - AMPLIAÇÃO DAS FRONTEIRAS DA APOSENTADORIA

Percebendo as obrigações previdenciárias ultrapassarem as receitas e as tendências demográficas a sugerirem uma inevitável crise fiscal, os governos começam a procurar medidas que evitem o colapso dos sistemas oficiais de previdência. Diante das dificuldades políticas para aumentar as contribuições previdenciárias ou diminuir os benefícios, eles antevêm uma quebra no crescimento econômico, decorrente da perda da competitividade da indústria e da diminuição da poupança interna. Tais medidas são prementes pois, como resumiu Kandir (63): *"Sistemas previdenciários são como transatlânticos: identificado obstáculo intransponível à frente, é preciso mudar-lhes a rota com grande antecipação, pois seus movimentos são lentos e é enorme a força da inércia."*

Uma das políticas que vêm sendo adotada pela maioria dos países para amortizar o impacto da longevidade é a postergação gradual da idade de aposentadoria. Esta medida gera um duplo efeito positivo sobre os atuais sistemas oficiais de previdência. De um lado alonga-se o período de recolhimento de contribuições pois, o trabalhador que se aposenta mais tarde permanece em atividade recolhendo suas contribuições por mais alguns anos, o que gera maior receita previdenciária. Por outro, encolhe-se o tempo de pagamento dos benefícios já que o trabalhador só começa a receber renda do sistema numa data mais adiante, cortando-se as despesas previdenciárias.

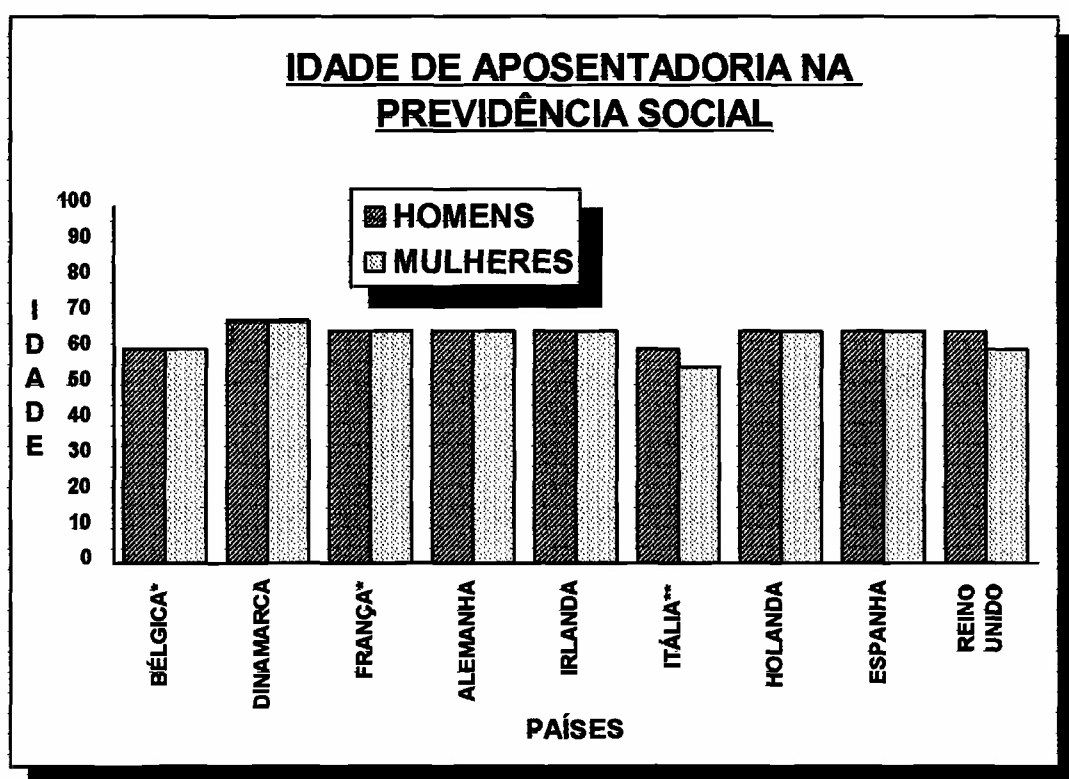
Tendo a iminente crise sido detectada com alguma antecedência, a postergação da idade de aposentadoria deve ser implementada gradualmente, de modo a evitar um colapso cujo epicentro fatalmente viria a surgir em algum momento no futuro. A adoção gradual desta medida também ajuda, na verdade, a atenuar potenciais resistências dos trabalhadores. Esta tem sido a estratégia de muitos governos como o

da República Checa relatada a seguir : *"Os Checos estão vivendo mais; a expectativa média de vida para ambos homens e mulheres tem aumentado em um ano desde 1989. O governo planeja aumentar a idade de aposentadoria para os homens da corrente 60 para 65 até 2024,"* (32). Pelo mesmo caminho, embora com velocidades diferentes e ritmos próprios, têm seguido muitos outros países como a Alemanha, onde a idade de aposentadoria foi elevada em 1989 para 65 anos, e a Dinamarca que estabelece que homens e mulheres têm que trabalhar, agora, até os 67 anos de idade.

Um ponto que tem chamado a atenção no processo de aumento da idade de aposentadoria é a equalização entre os sexos, ou seja, a fixação das mesmas idades de aposentadoria para homens e mulheres. A tese de equalização entre os sexos surgiu como decorrência de decisões da Corte Européia, envolvendo planos de previdência privada constituídos por empresas baseadas na Europa. Sob o argumento de que a aposentadoria complementar oferecida pelas empresas deve antes ser encarada como salário do que como benefício e, por isso, tratada equitativamente entre homens e mulheres, a tese foi abarcada por aquela corte de justiça. Muitas empresas, principalmente na Inglaterra, passaram a ser obrigadas a equalizar a idade de aposentadoria de homens e mulheres em seus planos de previdência complementar, fazendo-o por cima, elevando, assim, a idade mínima exigida para a aposentadoria das mulheres ao invés de abaixar a idade exigida para os homens. Os planos de previdência complementar, entretanto, seguem regras semelhantes aos sistemas públicos de previdência vigentes. Surge, assim, um impasse nos países que estipulam idades diferentes para aposentadoria de homens e mulheres através do sistema oficial. Esses governos estão passando então a abraçar a tese originada no setor privado, embora cientes das já velhas conhecidas dificuldades que a implementação de medidas como a equalização entre os sexos nos sistemas de previdência governamentais representam, conforme pode ser constatado no trecho de McKay (69) a seguir : *"No Reino Unido, o governo pretende, em princípio, aumentar a idade de aposentadoria das mulheres para 65 anos mas tem sido inepto na*

implementação, parcialmente porque esta inseguro quanto a reação das eleitoras femininas a tal mudança." Apesar dessas dificuldades, a julgar pela política adotada para a idade de aposentadoria pela maior parte dos sistemas oficiais de previdência dos países Europeus, vide Figura 2, pode-se inferir ser a equalização entre os sexos uma tendência atualmente generalizada.

FIGURA 2



Fonte : (69, Jim McKay-Benefit Trends in Europe-p. 25-29)

Nota : * Aposentadoria flexível entre 60 e 65 anos de idade válida para ambos os sexos

** A cada 2 anos a partir de 1994 e até 2.002 a idade de aposentadoria aumentará 1 ano

As medidas adotadas para preservar os sistemas de previdência social não se esgotam no aumento da idade para aposentadoria. Diversos artifícios têm sido criados pelos governos para fornecer fôlego extra à previdência oficial. Alguns países fazem as medidas serem acompanhadas de dispositivos, que as tornem mais

palatáveis para os trabalhadores. Outros vão direto ao assunto para diminuir os custos de suportar os idosos.

Uma reforma na lei da previdência aprovada no início de 1992 na Alemanha, a ser gradualmente implantada até o ano 2013, contém um dispositivo de incentivo que procura amenizar o impacto das mudanças. Se, por um lado, os alemães terão que pagar mais para o sistema estatal de previdência enquanto vêem os benefícios serem gradualmente reduzidos, por outro, lhes será dada a opção de terem um aumento na aposentadoria equivalente a 0,5% do salário final para cada mês que trabalharem após o 65º aniversário. Isto é, aqueles que permanecerem trabalhando terão direito a uma recompensa, que beneficiará o próprio sistema ao elevar voluntariamente a idade de aposentadoria.

Medidas mais duras foram tomadas pela Espanha, que optou por não aumentar as aposentadorias oficiais no mesmo ritmo da inflação, e pela Grécia que simplesmente congelou as aposentadorias atonitadamente generosas se comparadas aos salários reconhecidamente baixos do país. Por fim, até mesmo na Suíça, país onde a proteção social é sabidamente uma das mais generosas do mundo, o custo de prover benefícios pelo estado também está provocando fortes mudanças, conforme relata A. Genschou, Consultora Sênior da Wyatt em Estocolmo, em Chernoff (23) : *"[...] o período de cálculo do benefício da previdência social foi estendido de 30 anos passando a considerar os salários da vida toda e a indexação dos benefícios foi reduzida."*

Todas estas medidas, restritivas da esfera pública, que na verdade representam verdadeiros cortes nos benefícios, "incentivam" os trabalhadores a se juntar a sistemas privados de aposentadoria em busca de uma segurança maior.

1.4 - PECULIARIDADES LATINO-AMERICANAS

Ao longo da década de 80 as economias da América Latina, principalmente as da América do Sul, sofreram pressões de elevadas dívidas externas, de inflações astronômicas - hiperinflação - e de políticas protecionistas, que inibiram o crescimento econômico experimentado, por exemplo, pelos tigres asiáticos que produziram, do outro lado do mundo, altas taxas de crescimento neste mesmo período.

Cientes de que sem mudanças estruturais na economia o crescimento não se verificaria e não querendo perder o trem da história, os governos regionais, democratizados, iniciaram um movimento em direção à iniciativa privada, vendendo indústrias estatais, melhorando suas políticas fiscais e monetárias e levantando barreiras alfandegárias. Na esteira da privatização das economias surgiu a reestruturação dos sistemas regionais de previdência.

A reestruturação dos sistemas governamentais de aposentadoria da região não foi motivada, unicamente, pela onda de reformas econômicas em vigor mas, principalmente, pela constatação de que os mesmos se tornaram completamente ineficazes ao longo do tempo, conforme exposto pelo Vice-Presidente e Consultor Regional de Benefícios da Johnson & Higgins, Sr. Anthony Gillam, em Christine (28) : *" Ao longo dos últimos 10 anos, deteriorou-se a qualidade dos serviços sociais como previdência, educação e saúde [...] os Governos da América do Sul, reconhecendo os perigos deste fato, estão privatizando estes benefícios" .*

De fato, citando o exemplo da Argentina, o nível dos serviços previdenciários na década de 80 atingiu tal ponto, que mesmo com um imposto que chegava a 40% da folha de salários pago pelos empregadores para a previdência social, o sistema

oficial oferecia um benefício médio de aposentadoria inferior a US\$ 200/mês, muito abaixo da linha de pobreza do país, Hansell (50). A moribunda previdência argentina, que vigorava em 1992, levou inclusive alguns idosos a se suicidarem em praça pública, protestando contra tamanha pobreza e humilhação.

É bem verdade que o envelhecimento das populações também contribuiu para o agravamento da situação dos sistemas de previdência social da região. Baseada na hipótese de que a relação entre o número de contribuintes ativos, trabalhando, e o número de aposentados, recebendo benefícios, deveria ser de 4/1, a previdência social argentina anteviu o colapso ao constatar que, em decorrência dos movimentos demográficos como a longevidade, havia apenas 1,8 ativos para pagar cada aposentadoria. No Brasil a situação não se distancia muito daquela da Argentina. Nos anos 60 existiam 5 contribuintes ativos para cada beneficiário, aposentado ou pensionista. Relação esta que passou de 2 para 1 na primeira metade da década de 90 e está caminhando rapidamente para a paridade. A contribuição da demografia, no entanto, foi apenas incremental, na deterioração de uma situação já degradada.

Os problemas constatados com a previdência oficial nos países da América Latina tiveram como verdadeiras raízes políticas macroeconômicas mal elaboradas, que se refletiram em políticas sociais e fiscais problemáticas. A privatização das empresas estatais e a abertura econômica, por si só, seriam incapazes de superar anos de estagnação econômica resolvendo o problema das aposentadorias, agravado mais recentemente pelo envelhecimento populacional. Nas palavras de Hansell (50) :

"a maioria dos países em desenvolvimento terá finalmente que privatizar suas aposentadorias pelo mesmo motivo que tiveram que vender suas companhias telefônicas e de aviação : Não há nenhuma outra escolha [...] a falha dessas políticas é a razão pela qual praticamente todos os países da América Latina estão considerando suplementar ou substituir os sistemas oficiais de aposentadoria por sistemas que separem uma parte do salário dos empregados em fundos de pensão administrados pela iniciativa privada"

Assim, enquanto a maior parte dos países ricos adotou medidas paliativas para evitar uma catástrofe, sem modificar absolutamente o regime financeiro dos sistemas de previdência social, pode-se dizer que os países da América Latina tomaram a dianteira ao procurar modificar substancialmente o regime financeiro de seus sistemas de previdência social, mediante privatização total, em alguns países, obedecendo a políticas econômicas mais amplas, de forma a corrigir os erros históricos cometidos pelos países ricos.

1.4.1 - MUDANÇAS DOS SISTEMAS REGIONAIS

Antes da onda de democratização que varreu a América Latina na última década, a tarefa de reformar o sistema de previdência oficial era uma missão impossível em muitos países latinos, nos quais a previdência social estava sob o controle de políticos e líderes sindicais, que relutavam francamente em entregar este poder ou em vê-lo enfraquecido.

Na medida em que os governos se democratizaram e iniciaram a corrida pela atração de capitais, incentivando programas privados de aposentadoria, estas barreiras foram sendo derrubadas dando passagem a novos sistemas de seguridade que começaram a emergir na região, alavancando o crescimento e criando mercados de capitais sem paralelo, pelo seu tamanho e sofisticação.

Durante muitos anos, em razão do ambiente econômico marcado por altas taxas de inflação, grande instabilidade econômica e escassez de opções de investimentos, as companhias privadas que ofereciam aos seus empregados benefícios de seguridade, optavam por fazê-lo através da manutenção de provisões em suas contabilidades ao invés de arriscarem-se a instituir planos baseados no sistema de capitalização, que prevê a acumulação de reservas. Este sistema que predominou na Argentina, Colômbia, México, Venezuela e também no Brasil, bem como em diversos outros países da região, passou a ceder lugar a sistemas de acumulação de capitais, marcando o início da transferência da responsabilidade pela previdência para a iniciativa privada e, o que é mais importante, propiciando a formação de poupança interna de longo prazo.

Analisando este movimento em alguns países da região, F. Kenyon, Consultor da The Wyatt Co. em Stanford, Connecticut E.U.A., em Price (85) verificou que o

primeiro passo dado nesta direção no Peru foi a aprovação de uma legislação no início da década de 90, obrigando as companhias a efetuarem contribuições em contas bancárias individuais, em nome dos empregados, visando a assegurar-lhes benefícios não programados, como nos casos de invalidez, demissão etc. A legislação proibia a manutenção dos antigos fundos contábeis utilizados pelas empresas para este fim. Como proteção contra a inflação e a desvalorização monetária, foi assegurado ao empregado a opção de ter os depósitos efetuados em moeda corrente ou em moeda de um país de sua escolha. Para as empresas que adotavam o antigo mecanismo, foi concedido um prazo de 10 anos para adaptação às novas regras. O governo peruano prosseguiu com os estudos para criação de um sistema privado de aposentadoria, até que em 1993 deu o passo decisivo. Após o movimento de privatização de empresas levado a efeito em junho daquele ano, efetivou-se a privatização do sistema de previdência oficial peruano, seguindo os moldes do modelo chileno. O governo criou oito AFP-Administradoras de Fondos de Pensão. Os investimentos das AFP, da ordem de US\$ 100 milhões, efetuados em propaganda, abertura de escritórios locais, treinamento e recrutamento de pessoal criaram cerca de 8.000 novos empregos. A declaração do Ministro da Economia do Peru, Carlos Bolona confirma a prioridade que os governos da região tem dado à previdência ao levarem a efeito seus programas de estabilização econômica e de reforma estrutural da economia: *"Se você tivesse apenas duas balas para disparar, elas teriam que ser privatização e fundos de pensão."* (76) opinava ele.

Na Venezuela, prosseguia Kenyon, o governo estava estudando, em fins de 1991, o estabelecimento de fundos individuais em nome dos empregados cujo objetivo seria semelhante ao sistema criado num primeiro momento no Peru. Estudava-se também um novo sistema de aposentadoria. O México cogitava na mesma época a implantação de um sistema compulsório de previdência privada, enquanto a Colômbia implantava um programa prevendo a constituição de fundos individuais, semelhantes aos fundos mútuos, tendo administração privada, com o

intuito de substituir o sistema de reservas contábeis até então mantido pelas companhias.

Na Argentina o governo implantou em maio de 1994 um sistema de previdência privada que segundo as previsões dos economistas tornará o país menos dependente de capital externo, além de aumentar abundantemente a liquidez interna da economia. As projeções apontam para um patrimônio da ordem de US\$ 29,5 bilhões, equivalentes a 6,64% do PIB Argentino, no ano 2000. Sob o novo sistema, cada empregado paga 11% do salário para uma das 24 administradoras de fundos de pensão existentes, à sua escolha, sendo 7,5% destinados a acumulação de capital para a aposentadoria e 3,5% direcionados para o pagamento de despesas e comissões. O sistema, também desenvolvido à luz do modelo implantado no Chile, foi recebido de forma bastante impopular. *"Muitas pessoas viam estes fundos de pensão como piratas que fechariam suas portas e correriam com o dinheiro"* disse Raul Bonuome, Economista da filial Argentina da Baring Securities, em Leander (65). A reação popular é compreensível num país em que funcionários da previdência social são filmados recebendo propina e dirigentes de sistemas privados de aposentadoria são presos. *"No momento em que o povo Argentino se depara com escândalos que fazem Watergate parecer uma festa de crianças, você passa a entender porque ele não acredita muito no governo"* continuava Bonuome. O Governo, ciente de que era essencial para a economia argentina a adoção do sistema privado de aposentadoria, empreendeu campanhas de divulgação e de esclarecimento sobre o novo sistema, visando a ultrapassar as barreiras culturais que ainda persistiam. Porém, a população argentina já mostrou que este será um movimento lento. Somente 1,75 milhões, dos 6,5 milhões de trabalhadores que precisavam optar entre o novo sistema ou permanecer no antigo sistema de previdência social argentino, resolveram mudar para o sistema privado quando de sua implantação. Enquanto isso, 3 milhões de trabalhadores continuaram no sistema estatal e os demais permaneceram indecisos.

O efeito das mudanças em curso nos sistemas de previdência oficial da região, que estão tendo os deficitários regimes de repartição substituídos por regimes financeiros de capitalização, só se fará sentir no longo prazo. Até lá, as barreiras culturais terão sido vencidas e as 'poupanças' voltadas para a aposentadoria gerado enormes 'pools' de capital que ajudarão a colocar um ponto final em um quarto de século de virtual isolamento dos países latinos dos mercados internacionais. Isolamento este que impediu o desenvolvimento do mercado de capitais e que aliado a anos de inflação e taxas de juros negativos, não propiciou a criação da poupança interna indispensável à expansão econômica.

Neste ponto é importante que se esclareça a razão do interesse dos países industrializados pelo processo de formação de poupança de longo prazo que vem ocorrendo nos países em desenvolvimento, principalmente nos países latino-americanos, onde as mudanças nos sistemas de previdência social estão acontecendo em larga escala e num ritmo mais acelerado do que nos demais. Os padrões demográficos entre os países desenvolvidos e os em desenvolvimento tendem a ser diferentes. Enquanto nestes a população é, de uma forma geral, mais jovem, naqueles a idade média costuma ser maior. Nos países de população jovem a necessidade de investimentos de capital é grande, ao passo que nos países onde a população é mais madura verifica-se no curto prazo a produção de excesso de poupança, decorrente principalmente da capitalização voltada para a aposentadoria, e, no longo prazo, necessidade de capital para suportar o pagamento dessas aposentadorias.

Países como o Chile, Peru, Argentina, Colômbia, Bolívia, Equador, México e Brasil tendem a receber capital estrangeiro para seu desenvolvimento, vindo principalmente dos E.U.A., Comunidade Européia e Japão. Ao atingirem uma renda média maior, fruto do avanço da economia, os países em desenvolvimento estarão produzindo poupança interna em níveis economicamente razoáveis, os quais tenderão a se elevar cada vez mais, gerando uma significativa poupança, na medida

em que os seus sistemas de previdência privada forem se expandindo. Estima-se que chegará o momento em que os países ricos, para fazer face aos seus compromissos de aposentadoria, recorrerão, então, à poupança de longo prazo amalhada pelos países do terceiro mundo, num verdadeiro e inusitado refluxo de capital. Conforme conjecturava E. Guay-Economista Chefe da Cigna Corp., em Besman (11) : *"os conjuntos de poupança potencial [dos países em desenvolvimento] podem ser enormes em 40 a 50 anos-ajudando a compensar o forte desinvestimento no mundo desenvolvido."* Não é de se estranhar, portanto, a atenção dada pelos especialistas do primeiro mundo ao movimento em curso nos sistemas previdenciários dos países em desenvolvimento, originado na região da América Latina, especialmente ao sistema previdenciário chileno.

1.4.2 - MODELO CHILENO : DISTANCIAMENTO DO PAPEL SOCIAL

Em 1981, o legislativo chileno aprovou uma nova legislação privatizando totalmente, de forma pioneira, o sistema de previdência social, até então administrado pelo Estado. A privatização do sistema previdenciário significou, em síntese, uma mudança radical do regime de repartição simples, através do qual não se acumulam recursos na economia, para o regime de capitalização, cujo funcionamento gera a formação de poupança de longo prazo. A partir do novo sistema foi criado um formidável 'pool' de capitais, que alavancou o desenvolvimento econômico do Chile, ajudando o país a atingir elevados índices de crescimento como os verificados em 1992, ocasião em que o PIB cresceu 10,4%, e em 1993, quando aumentou mais 5,7%. Outro bom fruto colhido das reformas da previdência foi a diminuição da dependência do país ao capital externo. Entre 1992 e 1993, o Chile levantou nos mercados de capitais internacionais, a título de empréstimos, um montante de US\$ 834,3 milhões, o que representou meros 1,8% do total de capital emprestado a todas as economias latinas no período, Leander (65).

Apesar da reformulação do sistema previdenciário, no bojo de outras medidas, ter ajudado a economia chilena a sair do estado de coma em que se encontrava, abatendo a hiperinflação, acabando com a hiperproteção e combatendo a decadência do mercado interno, ainda permaneceram problemas do ponto de vista social. O novo sistema, no qual cada empregado coloca à parte uma parcela de seu salário para fins de aposentadoria, não tem uma preocupação solidária pois premia aqueles que tem maior capacidade de poupança. Na opinião de A. Fernandes, Professor de legislação trabalhista na Universidade de São Paulo, em Hansell (50) : *"O que você tem no Chile é um sistema de poupança. Mas que não pode solucionar os problemas sociais"*. O Professor Fernandes levanta a questão da existência de um grande contingente de pessoas que se encontram à margem do sistema de previdência

totalmente privatizado e que precisam continuar a ser assistidas pelo Estado, por não terem salários capazes de gerar poupança para sua aposentadoria.

Esta situação, decorrente da concentração de rendas, se verifica na maior parte dos países em desenvolvimento. No Brasil menos de 3% da população, de 150 milhões de pessoas, ganha mais do que US\$ 700, o que tornaria um sistema como o Chileno inviável. Ainda assim, países como o Peru, onde a maior parte da população trabalha no mercado informal e onde aqueles poucos trabalhadores que tem a sorte de ter um emprego estável possuem baixos salários, da ordem de US\$ 250 em média, tem optado por sistemas à imagem do adotado no Chile. A simples transferência da responsabilidade pela previdência para a iniciativa privada não significa, portanto, que o governo estará livre de todo o ônus pela aposentadoria de seus cidadãos. Em outras palavras, não adianta perder de vista o papel social da previdência pública.

Além da questão social, o custo da transição entre sistemas de aposentadoria tão distintos como o sistema baseado no regime de repartição e aquele construído em cima do regime de capitalização, fazem com que o Estado tenha que assumir um compromisso financeiro de longo prazo, o qual não fornece garantia alguma de alívio para as gerações futuras. No Chile o governo gasta o equivalente a cerca de 4% do PIB para pagar o tempo de serviço adquirido pelos trabalhadores sob o antigo sistema de previdência. Para se ter uma idéia comparativa, o custo no Brasil seria da ordem de 8% do PIB a serem pagos durante um período de 30 a 40 anos. De fato, o custo de uma reforma previdenciária que substituisse no Brasil o sistema público por um totalmente privado inviabilizaria a mudança pelo seu altíssimo montante. O Professor J. M. Camargo da PUC-RJ, em Quaglio (92), cita num estudo preparado para a Cepal-Comissão Econômica para América Latina e Caribe, ligada à ONU, que em 1990 o déficit que uma reforma do tipo da chilena causaria no Brasil seria da ordem de 8,5% do PIB (equivalente à época a US\$ 35 bilhões).

Como se pode depreender, mesmo as reformas radicais, como a do Chile, não conseguem eximir totalmente a responsabilidade do Estado pela aposentadoria de seus cidadãos. Quer seja porque continue existindo um contingente considerável de pessoas que, incapacitadas de poupar, permaneçam sem a cobertura do benefício de aposentadoria, necessitando, portanto, da assistência do Estado, quer seja porque a poupança guardada ao longo da sua vida ativa poderá se mostrar inócua como garantia de níveis aceitáveis de renda na aposentadoria, demandando, assim, novamente alguma providência do setor público. Por fim, também deverá ser considerado o custo da transição, com o qual muitos governos futuros precisarão saber conviver após a implantação das respectivas reformas.

1.5 - TRANSFORMAÇÃO DAS ECONOMIAS ATRAVÉS DOS FUNDOS DE PENSÃO

Atentos não apenas na criação de sistemas de aposentadoria confiáveis mas, principalmente, na formação de novos 'pools' de capital, os governos desde Buenos Aires até Jacarta estão estudando e implementando novas legislações previdenciárias, com base no sucesso obtido pelo modelo chileno, o qual acumulou em apenas 13 anos de existência um patrimônio da ordem de US\$ 14 bilhões, num país cujo Produto Interno Bruto gira em torno de US\$ 33 bilhões. Caminhando nesta direção encontram-se países que contavam, basicamente, com o sistema estatal de previdência e que têm visto no estabelecimento de sistemas privados de aposentadoria uma ajuda para a criação de mercados de capitais locais capazes, em muitos casos, de estabilizar a moeda e freiar a inflação, como foi feito no Chile, no Peru e na Argentina.

Por outro lado, percebe-se em diversos países que já possuíam um sistema paralelo de previdência, complementando o oficial, uma transferência cada vez maior da responsabilidade pelos proventos de aposentadoria para o setor privado, num esforço dos governos para cortar os crescentes orçamentos da previdência social.

Ao perceberem sua inabilidade em continuar sustentando sozinhos os sistemas oficiais de previdência, praticamente todos os governos têm se voltado para a iniciativa privada. Os especialistas prevêem um novo afluxo de capitais, como consequência dessas reformas nos sistemas de aposentadoria, que ávidos de investimentos, forçarão a expansão e o refinamento dos mercados de capitais tanto das economias mais ricas como dos países em desenvolvimento, propiciando maior profissionalismo em suas operações e contribuindo para seu crescimento econômico.

A maior contribuição para este afluxo de capitais deverá ser dada pelos sistemas privados mais jovens, que deverão crescer rapidamente na medida em que grandes aportes de recursos serão necessários para alcançar as obrigações contraídas com o grupo de pessoas que se encontra no meio do caminho para a aposentadoria, para o qual nem um centavo foi acumulado no passado. Para se ter uma idéia, os ativos dos fundos de pensão da Inglaterra, Holanda, Suíça e Japão deverão crescer 10% a.a. entre 1993 e 1996, contra um crescimento de 4% a.a. previsto para os ativos dos fundos de pensão americanos, país no qual estes fundos já existem há mais tempo, Healey (52). Não se deve, contudo, menosprezar o ritmo de crescimento da poupança interna nos E.U.A. pois, de acordo com M. Howell e A. Cozzini do antigo Baring Securities, nos países que contam com sistemas de previdência complementar amadurecidos : *"cada ponto percentual de aumento na parcela da população acima de 45 anos de idade resulta num aumento equivalente, em percentual do PIB, na poupança institucional."* (113). Uma amostra do monumental volume de recursos que deverá ser gerado em nível mundial, pode ser tirada de uma projeção dos ativos dos fundos de pensão japoneses, da Comunidade Européia e da América do Norte, os quais, no seu conjunto, somavam US\$ 4,2 trilhões em 1990 e deverão alcançar US\$ 11 trilhões no ano 2000.

Grande parcela deste dinheiro será direcionada para as bolsas de valores, contribuindo para marcantes inovações nos mercados de capitais. Regras mais rígidas para a demonstração dos resultados das empresas e agências de classificação de crédito mais desenvolvidas são exemplos de evoluções verificadas nos países em que o setor de previdência privada irrigou o mercado financeiro com seus investimentos, tornando-o mais transparente e viável. S. Mehta, Vice-Presidente do J.P.Morgan Investment Management Inc., Nova York, em Price (85), cita o sistema de previdência social do Chile, sempre usado como novo paradigma, como o principal responsável pelo desenvolvimento do mercado de capitais do país, cujo crescimento no período de 1985 a 1990 foi de 58% ao ano, em dólar. O setor privado chileno

tornou-se vigoroso devido, em grande parte, aos recursos de longo prazo aos quais passou a ter acesso através do mercado de capitais, beneficiando-se da estabilidade e do custo razoável destes recursos. A transformação na economia do Chile, auxiliada pela reforma da previdência, teve reconhecimento internacional quando o país recebeu uma avaliação favorável no exterior como opção para investimento estrangeiro. O Chile foi o primeiro país latino-americano a receber este tipo de avaliação positiva, após a crise da dívida externa que atingiu a região.

O já citado M. Howell acredita que poderá haver uma grande transformação mesmo nos mais velhos, porém tímidos, mercados de capitais europeus e cita o exemplo das primitivas bolsas de valores da Alemanha e da Itália, países cujos sistemas privados de aposentadoria baseados no regime de capitalização são menos desenvolvidos : *"A capitalização do mercado na Itália, em relação ao PIB, poderá crescer cerca de 1000% nos anos 90, na Alemanha mais de 300%. Estes comparam-se ao crescimento projetado de 17% para a já estabilizada bolsa de valores da Inglaterra."* (113), comentava ele.

Torna-se, assim, fácil entender porque os países em desenvolvimento têm dado tanta importância à formação de mercados de capitais modernos e estáveis. Setores vitais da infra-estrutura, como os da geração de energia, telecomunicações, portos, entre outros, requerem vultosos investimentos e, conseqüentemente, a existência de mercados financeiros evoluídos, seguros e confiáveis. Foi por isso que, diante da elevada escassez de recursos governamentais, o Presidente Suharto, da Indonésia, promulgou lei, em 20/04/92, estabelecendo um novo conjunto de normas para os fundos de pensão, com o objetivo de fortalecer o mercado financeiro indonésio, em benefício do desenvolvimento de seu país, conforme relata J Vessey da Multi Finas Perdana, uma companhia de gestão de investimentos, em Schwarz (99).

As transformações têm sido tantas que, curiosamente, os próprios agentes financeiros têm sofrido mutações com o advento de sistemas privados de previdência. No Chile, por exemplo, durante longo período, as opções de financiamento estiveram restritas a elevadas taxas de juros bancários no curto prazo, até que em 1990 as AFP's-Administradoras de Fondos de Pensiones, gestoras dos ativos da previdência privada chilena, começaram a comprar títulos diretamente das companhias privadas, por representarem riscos de crédito aceitáveis. Estas compras atingiram no final de 1992, um montante de cerca de US\$ 5 bilhões, composto de títulos com prazos de vencimento de até 27 anos, denotando, assim, que as companhias privadas passaram a dispor de capital de longo prazo para se financiarem. As AFP's contribuíram para a expansão da Compañia de Teléfonos de Chile, fornecendo cerca de um terço dos US\$ 1,6 bilhões necessários para sua viabilização, promoveram a compra de títulos para financiar a construção de várias hidroelétricas e participaram, ainda, de projetos de reflorestamento, fatos que contribuíram significativamente para a perda de espaço dos bancos em favor dos fundos de pensão, no financiamento de capital para as empresas privadas. Ao venderem papéis diretamente para os investidores institucionais, as companhias privadas colocaram os bancos de lado, fazendo com que estes comesçassem a perder seu tradicional papel de intermediários financeiros. Transformações deste gênero tiveram início na década de 70 nos E.U.A. e deverão se acentuar com o espaço que os fundos de pensão estão ganhando atualmente no mundo.

O sistema bancário deverá sofrer, em alguns países, uma mudança no seu próprio perfil, como se espera venha a ocorrer no México. Em razão do novo sistema de previdência que começou a funcionar em maio de 1992, previa-se uma acirrada disputa entre os bancos comerciais mexicanos. Segundo este novo sistema, os empregadores precisavam, além de continuar contribuindo com 7,5% do salário dos empregados para o sistema oficial de previdência e com 5% para um plano da empresa, passar a efetuar uma contribuição adicional de 2% para uma conta

individual de aposentadoria conhecida como SAR (Retirement Savings Account). Administrada no primeiro momento pelo Banco Central mexicano, que garantia 2% de retorno acima da inflação, estas contas passaram a poder ser transferidas, por opção do trabalhador, para outras alternativas de investimento como, por exemplo, as oferecidas pelos bancos comerciais. *"A SAR será a base de definição do que serão os bancos de varejo"* dizia M. Reynaud, Presidente do Banamex maior banco de negócios do México, em Hansell (50).

É importante ressaltar que a avidez dos administradores de recursos dos fundos de pensão por novas oportunidades de investimento, deverá contribuir para o crescimento de diversos setores da economia, como, por exemplo, o setor imobiliário, para o qual as previsões de crescimento são francamente favoráveis. No Peru, foi criado em fevereiro de 1994, um sistema de letras hipotecárias, com prazo de 10 anos, para empréstimos imobiliários, visando a atender a demanda dos fundos por novas opções de aplicação *"espera-se que o esquema permita o acesso dos peruanos, pela primeira vez em duas décadas, a financiamentos de longo prazo para a compra de casas."* (76).

Os fundos de pensão passaram, portanto, a ter um importante papel nas economias, ao imporem mudanças que vão do sistema financeiro ao setor imobiliário. São tantas as transformações impostas por estes investidores institucionais que hoje não se concebe uma política macroeconômica sem levá-los em consideração.

1.6 - COMPULSORIEDADE DA PREVIDÊNCIA PRIVADA ?

A próxima década poderá ser o marco das primeiras discussões em escala global, para tornar obrigatória a previdência privada, visando a aliviar as crescentes pressões sobre os sistemas oficiais de previdência, que se vêem diante de dificuldades financeiras em ascensão, e, conseqüentemente, alavancar o fluxo de capitais na economia. As pressões para criação de algum tipo de previdência privada obrigatória deverão crescer na medida em que os fundos de pensão comecem a ter que desinvestir seus ativos para pagar os aposentados, afetando negativamente a poupança interna, e na medida em que as contribuições dos planos de previdência complementar passarem a ser direcionadas para outras alternativas de investimentos que não ações, colocando os mercados de capitais em estado de alerta.

Tal obrigatoriedade começará a fazer sentido quando for constatado que os problemas com a previdência oficial tenham atingido proporções alarmantes e que o tempo para solucioná-los pareça encurtar a cada dia, conforme vaticinou Prosser (89), a respeito do sistema de previdência oficial da Inglaterra :

"há uma necessidade desesperada para uma nova e coerente estratégia sobre a questão da aposentadoria. Membros do governo dizem que o custo da previdência do estado aumentará 40% nos próximos 40 anos. Espera-se que a aposentadoria básica do estado caia abaixo de 10% do salário médio [do país] durante este período."

Alguns países, como a Austrália, já adotaram a compulsoriedade em seus sistemas de previdência privada, visando a diminuir a responsabilidade primária da aposentadoria do setor público, anteriormente responsável por cerca de 75% dos benefícios de aposentadoria daquele país. Ao adotar este caminho o governo australiano não estava apenas considerando a simples transferência de sua responsabilidade para a iniciativa privada, num momento em que grande parte da

população se aproxima da aposentadoria. Com efeito, as contribuições dos empregadores, tornadas obrigatórias a partir de 1992, deverão elevar os ativos dos planos de aposentadoria australianos, em poucos anos, dos US\$ 122 bilhões, existentes à época da alteração, para algo mais entre US\$ 286 bilhões e US\$ 358, bilhões contribuindo, segundo Price (81), para : *"aumentar a taxa de poupança nacional [...] em 0,75% do PIB ao longo da próxima década [...], expandir o capital disponível para novos negócios e finalmente elevar o produto nacional bruto"*.

A compulsoriedade também foi adotada em países que contaram com a previdência privada como espinha dorsal de programas econômicos, como ocorreu no Chile, cujo modelo vem sendo seguido por diversos países latino americanos. *"Diferentemente do Chile, onde a participação dos trabalhadores é compulsória, os Planos Argentinos ainda são voluntários."* comentava Green (48). O grifo, que não constava no texto original, sugere o que poderá vir a acontecer...

Enquanto alguns países estão tornando obrigatórias as contribuições para a previdência privada, preocupados com a formação de poupança interna, outros, talvez, comecem a ver a compulsoriedade como uma boa forma de recompor a perda desta mesma poupança, conforme explicava C. Brancato-Presidente do Riverside Economic Research, um instituto de pesquisas baseado em Washington-E.U.A., em Limbacher (66), : *"Os fundos de pensão têm reduzido seus portfólios de ações para fazer face às suas obrigações de curto prazo [...]"*. Este fato se deve à maturidade de muitos sistemas de previdência privada ao redor do mundo e, no caso do sistema americano, os números disponíveis confirmam a diminuição das contribuições das empresas e o aumento no pagamento de benefícios, resultando em um fluxo de caixa negativo. Dados de uma pesquisa da revista Pensions & Investments (P&I, 24/01/1994) mostram que durante o ano de 1993 as contribuições para os 200 maiores fundos de pensão americanos totalizaram US\$ 36,9 bilhões, ao passo que os pagamentos de benefícios desses fundos foram de US\$ 63,9 bilhões. Esta

desmobilização de capital nem sempre fica evidente porque, no agregado, os ativos dos fundos de pensão continuam crescendo significativamente, em decorrência do retorno dos investimentos e da criação de novos planos. Em 1993 houve um aumento de 9,6% nos ativos dos fundos de pensão dos E.U.A. (se comparados ao ano anterior) e os ativos chegaram a US\$ 4,78 trilhões, segundo números divulgados pelo Federal Reserve.

Há, ainda, reforçando a tese de que a compulsoriedade deverá ser analisada, a aceleração de uma tendência já estabelecida junto aos fundos de pensão. De acordo com esta tendência, ao que tudo indica, os fundos caminham para um distanciamento das aplicações em ações e para uma aproximação de investimentos que garantam juros fixos. Argumenta-se que a cobertura compulsória de previdência poderia oxigenar o mercado de capitais, ao estimular novos fluxos de recursos para os mesmos. A tendência dos fundos de pensão de se afastarem, no futuro, de posições expressivas em ações, é reforçada por algumas constatações : (i) Os choques severos nos mercados de ações que demandam, normalmente, um período entre 5 e 7 anos para recuperação dos investimentos, são inassimiláveis pelos ativos de um fundo de pensão. As consequências potenciais para as empresas, conforme colocado por Pullman (91), são motivo suficiente para desestimular os investimentos futuros dos fundos em ações : *"Não basta apenas esperar; o tesoureiro da empresa terá provavelmente que bombear mais dinheiro"*; (ii) Em diversos países, como nos E.U.A. e no Reino Unido, os governos estão fechando o cerco sobre os fundos de pensão, impondo aos mesmos regras de solvência mínima. Ao estipularem um patamar muito restritivo de cobertura das reservas, estes governos estão fazendo com que os fundos passem a adotar uma visão de curto prazo em suas aplicações. Na opinião de Chernoff (27):

"Para se protegerem contra quedas repentinas abaixo dos níveis de solvência, causando assim uma imediata chamada de capital das companhias, os especialistas dizem que os dirigentes dos fundos

devem se afastar das ações entrando em investimentos de renda-fixa de menor risco."

e (iii) A diversificação através da aplicação em mercados internacionais de ações não parece estar surtindo o efeito de proteção dos ativos dos fundos de pensão no curto prazo. Pullman (91) parece ter a explicação para isto : *"Eles tem simplesmente que notar a existência de um mercado mundial de ações sistemático [...] que parece prevalecer particularmente em épocas de crises ou de grandes choques."* Persistindo esta situação, haverá um arrefecimento na procura por este tipo de investimento por parte dos fundos de pensão.

Talvez até o último baluarte da liberdade de escolha tenha que se render às evidências. As projeções do SSA-Social Security Administration, os responsáveis pela previdência oficial americana, indicam que as reservas existentes talvez sejam insuficientes para fazer face aos compromissos até com aqueles que já se encontram aposentados, vindo a se exaurir antes do ano 2022. Associe-se a isto uma das maiores deficiências da legislação que regula o setor de previdência privada nos E.U.A., denominada ERISA-Employee Retirement Income Security Act, aprovada em 1974, portanto há mais de 20 anos. Nas palavras de Anand (4), esta deficiência traduz-se pela incapacidade do governo em : *"estender a cobertura de previdência privada dentre os trabalhadores americanos - somente 45% dos que se encontram trabalhando tem direito a alguma forma de benefício de aposentadoria ligado ao empregador, praticamente o mesmo [percentual] de quando a lei foi aprovada."* A falência da previdência pública associada à incapacidade do sistema privado em estender a cobertura da aposentadoria complementar à maior parte dos trabalhadores americanos, talvez deixe o governo sem nenhuma outra alternativa, a não ser tornar a previdência privada obrigatória.

CAPÍTULO 2

QUESTÕES E EXPECTATIVAS DA PREVIDÊNCIA PRIVADA NO BRASIL

A previdência complementar foi oficialmente instituída no Brasil em 15 de julho de 1977, através da Lei nº 6435. Este segmento sempre acompanhou pari passu os momentos históricos vivenciados pelo país.

Regulamentadas num contexto em que o Estado se fazia presente de maneira ostensiva na economia, as entidades de previdência privada experimentaram, num primeiro momento, uma forte interferência do governo. Seguiu-se um período conturbado pela inflação, cuja marca registrada foram os diversos planos instituídos pelo governo para tentar estabilizar a economia. Os planos de estabilização econômica contribuíram para abalar a credibilidade do setor e deixaram feridas de longa cicatrização, cujos efeitos só agora começam a se dissipar.

A ênfase numa economia de mercado, para a qual o país está se deslocando, trouxe consigo a competição, possibilitando a pessoas e empresas optarem pela complementação de aposentadoria. Multiplicaram-se as instituições que operam com previdência privada, surgiram novas alternativas de planos de aposentadoria e soluções modernas para sua administração passaram a ser oferecidas ao mercado. Encerrou-se a era do modelo estatizante.

A estabilização da economia, após o Plano Real, fez com que as atenções se voltassem para os gestores de ativos e as questões relacionadas aos investimentos dos recursos da previdência privada. Tais questões têm motivado a discussão do papel

que os investidores institucionais devem desempenhar na sociedade moderna e de que forma eles podem ser chamados a dar, de forma transparente, sua contribuição para um efetivo desenvolvimento econômico.

2.1 - INGERÊNCIAS GOVERNAMENTAIS

Algumas questões que surgem freqüentemente envolvendo os investimentos das entidades de previdência privada são : (i) deveriam as aplicações desses investidores institucionais ser reguladas pelo setor público ou deixadas para uma auto-regulamentação do mercado ? Se a regulamentação oficial for preferível, até que ponto deveria o governo usar tal prerrogativa sem prejudicar os próprios participantes dos planos ?; (ii) os sistemas de previdência privada devem ou não ser tributados ? Se a tributação for mais indicada, quais as implicações sobre o próprio sistema ?; e (iii) deve o governo, diante de sua própria incapacidade financeira, interceder no direcionamento dos investimentos para o preenchimento de lacunas de capital deixadas pelo mercado financeiro ?

Estas questões, que envolvem a definição de qual deveria ser o papel do governo numa economia orientada para o mercado, serão parcialmente abordadas nas seções seguintes.

2.1.1 - DESREGULAMENTAÇÃO

O controle do Estado sobre as aplicações efetuadas pelas instituições de previdência privada é comum ao redor do mundo. Os governos procuram garantir a segurança dos investimentos, impedindo indesejáveis concentrações de riscos que poderiam, eventualmente, ao impingir grandes perdas financeiras, levar estas instituições à insolvência, deixando seus participantes desamparados. Fixam-se, por isso, limites mínimos e/ou máximos para a aplicação dos recursos dessas entidades nas diversas alternativas de investimentos existentes. A regulamentação em vigor no Japão no ano de 1992, por exemplo, segundo Schwimmer (101), obrigava a aplicação de no mínimo 50% dos ativos desses investidores em renda-fixa e no máximo 30% em ações, 30% em papéis estrangeiros e 20% em imóveis, enquanto que os fundos de pensão na Alemanha são obrigados a obedecer o teto de 20% para aplicações no mercado de renda variável e em Portugal os investimentos no exterior são proibidos.

No Brasil a matéria vem sendo regulamentada pelo Banco Central. A Resolução Bacen nº 2206, de 25/10/95, propicia razoável flexibilidade de aplicação a estes investidores institucionais, a saber : renda-fixa : até 80% do patrimônio; renda-variável (ações e fundos de commodities) : até 50%; imóveis : até 20%; e empréstimos a participantes : até 3,5%. Mas nem sempre foi assim. Até 1990 o patrimônio dos fundos de pensão era utilizado como instrumento de política monetária. Por mais de uma década o governo estipulou limites mínimos para aplicação em títulos públicos federais, passando por letras hipotecárias da Caixa Econômica Federal, Debêntures da Siderbrás e tantos outros títulos de retorno duvidoso, até que em 1990 o setor decidiu questionar judicialmente a compulsoriedade imposta pelo governo na compra de certificados de privatização. Os fundos de pensão saíram vencedores. A legislação acabou sendo flexibilizada,

passando a estabelecer somente limites máximos para os investimentos dos ativos dos fundos. O governo brasileiro, hoje, está consciente de que qualquer compulsoriedade nos investimentos das entidades, seja em títulos públicos, seja em outras classes de ativos, sem dúvida, seria restritiva ao crescimento do sistema de previdência privada no País.

A regulamentação brasileira é considerada bem avançada, posto que ainda é bastante corriqueiro encontrar governos exercendo política monetária por intermédio dos fundos de pensão, como é o caso da Grécia onde 10% do dinheiro dos fundos tem que ficar presos em títulos do governo. Clarke (29) cita outros exemplos bastante ilustrativos de países da Comunidade Européia que agem desta forma : *"os fundos de pensão da Bélgica precisam colocar pelo menos 15% de seus investimentos em títulos do governo e os fundos portugueses 30%. Na Dinamarca 60% precisam ser colocado em títulos do governo e em outros investimentos de renda-fixa"*.

A utilização dos recursos dos fundos de pensão como parte de política monetária é tão expressiva nos países membros da Comunidade Européia que chega a se constituir no maior impecilho à criação de uma política única para a previdência privada no âmbito daquele bloco econômico. Receosos de perder a capacidade de utilização dos ativos dos fundos de pensão como instrumento de financiamento do déficit público, muitos países têm se posicionado contra a liberalização dos investimentos desses fundos, no intuito de permitir o livre trânsito de capital entre os países membros, uma das características dos blocos econômicos. Em 1991 Bélgica, França, Alemanha e alguns países mais ao sul da Comunidade Européia, preocupados em exercer efetivo controle sobre o patrimônio desses investidores institucionais, que no ano de 1991 somava cerca de US\$ 990 bilhões de acordo com a Federação Européia para Assuntos de Aposentadoria, em Clarke (29), bloquearam uma proposta do parlamento Europeu para liberalizar os investimentos dos fundos de

pensão, visto que isto os privaria de contar com compradores cativos para seus títulos governamentais no momento em que eles mais precisavam financiar elevados déficits públicos. Price (86) explica que : *"um conjunto de regras locais dos países ainda impede o livre fluxo de ativos. Muitos governos ainda querem os ativos mantidos em casa, onde podem ajudar a economia local."* Ou seja, mantido no limite das águas territoriais, o dinheiro dos fundos supostamente daria suporte aos déficits orçamentários dos Estados. A imposição de limites de investimentos em títulos públicos pelos blocos econômicos parece ter, contudo, seus dias contados, porque vai de encontro à própria filosofia da criação dos blocos, isto é, a premissa do livre trânsito do capital entre os países membros. P. Kenny, ciente deste fato, antecipa, em Clarke (29), a provável reação das entidades de previdência privada : *"a indústria pode impetrar medidas judiciais contra os Estados que continuarem a obrigar os fundos de pensão a investirem um certo percentual de seus ativos em moeda local [...] isto vai de encontro a lei da Comunidade Européia que prega o livre trânsito de capital"*. A legislação em vigor no Brasil não representa nenhum empecilho neste sentido, no âmbito do Mercosul.

O. Mitchell, do Conselho de Pesquisa de Previdência Privada da Wharton School, chama a atenção, em Leander (65), para o outro lado da interferência excessiva dos governos nas aplicações dos fundos, exercida sob o pretexto de reduzir os riscos dos investimentos para proteção dos participantes : *"Quando um governo regula os investimentos maciçamente, muitas vezes as amarras são tão apertadas que sobra muito pouco espaço no qual os fundos possam investir."*

Bastante adiantado no caminho da desregulamentação das aplicações, o mercado brasileiro de previdência privada ainda carece de uma fiscalização mais rigorosa. Por exemplo, alguns Bancos de Investimento, gestores de recursos dessas instituições, estabelecem em seus contratos de prestação de serviços a possibilidade de virem a realizar transações envolvendo títulos de sua própria emissão, ou primam

por deixar claro naqueles instrumentos a legalidade do investimento em seus próprios fundos de renda fixa/variável. Rohrer (96) mostra como esta questão é encarada nos E.U.A. : *"um administrador de ativos servindo como um conselheiro de investimentos para um plano estará sujeito a problemas com a legislação [...] se recomendar fortemente seus próprios fundos, já que este negócio em benefício próprio pode ser considerado uma transação proibida"*.

Uma outra proposta para o controle das aplicações dos fundos de pensão é o da desregulamentação na gestão dos investimentos, desde que restrita a mercados que disponham de mecanismos de auto-regulamentação.

"Na medida em que a gestão de ativos baseada na responsabilidade individual passar a ser aceita e seja estabelecida [métodos de] avaliação dos investimentos, parece desejável que a regulamentação dos investimentos em vigor, cujo objetivo é garantir a segurança do patrimônio dos fundos de pensão, seja relaxada"

recomendava um relatório, em Schwimmer (101), preparado por um comitê conjunto dos Ministérios da Saúde e da Economia do Japão.

2.1.2 - ISENÇÃO TRIBUTÁRIA

Na maior parte dos países o sistema de previdência privada desfruta de generosos benefícios fiscais como forma de incentivar a iniciativa privada a gerar poupança interna e a ocupar o espaço deixado pelos sistemas governamentais de previdência. As maneiras mais usuais de incentivo, conforme Woyke (126), são : (i) permitir que a empresa deduza do seu lucro, para fins de imposto de renda da pessoa jurídica, as contribuições que verteu para uma instituição de previdência privada, em benefício de seus empregados; (ii) isentar da incidência de impostos os ganhos auferidos com o investimento do dinheiro das entidades privadas de previdência; e (iii) diferir a tributação no caso de pessoas físicas, isentando de impostos as contribuições correntemente destinadas a um plano de aposentadoria e tributando os benefícios, por ocasião do recebimento.

A questão de isentar ou não dos impostos o setor privado de aposentadoria sempre criou polêmica ao redor do mundo. As autoridades governamentais estão constantemente reavaliando a perda de receita produzida pelo tratamento dado às entidades de previdência privada. Aqueles que são favoráveis ao incentivo fiscal para essas instituições argumentam que haveria uma diminuição da poupança interna caso as empresas parassem de oferecer planos de aposentadoria para seus colaboradores ou, por outro lado, se os empregados passassem a preferir a remuneração de forma imediata ao invés de diferida. Os defensores da tributação afirmam que a receita fiscal do governo, que seria auferida através da tributação das contribuições, rendimentos e benefícios das instituições de previdência complementar, poderia compensar, com folga, a diminuição da poupança interna. Woyke (126), responsável pela área de consultoria em administração no escritório de Nova York da Towers Perrin, dimensiona, a perda na arrecadação no caso dos E.U.A. : *"se as aposentadorias privadas fossem tributadas como as outras formas de remuneração,*

o governo estima que teria recebido em 1992 um adicional de US\$ 50 bilhões em receitas".

No Brasil, por força da Lei nº 6435, os fundos de pensão vinham sendo equiparados às entidades de assistência social, para efeito de isenção tributária que foi perdida em 1983 quando o governo revogou daquela lei o aplicável dispositivo legal. A partir de então travou-se uma monumental batalha entre o governo e os fundos de pensão, que passaram a questionar judicialmente a perda dessa imunidade, resultando numa disputa que se arrasta até hoje e envolve bilhões de reais. Na iminência de uma reforma fiscal, esta é uma questão que ressurge com vigor no cenário brasileiro.

As sociedades organizadas sempre redirecionaram a riqueza de um setor da economia para outro, através do poder que os governos têm para tributar. Os recursos arrecadados através do recolhimento de impostos são, comumente, dirigidos para investimentos públicos que visam a alcançar objetivos sociais. Não raro, porém, governantes e legisladores, ávidos por receitas imediatas e dotados de uma visão de curto prazo, tomam decisões inadequadas e desprovidas do devido embasamento macroeconômico e, o que é mais grave, em proveito de um fisiologismo que continua a influenciar as decisões governamentais, conforme pondera Watson (114): *"nesses casos o objetivo na maioria das vezes é melhorar a infra-estrutura e a importância regional de uma cidade que coincidentemente é também a cidade natal e/ou a cidade que dá nome ao legislador que aprova a tributação."*

Buscando bilhões de dólares em novas receitas, para viabilizar seus projetos ou para compensar a perda de outras fontes fiscais ocasionalmente suprimidas, os governos têm se entregado a prática de suprimir ou reduzir as deduções fiscais das contribuições que empregadores e empregados fazem para seus planos de previdência privada. Ao aumentar-lhes a renda, raciocinam, farão com que muitos

impostos sejam recolhidos, mas esquecem-se de analisar as reais implicações desses atos sobre o efetivo contexto macroeconômico que os cerca.

S. A. Woodbury e W. J. Huang, pesquisadores do W.E.Upjohn Institute for Employment Research, desenvolveram nos E.U.A. um estudo financiado pelo "Department of Health and Human Services" intitulado "The Tax Treatment of Fringe Benefits" - Michigan - E.U.A. - 1991, no qual, através de um modelo econômico, procuram estimar, em Woyke (126), quais seriam os efeitos da mudança no sistema de tributação das aposentadorias privadas nos E.U.A.. O resultado indireto de uma taxaçaõ integral , apontam, seria uma queda de 40% na procura por planos de aposentadoria privados, decorrente do que os autores chamaram de '*efeito substituição*' : os empregados prefeririam remuneraçaõ na forma de dinheiro hoje ao invés de recebê-la amanhã na forma de benefício de aposentadoria sobre o qual incidisse um imposto maior. Este efeito baseia-se no argumento de alguns economistas que definem poupança como '*consumo diferido*'. Se o poder de compra futuro do dinheiro poupado for diminuído em razão de uma taxaçaõ maior adiante, as pessoas pouparão menos porque o consumo imediato se tornará relativamente mais atraente do que o consumo futuro. O estudo aponta também, como potencial impacto direto de uma taxaçaõ integral do sistema de fundos de pensão, uma diminuição da contribuição média, voltada para os planos privados de aposentadoria, da ordem de 48,8%. É importante notar que a principal fonte de crescimento dos ativos dos fundos americanos é o aporte de contribuições para o sistema, como se pode perceber no trecho da matéria escrita por Durgin (36) na revista Pensions & Investments de 25 de janeiro de 1993 :

"Os ativos dos 200 maiores planos de contribuição-definida cresceu 10% chegando a US\$ 365,9 milhões em 30 de setembro [...] a entrada líquida de recursos proveniente das contribuições de empresas e empregados para a maioria dos planos [...] ajudou a empurrar para cima os ativos nos maiores planos, diziam os observadores."

Estes dados fazem supor que haveria uma diminuição da poupança institucional representada pelo patrimônio dos fundos.

Pode-se inferir das conclusões do estudo, que o impacto total na economia decorrente do aumento da tributação não seria positivo. A diminuição das contribuições para os planos de previdência privada e, conseqüentemente, dos próprios ativos dos fundos, levariam a uma diminuição e não a um aumento nas receitas fiscais, ainda que o governo fizesse incidir uma carga tributária maior sobre as contribuições. Talvez este seja um efeito indireto semelhante ao demonstrado na curva de Laffer, a qual prova que quanto maior a alíquota dos impostos menor é a arrecadação, devido à sonegação. Aqui, quanto maior o peso dos tributos sobre o sistema menor seria a arrecadação devido ao encolhimento das contribuições e dos ativos dos planos. Além de uma receita tributária prejudicada haveria ainda o impacto negativo, não dimensionado, sobre a economia, que a diminuição da poupança interna causaria.

As principais conseqüências decorrentes de um aumento na tributação das contribuições e dos rendimentos dos planos privados de aposentadoria, foram apontadas por Woyke (126) como sendo :

- O nível da poupança interna do país sofreria significativa redução;
- Os empregados dariam preferência, invariavelmente, a remuneração na forma de dinheiro ao invés de benefícios futuros de aposentadoria integralmente tributados, pela simples razão de assim poderem decidir por poupar ou não. Os planos de aposentadoria privados tornar-se-iam, então, benefícios voltados para empregados de renda mais alta;
- Na medida em que os empregados de baixa renda se vissem menos incentivados a poupar para a aposentadoria, haveria uma pressão maior para

melhorar os benefícios da previdência social, contribuindo para o crescimento do déficit público.

- Governo e legisladores acabariam desviando grande parte das receitas tributárias, provenientes desse aumento na tributação, para novos projetos, agravando ainda mais o déficit da previdência social;

As experiências da Austrália e da Nova Zelândia, países que passaram a tributar contribuições e rendimentos, são relevantes como base de comparação para aqueles que pretendem modificar suas legislações fiscais. O Relatório da General Accounting Office, intitulado "Tax Policy: Effects of Changing the Tax Treatment of Fringe Benefits" - abril de 1992 (Ibidem.), mostra que a tributação aprovada na Austrália em 1988, seguiu-se à compulsoriedade nas contribuições para o sistema privado de aposentadoria, obrigatoriedade esta que entrou em vigor a partir de 1987. *"Isto é lógico: Se a aposentadoria privada é obrigatória, há menos necessidade de se oferecer incentivos fiscais para que as empresas criem tais fundos"* ponderava Woyke (Ibidem.). A Austrália impõe uma alíquota de 15% de tributação sobre contribuições e rendimentos, permitindo, neste último caso, a dedução dos custos de administração. Em contrapartida, reduz em 15% a tributação sobre os aposentados. O incentivo reside na alíquota do imposto incidente sobre a previdência privada, menor do que as demais. Já na Nova Zelândia, as contribuições para o sistema privado de previdência não são obrigatórias. A partir de 1989 o governo neozelandês passou a taxar contribuições e rendimentos dos fundos de pensão em 33%, deixando os benefícios isentos de impostos. Como resultado, verificou-se no primeiro ano de tributação, um decréscimo de 43% no número de planos de aposentadoria privados, um declínio de 26% nas contribuições para esses planos e uma queda de 8,4% em seus ativos. *"Devido a estes resultados, a Nova Zelândia pode ser forçada agora a procurar novas fontes para recompor a perda de poupança interna. Uma abordagem, claro, seria tornar compulsórias as aposentadorias privadas, como se fez na Austrália"* opinava Woyke (Ibidem.).

Como pode-se observar, este é um assunto que preocupa empregados, empregadores, governos e todos aqueles envolvidos direta ou indiretamente com os sistemas privados de aposentadoria. A tributação integral de contribuições e rendimentos dos sistemas privados de previdência é uma solução drástica. Há outras soluções, como limitar os benefícios isentos de impostos que os empregados podem receber, ou negar dedução de uma parte das contribuições vertidas pelos empregadores para seus planos de aposentadoria, ou ainda penalizar a retirada antecipada pelo participante do dinheiro destinado aos benefícios da previdência privada. Porém, é preciso se ter em mente as ponderações de Woyke (Ibidem.) :

"o que deverá acontecer se uma maior tributação for imposta aos benefícios destinados aos empregados é que estes benefícios serão oferecidos em menor frequência, serão reduzidos, ou, em alguns casos, irão simplesmente desaparecer, especialmente para os empregados de mais baixa renda. O resultado pode bem ser mais iniquidade, não menos"

Para governos e legisladores que possam se ver tentados a aumentar a fonte de receita para novos projetos às custas dos benefícios oferecidos aos empregados, fica a mensagem final do estudo de Wooldbury e Huang, em Woyke (Ibidem.) :

"Se os formuladores das políticas desejarem tributar as contribuições para a aposentadoria privada, eles precisam em troca estar dispostos ou a aumentar o tamanho do sistema oficial de aposentadoria ou a ver a renda dos aposentados cair substancialmente. Nenhuma dessas alternativas parece desejável ou fácil de defender."

2.1.3 - INVESTIMENTOS ECONOMICAMENTE ORIENTADOS

Uma nova medida que deverá orientar a aplicação do grande volume de recursos das entidades de previdência privada no Brasil, será a pressão pelo que os americanos chamam de *"Economically Targeted Investments-ETT"*. Em português : **Investimentos Economicamente Orientados-IEO**. Os IEO são investimentos voltados não apenas para produzir sólidas taxas de retorno, mas também para gerar empregos, acelerar as economias locais ou criar moradias com preços acessíveis. Ou seja, propiciar benefícios sociais ou econômicos externos ao próprio investimento, conciliando, assim, componente financeiro com objetivos de cunho sócio-econômicos. Mais aprimorado do que os *"socially oriented investments"* (investimentos voltados para o social), da década de 70 e início dos anos 80, nos E.U.A., que requeriam concessões e subsídios por parte dos fundos de pensão, os IEO destinavam-se a preencher espaços não ocupados pelos mercados de capitais, mediante investimentos em, por exemplo, reconstrução de estradas, construção de casas populares e outras obras que viessem a beneficiar a coletividade.

Os US\$ 65 bilhões em ativos que as entidades de previdência privada administram no Brasil poderiam, sob esta ótica, ajudar a preencher as lacunas de capital existentes na nossa economia, visto que a falta de recursos públicos para melhoria da infra-estrutura é notória, inclusive, nos países desenvolvidos. Analisando-se o déficit no orçamento de 1994 do governo federal americano, que destinou somente 3,2% do PNB para obras de infra-estrutura naquele ano, comparados com os 6,4% de 30 anos anteriores, verificou-se um buraco da ordem de US\$ 300 bilhões. Chernoff e Philip (19) acreditam que o governo americano não terá muitas saídas para preencher este déficit : *"Na medida em que o Presidente Clinton entrar em uma nova era de sacrifício e experiências fiscais, a pressão sobre os fundos de pensão para fazer 'Investimentos Economicamente Orientados' deverá*

aumentar" opinam eles. Sendo o problema a carência de recursos, então parece razoável supor que toda concentração de ativos passará a ser vista como potencial solução.

A ameaça vista pelos defensores do sistema de previdência privada não se restringe a uma eventual pressão dos governos, que pode ser exercida inclusive através de regulamentação, para que os fundos venham a investir em alternativas socialmente desejáveis. O que os tem assustado é a postura adotada por alguns dirigentes públicos que parecem desconsiderar a necessidade de se obter o maior retorno possível nas aplicações dos ativos dos fundos, conforme exposto por Hofmann (62): *"os legisladores federais têm indicado que baixos retornos seriam aceitáveis se forem causados pela decisão dos administradores dos fundos, de investir em áreas desejáveis."*

As vozes que se levantam contra os IEO argumentam que se investimentos deste tipo fossem bons, produzindo taxas de retorno competitivas, os próprios mercados se encarregariam de criar novos veículos que direcionassem recursos para estas alternativas de aplicação. Além disso, suspeita-se da real intenção daqueles que estão apoiando este tipo de investimento. *"As pessoas que estão apostando nos IEO são as mesmas de antigamente"* alfinetava R. Machold, Diretor do New Jersey Division of Investment - Trenton - E.U.A., referindo-se, em Chernoff & Philip (19), aos defensores deste tipo de investimento, principalmente políticos e governos. O temor dos executivos de fundos de pensão, principalmente os patrocinados pelo setor público cujo patrimônio maior os torna mais vulneráveis, é que o capital dos fundos esteja sendo cogitado para substituir o apertado orçamento de estados e governos locais. Neste caso, considerações políticas poderiam se sobrepor aos interesses financeiros, infligindo perdas aos fundos, empresas, empregados e contribuintes. Em resumo, o receio dos que são contrários aos IEO é muito bem sintetizado por Roberts

(95) : *"Um investimento 'socialmente útil' com 'benefícios colaterais' definido pelas autoridades oficiais também é, obviamente, um investimento politicamente útil."*

Mas, afinal porque deveriam os fundos de pensão se aventurar em terrenos onde todos hesitam pisar ? O' Cleireacain (73), Secretária de Finanças da cidade de Nova York-E.U.A., responsável pelos US\$ 50 bilhões pertencentes aos principais fundos de pensão do município, defende seu ponto de vista dizendo que :

"Os programas de IEO na verdade colocam capital onde este estaria se os mercados fossem perfeitos [...] os IEO fornecem uma maneira de lucrar com as ineficiências do mercado ao mesmo tempo em que beneficia o público [...] é o melhor meio dos grandes investidores se darem bem fazendo o bem"

R. Watson, Presidente da Custodian Trust Co. - Princeton - New Jersey - E.U.A concorda com ela, em Chernoff & Philip (19) : *"eu acho que você pode ser muito rigoroso na interpretação da moderna teoria dos portfólios e, ainda assim, continuar acreditando que os mercados não sejam eficientes o bastante para desenvolver este tipo de investimento"*. Watson insinua que dificilmente o mercado financeiro estaria disposto a investir na construção de seis campos de golfe estaduais no Alabama, a um custo de US\$ 60 milhões, em um estádio federal para o time de baseball San Francisco Giants, ao preço de US\$ 200 milhões ou no financiamento para reconstrução de áreas afetadas por catástrofes naturais no sul da Florida, todos estes exemplos de IEO.

Desde que estas alternativas sejam encaradas como investimentos que levarão as instituições de previdência privada a cumprirem com seus compromissos fiduciários, nada pode haver contra elas. O perigo reside na sua eventual compulsoriedade como ocorre com a legislação aprovada nos estados americanos de Maryland, Maine, Illinois e Arkansas, este último na gestão do então Governador Bill Clinton, obrigando os fundos a investirem de 5% a 10% do dinheiro novo em

IEO. Este receio tem levado os gestores dos fundos a criarem veículos que viabilizem os IEO de forma a ocupar este espaço e afastar regras deste tipo. No Brasil os fundos começam a se voltar para classes de investimentos não-tradicionais como, por exemplo, a construção de hospitais, apesar de o governo não ter despertado ainda para esta questão. Se os IEO não surgirem de forma espontânea, os governos, através de algum imposto punitivo ou alguma outra medida, tornarão obrigatório este tipo de investimento. R. Feldman da firma de advocacia McDermott, Will and Emery, baseada em Washington, completa o raciocínio, em Silverstein (105), dizendo que : *" se os fundos de pensão não se voltarem para investir ativamente na infra-estrutura pública [...] o Tio Sam certamente aplicará pressão"*.

Por ora o governo americano está buscando uma maneira de atrair espontaneamente estes investidores institucionais e uma das formas em estudo é a criação de uma Companhia de Seguros, a ser mantida pelo governo, que garanta os títulos emitidos para financiar projetos de infra-estrutura. Os projetos seriam financiados pelo empreendedor, através da emissão de títulos oferecidos aos investidores institucionais e garantidos pelo segurador oficial de infra-estrutura. Os responsáveis pelo projeto estariam assegurando, assim, uma classificação alta de crédito para o empreendimento, mantendo baixos os custos de financiamento e afastando os riscos dos investidores. Outro tipo de "incentivo" em análise pelo congresso americano é condicionar a concessão de benefícios fiscais à investimentos em infra-estrutura. Donlan (33) critica duramente estas eventuais formas de garantia federal através de subsídios fiscais : *"Isto seria politicamente fácil e financeiramente perigoso, uma combinação freqüentemente escolhida pelo Congresso."*

Tornar obrigatório ou não investir nesta ou naquela classe de ativos, forçar a compra de títulos do governo como parte da política monetária ou tributar os fundos de pensão no contexto de uma política fiscal, independentemente da forma pela qual os fundos sejam chamados pela sociedade a dar sua contribuição, esta precisa estar

atrelada aos objetivos do sistema de previdência privada, assim sintetizado, com muita propriedade, em Chernoff & Philip (19), por M Druker, Tesoureira Assistente da Xerox Corp. - Stamford - Connecticut - E.U.A. : *"se algum dia perdermos de vista o fato de que estes dinheiros destinam-se a prover segurança na aposentadoria para as pessoas idosas [...] o jogo acabou"*.

2.2 - ESTATAIS : EVOLUÇÃO DO ANTIGO MODELO

Fruto de uma época em que a presença do estado fazia parte do modelo de desenvolvimento do País, as empresas estatais tiveram uma participação marcante no ambiente empresarial brasileiro da década de 70, tornando-se pioneiras, dentre outras práticas, na criação de fundos de pensão, visando a oferecer benefício de complementação de aposentadoria para seus empregados.

A despeito de haverem sido superados em quantidade pelos fundos de pensão do setor privado, os do setor público/estatais em operação continuam sendo os detentores dos maiores ativos dessa categoria.

O modelo de desenvolvimento do País foi substancialmente alterado e hoje o governo preocupa-se em reduzir a presença do Estado na economia. Diante da necessidade de cortar custos, onde puder, o setor público tem se esforçado em aliviar o peso que as estruturas erigidas pelas estatais representa para o erário. A redução de custos, que já vem sendo perseguida pelas empresas privadas há muito tempo, em razão da competitividade ser hoje uma questão de sobrevivência, afetará também os fundos de pensão públicos, explica Hemmerick (54) :

"o tipo de controle de custos que está sendo adotado pelas empresas eventualmente se estenderá aos quadros dos fundos de pensão públicos. Governos em dificuldades financeiras, agindo como empregadores, tentarão minimizar o custo das aposentadorias"

O modelo de benefício de complementação de aposentadoria oferecido pelas empresas estatais brasileiras precisa, assim, ser igualmente repensado.

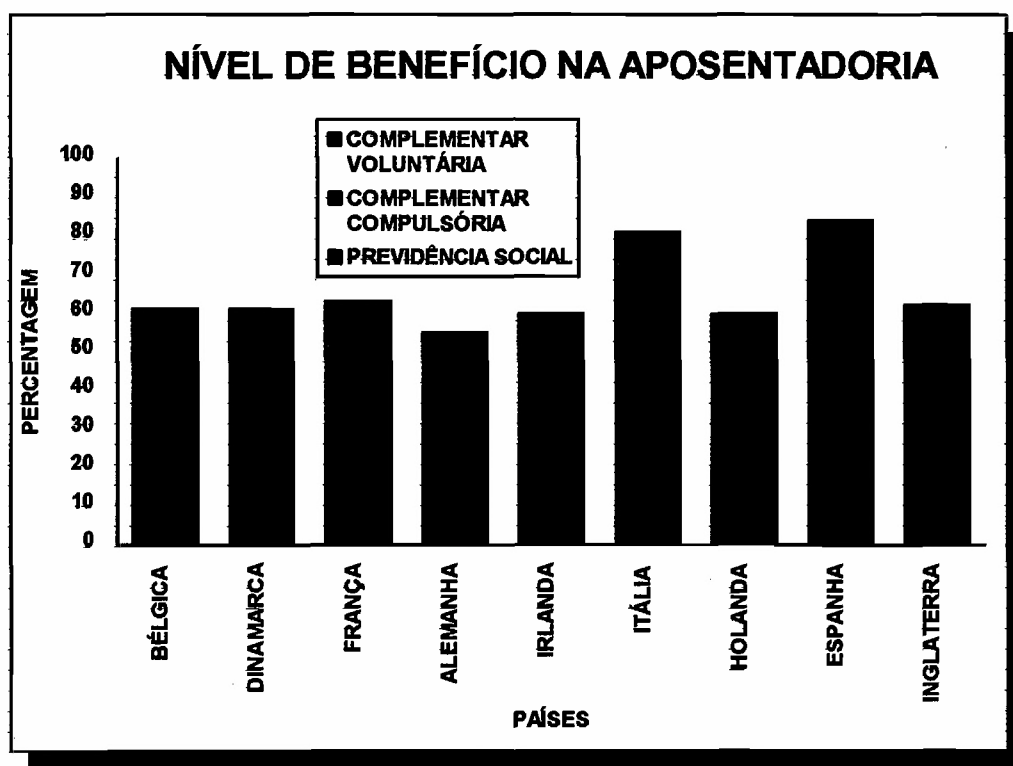
2.2.1 - NO CONTRAFLUXO DO MERCADO

O planejamento estratégico de benefícios, segundo V. Sweeney, Diretor de Benefícios da Schering-Plough Corp.-Madison, N.J., E.U.A., em Laborwit (64), procura alinhar o programa de benefícios de uma empresa com o foco do negócio e com as regras internas da organização. Barnett (9) atesta que : *"As companhias estão procurando cada vez mais pacotes de remuneração e benefícios que se encaixem de maneira mais precisa com as necessidades de seus negócios. De novo, custo é um fator"*. Ou seja, busca-se desenvolver uma estratégia de benefícios que dê suporte à estratégia de negócios da organização, permitindo que a empresa possa competir por uma fatia de mercado, contando com uma equipe competente. Sem, é claro, perder de vista o "preço" para se conseguir isto. Neste processo, as principais perguntas a serem respondidas, segundo Laborwit (64), são : *"a estratégia de benefícios é adequada à cultura da organização? Obedece à filosofia do negócio? É financeiramente viável? É atraente para sua força de trabalho e atende as expectativas individuais?"*.

Ao se analisar os planos de aposentadoria dos fundos de pensão patrocinados pelas empresas estatais brasileiras, percebe-se que os benefícios oferecidos não são encontrados em nenhuma empresa do setor privado. Os custos desses planos certamente impactariam a competitividade dos negócios das empresas privadas. A prova disto é que a maioria das empresas recentemente privatizadas, por exemplo, no setor petroquímico, busca alternativas ao plano de aposentadoria anteriormente mantido junto a uma Fundação de Previdência Privada Estatal. Pelo menos uma das perguntas de Laborwits não encontraria resposta que justificasse o oferecimento de benefícios tão generosos por parte das empresas estatais : seu custo.

Eligendo-se alguns fatores para comparação entre as práticas de mercado das empresas estatais, no que tange ao oferecimento do benefício de previdência privada, e aquela das empresas do setor privado, fica evidente a generosidade das primeiras. A Figura 3 fornece um panorama do nível de benefício na aposentadoria, como um percentual do salário bruto, em diversos países, resultante da conjugação dos benefícios oferecidos pela previdência oficial com aqueles oferecidos pela previdência privada. Foram consideradas pessoas casadas, ganhando um salário equivalente a 1,5 vezes o salário médio dos respectivos países, no ano de 1993. O resultado guardará as mesmas proporções para outras faixas salariais.

FIGURA 3



Fonte : (69, Jim McKay, Benefit Trends in Europe, p. 25-29)

Nota-se que o nível de benefício total médio, na maioria dos países, situa-se na faixa de 60% do último salário, incluindo-se o benefício oferecido pela previdência

oficial. Longe, portanto, dos 90% a 100% previstos na maioria dos planos de previdência instituídos pelas empresas estatais no Brasil.

É verdade que a comparação acima foi realizada entre a prática das estatais brasileiras e a prática de toda a indústria de previdência privada nos países que aparecem no gráfico da Figura 3, incluindo-se aí empresas públicas e privadas. Na melhor das hipóteses, porém, pode-se afirmar que o nível dos benefícios oferecidos pelos planos de previdência privada das estatais brasileiras, destoa da "média" de mercado daqueles países.

O oferecimento de benefícios mais generosos, não é um privilégio do setor estatal brasileiro, conforme o comentário de Prosser et al. (59) a respeito dos fundos de pensão no Reino Unido, a seguir : *"Os sistemas do setor público continuam a oferecer melhores benefícios do que muitos dos seus rivais privados [...]"*. Mesmo nos E.U.A., os *"planos de aposentadoria complementar do setor público costumam estar dentre os mais generosos"* (70). Não obstante, verifica-se que a tendência pelo oferecimento de benefícios menos generosos para os funcionários públicos já atinge o setor dos fundos de pensão patrocinados pelo setor governamental nos E.U.A. : *"os empregados que se juntaram ao serviço público estadual mais recentemente receberão relativamente menos benefícios do sistema"* comentava o Diretor Financeiro do Califórnia Public Employees' Retirement System, D. W. Bowman, em Hemmerick (54). Além disso, no âmbito do setor privado, verifica-se nos E.U.A que as corporações tornam-se crescentemente menos paternalistas, deslocando cada vez mais para seus empregados a responsabilidade de poupar para a aposentadoria. Tanto num caso, do setor público americano, como no outro, das empresas privadas baseadas nos E.U.A., o custo parece ser o fator crítico para a mudança dos benefícios oferecidos até aqui. As empresas estatais brasileiras, contudo, permanecem na contramão dos mercados parecendo não se importar muito com o fato de que a

manutenção destes benefícios é direta ou indiretamente suportada pelos contribuintes, a quem estes devem satisfação.

Há, ainda, uma faceta perversa, nem sempre percebida por quem está olhando de dentro, decorrente do oferecimento pelas empresas estatais, de benefícios de aposentadoria privada considerados elevados para os padrões de mercado. O raciocínio de W. A. Niskanen-Presidente da Cato Institute-Washington, em Hofmann (62), é que : *"os funcionários públicos acabam pagando mais por menos benefícios já que recebem salários menores em função de uma grande parte de seu pagamento precisar ser separada para custear os benefícios. "*

É preciso deixar claro que o fato de existirem, em certos momentos, superávites em alguns fundos de pensão estatais, não faz com que o custo do plano deva deixar de ser uma preocupação constante. Os fundos de pensão ligados às empresas estatais são os mais antigos em atuação no País e, ao longo dos anos, passaram por diversos períodos de resultados positivos em suas aplicações, acumulando em determinadas épocas superávites em suas reservas. Em tais momentos, muitos deles simplesmente jogaram o conservadorismo pela janela, melhorando benefícios ou dando aumentos reais para seus participantes assistidos. A Emkin, Diretor do Pension Consulting Alliance em Studio City - Califórnia - E.U.A. discorrendo sobre uma situação semelhante ocorrida nos Estados Unidos estabelece a seguinte comparação : *" o fato destes fundos estarem em boa forma não deveria empolgar ninguém [...] é como uma pessoa que está se recuperando de um ataque cardíaco dizer : ' Agora irei correr porque perdi 20 quilos e estou em boa forma ' "* (111).

2.2.2 - OCASO DO BENEFÍCIO-DEFINIDO

Planos de benefício-definido são aqueles nos quais as companhias prometem aos empregados um pagamento fixo específico, geralmente correspondente a um percentual do último salário, a título de benefício de aposentadoria. O benefício a ser recebido pelo empregado é conhecido, ou seja, o benefício é bem "definido". Segundo o método de avaliação utilizado para determinar os custos destes planos pela maioria dos atuários internacionais, a contribuição da companhia pode variar, entre outros motivos, em função do retorno dos investimentos do fundo. Se em determinado ano o retorno dos investimentos for alto, fazendo com que os ativos do fundo superem os compromissos assumidos pelo plano com os pagamentos futuros de aposentadoria, a contribuição da empresa cai. Por outro lado, se o patrimônio do fundo for por algum motivo, insuficiente, por exemplo, devido a baixos retornos dos investimentos, a contribuição aumenta. O custo de um plano de benefício-definido, coberto pelas contribuições de empresas e empregados, portanto, pode oscilar.

Todos os planos privados de aposentadoria instituídos no Brasil, antes da primeira metade da década de 80, seguiram o modelo de benefício-definido. Empresas estatais, como a Petrobrás, Telebrás, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Embratel, Correios e Telégrafos e tantas outras, por terem sido as pioneiras na criação de fundos de pensão no País, adotaram este tipo de plano.

Druker (34), numa previsão apocalíptica, afirma que em razão do risco, de oscilação de custos, para as empresas que os patrocinam : *"por volta do ano 2.000 já não existirão mais planos de aposentadoria do tipo benefício-definido no mundo"*.

Exageros à parte, constata-se na maioria dos países, inclusive no Brasil, que as empresas que desenvolvem planos de previdência privada tem optado de maneira,

consistentemente, crescente pelos planos de aposentadoria do tipo contribuição-definida. Estes são planos nos quais os empregados e/ou as companhias fazem contribuições fixas específicas para uma conta de aposentadoria em nome do empregado. Usando-se o mesmo exemplo acima, se os ativos do fundo tiverem uma evolução lenta devido aos baixos retorno dos investimentos, os empregados receberão benefícios menores do que os inicialmente previstos. O valor do benefício pode oscilar mas o custo, representado pelas contribuições feitas ao plano, entretanto, não se altera. Ou seja, as contribuições permanecem constantes, as contribuições são "definidas".

A tendência de criação de planos de contribuição-definida não significa necessariamente que os planos de benefício-definido serão repentinamente varridos da face da terra, como prevê Druker. Só nos E.U.A. existem mais de 100.000 empresas, representando cerca de US\$ 1,4 trilhões em ativos de fundos de pensão e abrangendo aproximadamente 40 milhões de trabalhadores, que adotaram este modelo, conforme dados fornecidos por Fierman (41). Enquanto isso, os ativos dos planos de contribuição-definida mais populares entre os americanos, conhecidos pela sigla 401(k), somam apenas US\$ 125 bilhões informa Karen Ferguson, diretora do Pension Rights Center, um grupo de advocacia sem fins lucrativos atuando em Washington D.C.. A virada do século aponta, assim, essencialmente, para a estabilidade em termos de crescimento dos planos de benefício-definido. Na opinião de J. B. Carroll, Presidente da GTE Investment Management Corp., empresa que administra o fundo de pensão da GTE Corp., de US\$ 13 bilhões, as coisas não deverão ir em outra direção : *"ao longo do tempo não haverá empresas novas e em crescimento adotando planos de benefício-definido portanto os planos de benefício-definido deverão permanecer estáveis. Mas há tanto em termos de patrimônio [...] que eles ainda estarão por perto durante um longo tempo"* em Williams (118).

O Canadá parece, inclusive, ser um contra-exemplo desta tendência. Embora tenha havido em 1992 maior procura por este tipo de plano pelos governos das províncias e pelas subsidiárias americanas atuando no país, constatou-se dentre as empresas privadas uma queda na instituição de planos de contribuição-definida que passaram de 43% em 1991 para 38% naquele ano, ao passo que os planos de benefício-definido sofreram um acréscimo na procura, passando de 87% para 92%, no mesmo período, de acordo com uma pesquisa realizada dentre os 400 maiores fundos de pensão no Canadá pela Greenwich Associates. Dos fundos pesquisados, 90% tinham planos de benefício-definido ao passo que menos de 3% adotavam outras abordagens, dentre elas a contribuição-definida. *"Os planos de contribuição-definida estão atraindo o interesse no Canadá, mas espera-se que qualquer mudança dos planos de benefício-definido seja feita vagarosamente"* escreve Philip (78), corroborando a opinião do Diretor Geral do escritório da William M. Mercer de Toronto, Canadá, que afirma : *"há definitivamente mais fumaça do que fogo envolvendo o interesse dos fundos de pensão canadenses pelos planos de contribuição-definida"* (Ibidem.). Mais radical P. Walsh, Vice-Presidente Sênior da SEI Financial Services Ltd. de Toronto, Canadá, diz : *"eu simplesmente não consigo pensar em qualquer dos fundos com os quais trabalho, considerando seriamente substituir seu plano de benefício-definido por um de contribuição-definida. Não é uma tendência"* (Ibidem).

Apesar do contra-exemplo canadense, a tendência apontando para a criação de planos de contribuição-definida parece ser irreversível e demonstra que o modelo escolhido pelas empresas estatais brasileiras não será o predominante no futuro. Um estudo realizado pelo Columbia University Center for Law and Economic Studies Institutional Investor Project intitulado *Institutional Investors and Capital Markets : 1991 Update* constatou, em Williams (121), que no período de set./89 a set./90 houve um declínio de 3% no número de planos de benefício-definido contra um crescimento de 2,8% nos de contribuição-definida se considerados os 200 maiores

fundos de pensão dos E.U.A.. A pista que leva a razão pela qual parece estar havendo uma preferência pelos planos de contribuição-definida vem de uma declaração de D. W. Bowman, Diretor Financeiro do Califórnia Public Employees' Retirement System em 1993, um fundo de pensão ligado ao setor público do estado da Califórnia, em Hemmerick (54) : *"Os planos de contribuição-definida são mais baratos para o governo, um governo tentando fazer qualquer coisa para diminuir os custos [...] A ênfase dos governos, disse ele, será no controle de custos em razão do dramático crescimento do número de pessoas que estão aposentadas"*.

O Sr. Bowman tem razão. Os planos de contribuição-definida parecem estar atraindo as patrocinadoras, tanto públicas quanto privadas, como tábua de salvação para a redução das despesas com seus planos de aposentadoria complementar. J. Kozusko-Administrador do Programa de Poupança de US\$ 2,2 bilhões do Estado da Califórnia, o maior plano de contribuição-definida para funcionários públicos nos E.U.A., sustenta, em Blount (13), que : *"os problemas de custeio com os planos de benefício-definido estão encorajando os órgãos públicos e seus membros a analisarem planos de contribuição-definida"*.

Se os planos de contribuição-definida estão sendo vistos como a melhor solução para que os órgãos públicos americanos mantenham sob controle o custo da cobertura privada de aposentadoria de seus cerca de 15 milhões de funcionários públicos, que trabalham em mais de 80.000 entidades governamentais estaduais e locais, é provável que o modelo de benefício-definido presente na quase totalidade dos fundos de pensão ligados a empresas públicas/estatais brasileiras não seja o de menor custo para estas patrocinadoras, que no Brasil precisam, tanto quanto ou mais enfaticamente do que os E.U.A., controlar o custo de seus planos

2.2.3 - FUSÃO DE FUNDOS ESTATAIS : CASO A PENSAR

Ao se perseguir a diminuição de custos dos fundos de pensão patrocinados pelas empresas públicas/estatais brasileiras, o foco voltou-se para os modelos de planos de aposentadoria adotados. Conforme analisado, a adoção de planos do tipo contribuição-definida em substituição ao plano de benefício-definido retiraria das patrocinadoras o risco de oscilação dos custos.

Não obstante, a redução da despesa com a administração desses fundos é também uma forma bastante interessante de se buscar tal diminuição. Porque, então, não se considerar a possibilidade de cortar o custo de administração dos fundos de pensão ligados às empresas estatais ? Todos estes fundos são administrados internamente, demandando grandes e complexas estruturas, tanto materiais como de pessoal, para tal. Considerando-se que eles servem ao mesmo constituinte, o governo em última análise, verifica-se que há duplicidade de estruturas administrativas. Uma possível solução seria unificar as estruturas de administração de um ou mais fundos patrocinados por empresas estatais, o que traria economia de escala para o governo.

A fusão de fundos de pensão não é novidade. Um dos casos conhecidos ocorreu nos E.U.A. Trata-se da união, ocorrida em nível estadual, do State Teachers & Employees Retirement System, de US\$ 7,5 bilhões, e do Massachusetts Pension Reserve Investment Management Board-PRIM, de US\$ 4,8 bilhões. O objetivo da fusão : economizar dinheiro. Cientes de que uma lei desta natureza demanda certo tempo para ser discutida e aprovada, um primeiro passo para reduzir os custos de administração daqueles dois fundos, por sinal os maiores de Massachusetts, foi a junção dos portfólios, que passaram a ser investidos pelo mesmo gestor *"colocar o dinheiro sob o mesmo teto é a maneira mais eficiente [de economizar]"* opina G. White, Diretor executivo do PRIM, em Williams (120). White considera apenas as

potenciais vantagens econômicas de uma fusão de fundos de pensão, não abordando o aumento do fator risco, fundamental em uma análise desta natureza.

Caso esta prática fosse levada adiante pelo governo brasileiro, a administração de fundos de pensão como FUNCEF, ligado à Caixa Econômica Federal, CENTRUS, patrocinado pelo Banco Central do Brasil e PREVI, instituída pelo Banco do Brasil, por exemplo, poderia ser unificada. A fusão de fundos de pensão patrocinados por empresas do setor público seria certamente otimizada se feita com empresas afins, ou seja, que atuem no mesmo setor de atividades como no exemplo acima.

2.3 - A ONDA DOS FUNDOS MÚLTIPLOS

Entidades Fechadas de Previdência Privada - EFPP são instituições constituídas por uma empresa ou grupo econômico com o objetivo de fornecer benefícios de complementação de aposentadoria para seus empregados. A denominação "fechadas" decorre da necessidade de haver o vínculo empregatício entre os participantes dos planos e as empresas que patrocinam os fundos de pensão, através dos quais estes planos são administrados.

Há, atualmente, três tipos de EFPP.: (i) Entidades Fechadas Próprias - patrocinadas por uma única empresa, comportando normalmente apenas um plano de aposentadoria. São exemplos as criadas pela Fundação Getúlio Vargas, pela Empresa de Correios e Telégrafos e pela TRW do Brasil, entre outras; (ii) Entidades Fechadas ditas Multipatrocinadas - constituídas por várias empresas, comumente ligadas ao mesmo grupo econômico, podendo abrigar um ou mais planos de aposentadoria. As instituidoras de um fundo Multipatrocinado não são movidas por fins comerciais e seu único objetivo é tornar viável a complementação de aposentadoria para seus empregados. São exemplos as criadas pelas empresas coligadas à Xerox do Brasil, pelas empresas integrantes do sistema Telebrás e pelas empresas ligadas à Petrobrás, entre outras; e (iii) Fundos Múltiplos - constituídos por instituições financeiras, essencialmente bancos comerciais, cujo principal objetivo é a captação de recursos financeiros para administração. Funcionam como condomínios, aos quais se juntam diversas empresas ou grupos de empresas, sem nenhuma ligação econômica entre si, cada qual patrocinando seu próprio plano de aposentadoria. As instituições financeiras que criam os Fundos Múltiplos são, naturalmente, movidas por fins comerciais, pois enxergam nos planos de aposentadoria um negócio capaz de lhes gerar receitas a partir da prestação de serviços administrativos e da gestão de ativos desses planos. O primeiro fundo múltiplo a entrar em operação no País foi instituído

em 1979/1980 pelo Montrealbank, um banco de origem canadense. Os demais foram criados a partir do início da década de 90, como o do Citibank, o do Credibanco e muitos outros.

Os Fundos Múltiplos ganharam maior impulso a partir de meados da década de 90, devido basicamente a dois fatores : a estabilização da economia, que tem forçado os bancos a buscar a recomposição das receitas perdidas com a queda da inflação, e ao movimento de terceirização que atingiu as empresas, hoje preocupadas com seu "core business", isto é, suas atividades básicas.

2.3.1 - NA ESTEIRA DA TERCEIRIZAÇÃO

A falta de profissionais especializados, a especificidade do assunto, a escassez de "softwares" voltados para a área de previdência e a complexidade da legislação que regulamenta os fundos de pensão fazem com que sua administração seja um pesadelo burocrático para as companhias que têm seus planos de aposentadoria aprovados. Aliando-se a isto a necessidade de respostas rápidas para participantes cada vez mais exigentes, as pressões orçamentárias para redução de custos das companhias e a necessidade de se usar tecnologias cada vez mais sofisticadas e, por isso caras, fácil será identificar onde a terceirização da administração dos planos privados de aposentadoria poderá adicionar algum valor.

A busca de uma fonte externa para administração dos planos de aposentadoria, com as vantagens de redução de custos, de aumento da eficiência e da liberação da força de trabalho das companhias, já sobrecarregadas, para que estas se concentrem em suas atividades básicas, tem ganhado terreno a cada ano. *"Ligeiramente acima de 61% dos respondentes do Pension Forum deste mês paga a uma fonte externa para desempenhar pelo menos uma função do plano de aposentadoria ou de benefícios [não incluída a administração de ativos]"* (40) publicava a revista Institutional Investor a menos de dois anos atrás. O Estudo indica que mais da metade dos fundos de pensão participantes da pesquisa terceiriza algum tipo de serviço. Ainda de acordo com a pesquisa denominada Pension Forum, da Institutional Investor, dos respondentes que não terceirizavam nenhum tipo de função, 39% responderam pensar em vir a fazê-lo num futuro próximo. Trata-se, sem dúvida, de uma indicação do caminho que a administração dos serviços dos fundos de pensão deverá trilhar não só na Inglaterra, mas em todo o mundo.

As sucessivas ondas de terceirização que varreram o ambiente organizacional nos últimos anos, forçaram os próprios fundos de pensão, que são organizações voltadas para a administração de planos de aposentadoria privados, a estudar o assunto. Concluiu-se que até mesmo os grandes fundos de pensão podem obter vantagens se terceirizarem parte dos serviços administrativos, como defendem Prosser et al. (59) :

"O crescimento da administração externa [terceirizada] reflete o aumento da carga de trabalho do pessoal dos fundos de pensão [...] A carga de trabalho dos grandes sistemas privados de aposentadoria aumentará independentemente da forma que a legislação do governo sobre a previdência privada vier a ter. Quanto maior o sistema mais prático será terceirizar a administração."

Ao buscarem fontes externas para realizar pagamento dos benefícios (66%), processar devolução de contribuições e empréstimos a participantes de planos de contribuição-definida (47,3%), responder dúvidas dos participantes (30,7%) ou levar a efeito cálculos dos benefícios (28,7%), tanto os fundos de pensão como suas patrocinadoras têm um claro objetivo (percentuais apurados entre os respondentes à pesquisa realizada pela Institutional Investor de setembro/1994, apontada acima), qual seja : *"as grandes companhias estão terceirizando para economizar dinheiro e assegurar que o tempo de seus gerentes seniores esteja focado na atividade principal. As pequenas companhias estão considerando-a como uma medida defensiva porque a legislação tem se tornado muito complexa para se administrar"* confirma A. Course, Gerente de Operações da Watsons, em Atherton (8).

Foi a partir da necessidade de diminuir custos com pessoal, restringir espaços com escritórios, implementar sistemas de informática e reduzir o tempo requerido para gerir planos de aposentadoria, entre outros, que alguns bancos conceberam a atual estrutura dos fundos múltiplos, capacitando-os a assumir, de forma totalmente

terceirizada, pagamento de benefícios, registro contábil, gestão de recursos financeiros e demais encargos inerentes a essa atividade.

A terceirização da administração de planos e aposentadoria pode ocorrer tanto por adesão a um fundo múltiplo existente como mediante contratação específica de empresa especializada. A prática têm demonstrado que, em ambos os casos, as empresas passaram a ter maior flexibilidade na escolha do melhor administrador de seus planos e, em caso de eventual insatisfação com os serviços prestados, a mudança do gestor terceirizado já passou a ser aceita com naturalidade.

2.3.2 - DESCONHECIMENTO DO PRÓPRIO NICHOS DE MERCADO

O nicho de mercado no qual os fundos múltiplos tendem a obter maior sucesso é aquele representado por empresas de pequeno a médio porte, ou seja, companhias cujo efetivo oscila entre 100 e 200 empregados, até aquelas cujo número de funcionários chega a atingir de 1.000 a 1.500. O perfil dos potenciais clientes dos fundos múltiplos fica evidente quando se analisam as dificuldades enfrentadas por pequenas e médias empresas que se aventuram a criar Entidades Fechadas Próprias. Guthrie et al. (59) afirmam, que : *"A vida é dura para os sistemas [fundos de pensão] menores. Tudo se resume em economia de escala."*. Guthrie explica que os fundos de pensão menores sofrem triplamente : Primeiro, por contarem com orçamentos muito restritos, ficam impedidos do acesso às tecnologias necessárias para otimizar a administração e sem condições para se manterem atualizados em relação à complexa legislação que regula o setor. Segundo, porque os prestadores de serviços, como gestores de investimentos e consultores em geral, tendem a cobrar proporcionalmente mais pelos seus serviços, considerando-se o custo por participante. E, terceiro, porque sendo muito reduzido o fluxo de contribuições para o plano, o modesto patrimônio acumulado não permite que os gestores dos ativos tenham acesso às melhores taxas de retorno, normalmente oferecidas para grandes aplicações. Consequentemente, empresas médias e pequenas têm no fundo múltiplo uma forma bastante interessante para reduzir o custo de administração de seus planos de aposentadoria, em função da escala propiciada pela união de diversas empresas em torno de uma estrutura comum, aliada à vantagem financeira de terem seus recursos aplicados em conjunto com outras empresas, o que lhes proporciona salutar retorno dos investimentos.

Em relação aos custos de administração pouco se pode dizer, já que não se dispões de dados fidedignos. Os vários fundos múltiplos, temendo a competição, não

divulgam esses números. É de conhecimento do mercado, no entanto, que as taxas de administração tem caído em decorrência do acirramento desta mesma competição. Os fundos múltiplos costumam cobrar de seus clientes duas taxas diferentes. Uma referente ao investimento dos recursos, normalmente um percentual incidente sobre o patrimônio aplicado, e outra relativa a prestação dos serviços administrativos, como o pagamento dos benefícios, sendo esta última taxa, na maioria das vezes, um percentual do volume mensal de contribuições vertidas ao plano de aposentadoria.

Ao se analisar o perfil das empresas que possuem planos de aposentadoria na Inglaterra, supondo-se que tal perfil não mude significativamente da Inglaterra para o Brasil, verifica-se o espaço potencial que os fundos múltiplos, na qualidade de veículo ideal para administrar terceirizadamente planos de aposentadoria de empresas menores, possuem para crescer no Brasil : *"Estima-se que quase um quarto dos participantes ativos dos sistemas [fundos de pensão] mantidos pelos empregadores no Reino Unido pertença a sistemas com 1.000 ou menos participantes ativos."* (Ibidem.).

Apesar do perfil dos potenciais clientes dos fundos múltiplos estar bem caracterizado, não é incomum serem encontradas no mercado corporações que contem com 5000, 10000 e até com 16000 empregados, patrocinando planos de aposentadoria junto a fundos múltiplos. Por si só tais corporações possuem porte suficiente para constituir seus próprios fundos de pensão e ainda que não terceirizassem totalmente a administração deles, mesmo assim, teriam custos menores. A razão para esta distorção parece estar, novamente, no fator escala. Só que desta vez contando contra as empresas e a favor dos fundos múltiplos. Assim como o fator de escala beneficia as empresas que aderem a um desses fundos, a escala também é de fundamental importância para viabilizar a operacionalização de um fundo múltiplo. Quanto mais empresas se juntarem a um fundo múltiplo maior será seu desempenho administrativo. A maioria das empresas tem optado por aderir a

grandes fundos múltiplos existentes no mercado, como o Multiprev, ligado ao Citibank ou o Brasilprev, ligado ao Banco do Brasil. A sobrevivência dos fundos múltiplos menores, portanto, estará ameaçada se este padrão persistir, podendo levá-los a não atingir a economia de escala necessária para operar lucrativamente. Talvez resulte daí a busca de alguns fundos múltiplos (pequenos ou grandes), por empresa de grande porte que isoladamente possa melhorar ou tornar viável o desempenho deles. As vantagens, porém, não pertencem à empresa.

A impressão que se tem é de que o sistema de fundos múltiplos se desenvolveu sem estar embasado em um plano de negócios. A maioria deles desconhece seu nicho de mercado. Além disso, muitas das instituições financeiras que se encontram por trás dos fundos múltiplos não têm noção exata do tempo de amadurecimento do assunto previdência dentro das empresas e aparentemente carecem da "paciência" necessária para atingir o ponto de equilíbrio deste negócio. A visão de curto prazo, característica do sistema financeiro, conflita com a de longo prazo associada à atividade de previdência privada.

Por outro lado, enquanto os fundos múltiplos representam uma possibilidade de administração barata para planos de aposentadoria de empresas menores, grandes fundos de pensão, outrora patrocinados por empresas de um mesmo grupo econômico, partilhando de forma solidária um mesmo e único plano de aposentadoria, começam a se transformar de fundos multipatrocinados, em fundos múltiplos para, num verdadeiro efeito reverso, diminuir seus custos de administração. Por uma questão de semântica, é preciso distinguir fundos múltiplos de fundos multipatrocinados. Os primeiros, conforme anteriormente definidos, são constituídos por instituições financeiras, principalmente bancos de investimentos, com o propósito de captar recursos, tendo na administração de planos de aposentadoria o veículo comercial para este fim. Dos fundos múltiplos participam diversas empresas sem o necessário vínculo econômico entre si, cada uma com seu

próprio plano de aposentadoria, independentes uns dos outros. Por aglutinarem múltiplos planos de aposentadoria diferentes foi-lhes dada a denominação de fundos múltiplos. Os segundos foram inicialmente constituídos por empresas de um mesmo grupo econômico que partilhavam de forma solidária um único plano de aposentadoria. O fato destes serem patrocinados por diversas empresas deu-lhes o nome de multipatrocinados. Recentemente os fundos multipatrocinados, na busca da diminuição dos seus custos administrativos, abriram a participação a empresas sem vínculo econômico com as instituidoras. Este foi, por exemplo, o caso do fundo de Pensão das Companhias ligadas à Vale do Rio Doce, conhecido por Valia, que tendo se tornado um fundo multipatrocinado admitiu empresas como a Celulose Nipo-Brasileira-Cenibra e a Cenibra Florestal, empresas que não tem nenhuma participação acionária da Vale do Rio Doce. É preciso deixar claro que o objetivo de um fundo multipatrocinado como a Valia, é o de diminuir seus custos internos. Não faria sentido empresas que têm como atividade-fim a área de mineração patrocinarem uma Entidade voltada para a administração de planos de aposentadoria com fins comerciais.

2.4 - EFEITOS DA ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA

A recente estabilização econômica parece ter arrefecido o direcionamento do capital para o mercado financeiro. A diminuição da receita financeira tem afetado drasticamente aquelas empresas que, ao longo de vários anos, viveram em função das aplicações naquele mercado e deixaram de lado os investimentos em suas atividades-fim.

No setor industrial a estabilização da economia significa que as empresas só sobreviverão se voltarem para os trilhos de seus negócios, nos quais se evolui a partir de receita operacional e não de receita financeira. Aquelas que dependem de maciços investimentos na produção só conseguirão passar pela turbulência se tiverem capacidade para absorver a perda de receita, não só financeira mas também em função da redução de margens, consequência da competição, enquanto recuperam o "gap" tecnológico e organizacional.

No setor de previdência privada também haverá um forte impacto em decorrência da estabilização da economia, traduzido por forte diminuição dos outrora fantásticos ganhos em aplicações financeiras das contribuições efetuadas pelos planos de aposentadoria. Isto significa, dependendo do tipo de entidade de previdência privada que se analisa, custos maiores para as empresas patrocinadoras desses planos, benefícios menores para os participantes ou redução do lucro das empresas que os comercializam.

Os holofotes deverão se voltar, portanto, para os investimentos das entidades de previdência.

2.4.1 - PERDA DE RECEITA DAS ENTIDADES ABERTAS

Entidades Abertas de Previdência Privada são instituições criadas basicamente por Seguradoras ou Bancos de varejo, para comercializar planos de complementação de aposentadoria voltados para pessoas físicas. Diferenciam-se das Entidades Fechadas de Previdência, tanto das Próprias como dos fundos múltiplos e dos multipatrocinados, por serem direcionadas para o público em geral. Daí sua denominação de "Abertas". Enquanto as Entidades Fechadas dependem do vínculo empregatício entre o participante e a empresa que patrocina o plano de aposentadoria, fato que originou o nome de "Fechadas", as Entidades ditas Abertas oferecem planos de complementação de aposentadoria para pessoas físicas, independentemente da existência ou não de vínculo empregatício entre estas e qualquer empresa. Assim, tanto profissionais liberais como médicos e advogados que mantenham seu próprio escritório, sendo por isso seus próprios 'patrões', quanto empregados de empresas que não ofereçam um plano de previdência privada como benefício, ou até empregados que, apesar de estarem cobertos por plano da empresa, pretendam auferir benefícios maiores na aposentadoria, podem recorrer às Entidades Abertas para adquirir um plano particular de complementação de aposentadoria.

Acostumadas com as altas taxas de retorno dos investimentos ocorridas no passado, as Entidades Abertas de Previdência Privada nunca tiveram problema em garantir a remuneração mínima das contribuições vertidas para seus planos de previdência, fixada, por lei, em correção da inflação mais 6% ao ano, tendo a TR sido o índice definido pelo governo para aferir a inflação. Esta garantia mínima equívale a taxa livre de risco na economia. Obtê-la, ou superá-la, nos investimentos feitos por administradores de ativos profissionais, em qualquer que seja o país, não constitui problema. Porém, nas economias estabilizadas, encontradas principalmente nos países já desenvolvidos, os retornos costumam situar-se mais próximos à taxa

livre de risco, variando em intervalos mais estreitos do que nas economias conturbadas como as dos países em desenvolvimento. Isto torna muito mais sensíveis as oscilações acima da taxa livre de risco. Em outras palavras, os retornos acima desta taxa, além de menores nas economias estabilizadas, são mais difíceis de se obter. No Brasil, que se encontra em direção a um ambiente de franca estabilização da economia, esta é uma realidade que começa a ser descoberta, a duras penas, pelas Entidades Abertas. Em setembro de 1995, Unibanco e Bamerindus, os sócios da segunda maior empresa comercializadora de planos de previdência privada aberta no país, a Prever S.A. Seguros e Previdência, foram chamados a socorrê-la com um aporte de capital da ordem de US\$ 12,7 milhões. O Diretor Financeiro da Prever, C. Portázio, afirmou na época, em Alves (2) : *"as nossas receitas financeiras não foram suficientes para cobrir as despesas de garantia contratual de remuneração mínima."* Esta perda, estritamente financeira, foi fruto de uma rentabilidade obtida pela empresa, no primeiro semestre de 1995, de 7,40% contra uma variação da garantia contratual equivalente a uma taxa de 20,5%. Este descasamento foi o responsável pelo rombo e acabou por levar a companhia a redirecionar suas aplicações financeiras para títulos de renda fixa públicos e privados, pois as perdas com os investimentos em ações foram o maior componente do impacto negativo sobre os resultados. Embora o caso citado aqui tenha sido o da Prever, muito provavelmente todas as entidades abertas tenham passado por situações semelhantes, em maior ou em menor grau, no ano de 1995.

A perda de receita financeira verificada no ano de 1995 chama a atenção para o tipo de retorno que se pode esperar dos investimentos em uma economia estabilizada. Se por um lado pode-se contar com uma diminuição da receita financeira, por outro, é preciso estar atento para o impacto sobre os custos dos planos representado pela diminuição da taxa de retorno dos investimentos destas entidades. Sweeney (110), citando dados do Department of Labor dos E.U.A., fornece uma boa idéia da sensibilidade da taxa de retorno sobre os cálculos de custos dos planos de

aposentadoria : *"a queda de cada ponto percentual na taxa de desconto pode aumentar os passivos de um fundo de pensão em 10%"* informa ele. Um exemplo numérico citado por Sweeney é impressionante. Trata-se da diminuição da hipótese de juros usada nos cálculos do custo do plano de aposentadoria do fundo de pensão da Westinghouse, cujo patrimônio de US\$ 4,2 bilhões diminui duas vezes em 1993, em decorrência da passagem desta hipótese, anteriormente de dois dígitos, para 9% e depois para 7,25%. Isto causou um aumento das obrigações com os benefícios acumulados, não cobertos, de cerca de US\$ 800 milhões. A melhor definição para esta questão foi dada por N. Ramachandran, Diretor de Pesquisas da Rogers Casey, uma firma de consultoria americana, que disse : *"o que era simplesmente uma mudança contábil pode se tornar maior do que a vida"* (Ibidem.). A diminuição nas hipóteses de juros usadas pelos atuários tem, portanto, como impacto direto sobre o fundo, o aumento de suas obrigações. Este efeito é o mesmo verificado quando o retorno real dos investimentos fica aquém do esperado, conforme observado no estudo do caso da Prever acima.

A recente exigência do Financial Accounting Standards Board, órgão que estabelece as normas para contabilização dos resultados das empresas possuidoras de ações negociadas nas bolsas americanas, para que as empresas diminuam as hipóteses de taxa de desconto utilizadas no cálculo do retorno potencial dos investimentos que seus fundos de pensão esperam obter, foi uma resposta clara à diminuição das taxas de juros dos títulos de longo prazo, que caíram dos mais de 10% a.a. em 1992 para cerca de 7% em 1994, nos E.U.A.. *"Qualquer programa de previdência privada estimando retornos superiores a 9%, a despeito da performance recente, precisa ser revisto"* opina Ratajczak (94). O comportamento do retorno dos investimentos nos E.U.A. e sua consequência para os compromissos dos fundos de pensão, aponta para o caminho que as entidades de previdência deverão trilhar no Brasil.

A estabilização da economia brasileira trará consigo dias de taxas de retorno com apenas um único dígito. Isto fará com que as Entidades Abertas tenham, por um lado uma queda de receita financeira e por outro um crescimento em seus compromissos. Além disso pode-se prever, ainda, uma diminuição da própria receita administrativa uma vez que a competição entre estas entidades deverá forçar para baixo as taxas de administração cobradas por elas aos seus clientes. Apesar disto, muitos apostam no crescimento deste sistema de previdência, como Canzian (16), que afirma : *"bancos e seguradoras do país começam a competir no que esperam ser o mercado mais feliz de 96, o de fundos previdenciários abertos."* Só no segundo semestre de 1995 trinta e duas empresas entraram com pedido de autorização para funcionamento junto a SUSEP-Superintendência de Seguros privados. Bancos como o Boston, Itaú e Noroeste e empresas como a Porto Seguro e a Golden Cross apostam suas fichas no crescimento do mercado de previdência para pessoas físicas.

2.4.2 - VOLTANDO-SE PARA A PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS

Os gestores de ativos que atuam no Brasil têm se beneficiado, ao longo dos últimos anos, dos movimentos irregulares e em algumas vezes até histéricos do mercado financeiro, fruto da instabilidade política e econômica vivida pelo País durante mais de uma década. A acomodação dos mercados financeiros neste período beneficiou as patrocinadoras de planos de aposentadoria com ativos mal administrados. D. Trone, advogado da Callan Associates, vaticina : *"no passado, retornos dos investimentos acima do normal foram suficientes para mascarar a má administração. Mas quando você começa a obter retornos de apenas um dígito nos portfólios, é o que se espera no futuro, cada pequeno erro de decisão que você cometer se sobressairá em função da baixa performance."*, em Todd (112).

As altas taxas de retorno, consequência da turbulência experimentada pelo mercado brasileiro, também se verificaram, por outros motivos, nos mercados internacionais nos últimos 5, 10, 15 e até 20 anos. Nos E.U.A. uma carteira investida 50% em renda-fixa e 50% em renda-variável teria fornecido em média 12% de retorno considerando um fundo de pensão nos seus primeiros anos de operação, isto é, de 40 anos para cá. No entanto, com este "mix" de investimentos, sugere Trone : *"os Diretores realisticamente podem esperar menos de 8% por ano durante os próximos cinco anos."* (Ibidem.).

Os sinais de uma provável volta dos retornos a casa de um dígito, tanto nos mercados internacionais como no Brasil, têm colocado os fundos de pensão diante da seguinte questão : como deverão os gestores, que têm obtido retornos de dois dígitos ao longo dos últimos anos, se desempenhar num ambiente de um dígito ?

Uma primeira resposta é que deverá se verificar um alongamento no horizonte de investimentos que, até aqui, tem tendido a ser muito mais curto do que o horizonte dos compromissos. A visão de curto prazo nos investimentos tem sido uma consequência do horizonte no qual é medida a performance dos gestores de ativos e da própria patrocinadora dos fundos. B. Wruble-Presidente e Diretor de Operações da Delaware Management Corp. explica que : *"se os fundos estivessem sendo investidos hoje, verdadeiramente, com a idéia de que o horizonte real de investimentos é 2020, eles estariam 100% em ações."* em Bensman (11). No passado, investimentos com horizontes pequenos produziam, sem grandes dificuldades, retornos excepcionais. No ambiente que se descortina, somente um alongamento neste horizonte produzirá ganhos maiores. Isto não significa que retornos excepcionais não continuem sendo possíveis tanto no Brasil quanto nos mercados internacionais, em prazos mais curtos. A questão é que para obtê-los, a exposição aos riscos deverão ser diretamente proporcionais, afirma Todd (112), ao comentar o que pensa D. Trone :

"Onde poderia um plano obter retornos de dois dígitos? O Sr. Trone diz que uma alocação de 100% em ações [...] produziria tais retornos. Então a boa notícia, aponta ele, é que retornos de dois dígitos ainda são possíveis de se obter. A notícia ruim é que o plano precisa estar disposto a perder perto de 14% no período de um ano em um mercado ruim. Como reagiram a isto os Diretores do fundo e a força de trabalho? "

Ademais, na medida em que os gestores passarem a perseguir a performance num ambiente de economia estabilizada, o fluxo de ativos para o mercado de capitais deverá aumentar. Isto ocorrerá principalmente nos países onde os fundos de pensão costumam investir em papéis de renda fixa, os quais por serem uma classe de ativos que requer análises menos detalhadas, normalmente, são administrados internamente. Este é o caso, por exemplo, dos países da Europa onde 80% dos ativos dos fundos de pensão são administrados 'dentro de casa' . Aliado a isto, o crescimento dos ativos

dos fundos de pensão, como um todo, também deverá direcionar mais recursos para o mercado de capitais. Além disso, comenta Moore (71), Editor responsável pelo mercado de ações na revista Euromoney : *"com a expansão desses ativos haverá um aumento na competitividade dos administradores de fundos e mais carteiras de fundos de pensão deverão ser administradas por profissionais externos"*.

A reboque da expansão no mercado de administradores externos de recursos dos fundos de pensão, prevista por Moore, surge outra questão, não menos importante: a avaliação da performance desses gestores de investimentos. O mercado brasileiro ainda se ressentir dos poucos mecanismos existentes para a aferição imparcial dos resultados dos administradores de recursos. No Japão o relatório final de um grupo de estudo ministerial para análise da desregulamentação dos investimentos dos fundos de pensão alerta para a necessidade de medir melhor a performance dos investimentos pois, como informa Sender (102): *"ninguém tem uma idéia clara sobre o quão bem vão os atuais administradores porque no Japão não existem meios eficientes, formalizados, de avaliação da performance"*. O assunto vem sendo analisado com maior cuidado há pouco tempo, mesmo em países como a Suíça, sexto maior mercado de fundos de pensão do mundo, com ativos da ordem de US\$ 210 bilhões, como mostra Chernoff (26): *"tradicionalmente, as firmas Suíças tem prestado pouco atenção ao resultado de seus bancos administradores; a medida da performance é um novo conceito no mercado Suíço"*. Na Dinamarca, país escandinavo que tem o mais avançado sistema de fundos de pensão, a análise da performance encontra-se em sua infância e só agora está entrando em pauta de discussões. As regras que regulamentam os fundos dinamarqueses foram modernizadas e a partir de 1995 tornou-se obrigatória a medida de performance, informa Chernoff (23).

A avaliação dos gestores de ativos começa a se tornar mais do que uma questão de acompanhamento de desempenho, passando a ser uma questão de

controle do próprio fundo. L. Carline, Executivo de Vendas e Marketing da HS Administrative Services, adianta : *"os auditores estão forçando a barra para que haja algum tipo de monitoramento das informações sobre a gestão dos investimentos"* em Prosser (88). No que tange ao Brasil, verifica-se que a maior parte dos fundos de pensão ainda tem procedimentos muito simplificados para monitorar e avaliar seus gestores de ativos contratados externamente. No mercado brasileiro praticamente não são oferecidos serviços de assessoria na área de investimentos. O leque de serviços utilizados pelos fundos de pensão americanos nesta área deixa antever o espaço existente para crescimento deste tipo de assessoria no País. Questionados por uma pesquisa, realizada em dezembro de 1994 pela revista Institutional Investor, sobre que tipo de serviços de consultoria utilizavam, 83% dos fundos afirmaram buscar ajuda para medir a performance dos investimentos, 80% solicitavam estudos sobre alocação de ativos, 76% procuravam ajuda para selecionar novos administradores de recursos, 64% para estabelecer objetivos de investimentos e 50% para analisar as informações do atual administrador de ativos, entre outros. Vale ressaltar, a partir dos resultados desta mesma pesquisa, a preocupação dos fundos americanos ao buscar este tipo de assessoria :

"aproximadamente 84% disseram ser conflito de interesse para uma firma de consultoria oferecer também administração de recursos. Se você contratar o braço de administração de recursos de uma firma de consultoria, você também usaria esta firma para outros serviços de consultoria? 94% responderam não" (31)

Ao se voltarem para os resultados da aplicação do patrimônio de seus planos de aposentadoria, em consequência do aumento de sua responsabilidade, ao mesmo tempo que amadurecem seus sistemas de previdência privada e as economias entram em uma nova fase, os responsáveis pelas aplicações dos fundos de pensão já contam com a ajuda de firmas de consultoria. Barnett (9), em uma pesquisa levada a efeito junto a aproximadamente 50 firmas de consultoria atuando na Inglaterra, diz que : *"cerca de um terço dos respondentes afirmaram possuir departamentos [que lidam]*

com investimentos em tempo integral." As firmas de consultoria, como parte de suas estratégias de expansão, criaram um novo mercado no qual estão aplicando suas habilidades : são os serviços de consultoria sobre investimentos. Com a assessoria de profissionais independentes os fundos tornam-se mais capazes para focar o intrincado processo de investimentos. R. Baker, Consultor de Investimentos na William M. Mercer, afirma estar havendo um crescente interesse dos Diretores Financeiros das patrocinadoras pelos investimentos de seus fundos de pensão. Diz ele :

"este é particularmente o caso das multinacionais, mas também está acontecendo com os clientes domésticos. Eles estão levando em consideração o impacto da boa performance dos investimentos e o perigo de riscos desnecessários que estejam sendo assumidos" (Ibidem.).

O serviço que os consultores têm oferecido consiste basicamente em orientar o fundo a definir sua política de alocação de ativos em função de seus compromissos, como informa Chernoff (25), a respeito da política adotada pelo PTT, fundo de pensão Holandês com ativos de US\$ 3,57 bilhões, patrocinado pelos correios e pela companhia de telecomunicações recentemente privatizados : *"em 1994 os dirigentes do fundo de pensão decidiram examinar a composição de seus ativos à luz da estrutura de passivos do fundo"*.

Percebe-se, assim, que a estabilização da economia tornará a atividade-meio dos fundos de pensão, representada pelo investimento de seus ativos, uma das partes mais sensíveis de suas estruturas. O foco das atenções e cobranças se voltará, então, para aqueles que atuam na gestão destes recursos. A obtenção de retornos substanciais estará atrelada a assunção de, cada vez, maiores riscos e a performance dos gestores dos investimentos estará sendo monitorada com o auxílio de assessores cada vez mais especializados.

2.5 - GESTORES DE ATIVOS EM DESTAQUE

Embora a administração dos recursos das entidades de previdência privada faça parte de sua atividade-meio, esta tem se tornado cada dia mais importante, uma vez que é do retorno auferido pelos investimentos que depende o valor final dos benefícios. Em alguns planos o retorno dos investimentos pode diminuir o custo da empresa e dos empregados.

Quando a gestão do ativo dos fundos de pensão passa a ser feita, no todo ou em parte, por administradores externos, discussões antigas envolvendo estes agentes voltam à tona. Algumas dessas questões serão analisadas a seguir.

2.5.1 - ADMINISTRAÇÃO INTERNA OU EXTERNA ?

Um dos grandes debates em relação à administração dos ativos dos fundos de pensão fechados tem sido com relação a contratação de administradores externos, em contrapartida à manutenção desta administração feita totalmente interna. Uma pesquisa realizada em 1994 pela Global Research, uma divisão da publicação Euromoney, junto aos 500 maiores fundos de pensão europeus, baseados na Áustria, Bélgica, Dinamarca, Alemanha, Irlanda, Holanda, Noruega, Suíça, Suécia e Reino Unido, países onde esta atividade é mais desenvolvida, mostrou que, à exceção do Reino Unido onde 66% dos ativos dos fundos de pensão já eram geridos por administradores externos, dentre os países pesquisados 44% dos ativos dos fundos tinham a administração conduzida internamente, sendo que as previsões para 1995 indicavam, naquela época, que este percentual deveria cair para 42%, movendo-se na direção do que acontecia no Reino Unido.

No Brasil, a maioria dos fundos ligados as empresas multinacionais contrata bancos de investimentos para gerir seus ativos. Já os fundos patrocinados por empresas públicas, as estatais, cujos patrimônios representam o maior quinhão da poupança institucional das entidades brasileiras de previdência privada, possuem toda uma estrutura voltada para administrar internamente 100% dos seus ativos. A opinião dos executivos desses fundos de pensão, como não poderia deixar de ser, pende para a defesa da administração dentro de casa. Isto ocorre não só no Brasil, conforme mostra Williams (118) : *"praticamente todos os executivos dos fundos de pensão [públicos] concordam que no futuro serão administrados mais ativos internamente. As razões são normalmente as mesmas: As patrocinadoras acreditam que com as pessoas certas, os ativos podem ter uma administração igualmente eficiente e com um custo bem menor dentro de casa"* dizia ele, em matéria publicada na revista Pensions & Investment de 01 de novembro de 1993. A maior flexibilidade

na alocação de ativos é outra bandeira levantada para defender a administração interna. J. Lane, Diretor de Investimentos do Pennsylvania Public School Employees Retirement System, cujo patrimônio monta a mais de US\$ 25 bilhões, junta-se a Williams no coro em defesa da administração interna : *"nós podemos realocar nossos ativos geridos internamente com maior flexibilidade porque nós não precisamos telefonar para nossos administradores externos a toda hora dando-lhes ordens para comprar ou vender"* advoga ele, em Arterian (7). As alegações em defesa da administração interna são muitas. A pesquisa dos fundos de pensão europeus, da Global Research, classifica, por ordem de importância, as principais razões, apontadas pelos administradores dos fundos que adotam a gestão interna. Numa escala de 5 pontos a justificativa que obteve a classificação mais alta foi 'melhor eficiência', 4,2 pontos, seguida de 'menores custos', 4 pontos. Os respondentes do Reino Unido deram mais importância ao fator 'maior controle' do que os dos demais países Europeus.

Por outro lado, muitos fundos de pensão têm se voltado para a gestão externa de seus ativos na ânsia de obterem retornos mais altos, normalmente propiciados por alternativas de investimentos mais complexas. Exemplos destas alternativas de investimentos, que envolvem uma maior complexidade operacional, são os investimentos no exterior, em mercados desconhecidos ou de difícil operação, ou o uso de ferramentas sofisticadas como os derivativos. D. Markovich, Vice-Presidente da Administração de Fundos do Ontário Municipal Employee Retirement System, confirma esta versão : *"estamos usando gestores externos para aumentar nosso portfólio doméstico, para mercados emergentes, e para países e regiões específicas como a Europa, o Pacífico e os Estados Unidos"* (Ibidem.). De fato, quando se fala em investir em outros países, a melhor maneira de ultrapassar as barreiras que restringem o fluxo de informações para o mundo exterior, muitas vezes culturais, é contratar especialistas naqueles mercados locais. É uma maneira de abrir as portas, auxiliada pelo maior volume de ativos que um administrador externo dispõe para

investir, em comparação aos ativos de um único fundo de pensão, totalmente administrado internamente. Gregory (49), comentando os resultados da pesquisa da Global Research, confirma esta versão : *"quando os participantes do estudo foram solicitados a classificar seus principais motivos para usarem um gestor externo, a presença no mercado foi o motivo de maior escore, (4.8 numa escala de cinco pontos) maior até do que "expertise" (3.9)".* Há de se perguntar, então, porque os fundos não contratam as pessoas especialistas em mercados internacionais visando a completar suas equipes e ajudar a conduzir o investimento nestes mercados específicos, a partir de uma base interna ? Esta estratégia não se justifica, aos olhos de muitos fundos de pensão, por diversas razões. A parcela da carteira investida em outras fronteiras é muito pequena, fazendo com que o conhecimento específico destes especialistas tenha uma utilidade apenas marginal em relação ao resto dos investimentos. Há o receio de que estes técnicos, por seu conhecimento especializado, possam ser 'roubados' por outras instituições. E, finalmente, não existe nenhuma garantia de que a administração interna possa superar a performance de gestores externos. Os fundos brasileiros ainda não investem no exterior. Mas à semelhança do que ocorre na Europa e nos E.U.A., quando vierem a fazê-lo, é bem provável que busquem auxílio de especialistas externos.

A administração externa tem sido procurada, também, devido a contínua diminuição das taxas cobradas pelos gestores externos ao longo dos últimos anos. A queda das taxas de administração tem incentivado alguns fundos a contratarem administradores de fora. Na opinião de Williams (119): *"o custo da administração externa de investimentos tem se tornado tão competitivo no preço que é difícil justificar a manutenção de uma equipe de administradores internos."* O fato é que ninguém consegue resistir por muito tempo às pressões por controlar custos. Por esta razão, diversos grandes fundos de pensão americanos dissolveram seus departamentos internos de administração de investimentos ao longo de 1993 e 1994, contribuindo, inclusive, para o declínio das estatísticas sobre o volume de ativos

geridos internamente pelos fundos americanos, cita M. Ahern, em Philip (79). Alguns fundos que eliminaram ou reduziram significativamente suas atividades de administração interna de ativos foram aqueles patrocinados pela IBM Corp., Caterpillar Inc., Sears Roebuck and Co., Shell Oil Co., American Telephone and Telegraph Co., ITT Corp., Los Angeles Fire & Police Pension System, New York City Teachers Retirement System, dentre outros. M. E. Ahern, Consultor Sênior da SEI Capital Resources, chama a atenção, em Philip (79), para o cuidado cada vez maior com o qual as grandes patrocinadoras estão olhando para suas atividades internas de administração :

"tem havido enormes pressões de custos sobre os gestores para administração básica, feijão com arroz e as patrocinadoras tem sido as ganhadoras. A necessidade de administrar ativos internamente para economizar dinheiro em relação às taxas dos administradores externos está diminuindo."

A queda das taxas cobradas pelos gestores externos também vem ocorrendo no mercado brasileiro. O fator custo, porém, normalmente é mais sensível no âmbito dos fundos patrocinados por empresas privadas do que na esfera dos fundos ligados às estatais.

Como se pode perceber, muitos são os prós e os contra tanto em relação à administração totalmente interna como em relação a administração 100% externa. Há, todavia, alguns pontos incontestáveis. Por exemplo, quanto maior for o patrimônio do fundo mais justificável é a administração interna em termos de custo. Talvez, por isto, esta seja a opção adotada pelos gigantescos fundos de pensão das empresas estatais brasileiras : por questão de escala. Analisando-se o "ranking" das 300 maiores empresas que administram ativos nos E.U.A., publicado anualmente pela revista "The Institutional Investor", nota-se a ligação entre o porte do fundo de pensão e a manutenção de parte dos ativos dentro de casa. Dentre os 300 maiores gestores de ativos encontravam-se, no "ranking" de 1990, cerca de 25 fundos de

pensão que investiam, eles próprios, parte de seu patrimônio (93). Alguns fundos de pensão americanos atingiram tal proporção que passaram a usar suas estruturas internas como se eles próprios fossem verdadeiros administradores de ativos. É o caso do fundo da General Electric Co. que além de administrar todos os seus US\$ 38 bilhões dentro de casa passou a oferecer a partir de 1988 a administração de recursos para outros fundos de pensão como o da Xerox, Chrysler e American Airlines, já tendo acumulado US\$ 8 bilhões de terceiros. Casos como este, no entanto, são raros. Como definiu o Consultor da Hewitt Associates, K. G. Johnson, em Smart (108) : *"não há dúvida de que eles são um ponto fora da curva"*. Outro ponto incontestável : quando a gestão dos ativos é feita externamente torna-se muito mais fácil trocar o administrador que apresenta uma performance sofrível do que seria despedir uma equipe de profissionais que atua internamente, com a qual você almoça todos os dias. A troca de profissionais internos pode até mesmo representar um prejuízo para a política de investimento de longo prazo.

É difícil apontar somente numa ou noutra direção. O único fato concreto parece ser a provável extinção da administração 100% interna. Pelo menos, é este o caminho que estão tomando os fundos de pensão americanos. No período de 1980 a 1991, o número de fundos de pensão que adotava esta política diminuiu de 30 para 10, se considerados os 200 maiores fundos de pensão pelo "ranking" da revista "Pension and Investments", em Williams (123). O "downsizing" que vem sendo praticado nas companhias em geral, algumas delas já tendo passado por duas ou três rodadas de enxugamento, tem sido o maior responsável pela extinção da administração totalmente "in house", uma vez que cria pressões que limitam o pessoal disponível para gestão de ativos internamente. Nas palavras de um executivo, não identificado, de um fundo de pensão de Houston-Texas-E.U.A., em Williams (119) : *"há um grande 'overhead' associado a isto [administração interna], que você não pode cobrar do ativo do plano como você faz com as taxas dos administradores de investimentos"*. Foi pensando assim que a IBM, Stamford, Conn., transferiu para

gestores externos em 1994 os US\$ 8 bilhões que administrava internamente, diminuindo os funcionários do fundo de pensão de 60 para 20. A Sears Roebuck and Co., Chicago, entre outras, também seguiu por este caminho, como justificava o porta-voz da companhia : *"optamos por gestores externos para nosso plano de aposentadoria porque administradores externos proporcionam a adição de valor não somente para nossos participantes mas para nossos acionistas."* (Ibidem.). O corte de pessoal que tem atingido o "staff" dos fundos de pensão resulta em quadros com poucos profissionais menos experientes do que aqueles que saem, levando os fundos a dependerem cada vez mais fortemente de administradores externos para gestão de seus patrimônios, visto que as equipes reduzidas de profissionais internos têm, na opinião de P. Dunn, Presidente da Wells Fargo Nikko Investment Advisors de São Francisco - E.U.A. : *"menos habilidade de avaliar e monitorar todas as oportunidades de investimentos"*, em Schwimmer (100). Mr. W. F. Quinn, Presidente da AMR Investment Services Inc. de Dallas-E.U.A., empresa responsável pela aplicação dos US\$ 2,5 bilhões do fundo de pensão da American Airlines e de mais US\$ 2 bilhões de outros clientes, completa, sugerindo que as aplicações de maturação mais longa e que requerem menos acompanhamento no dia-a-dia, os chamados **investimentos passivos**, deverão ser mantidas "in-house" deixando-se para os administradores externos os investimentos de acompanhamento mais intensivo, como ações, por exemplo, ou aqueles que requerem conhecimentos especializados, como é o caso, por exemplo, do investimento em madeira. Por incrível que pareça, desde meados da década de 80 mais de 48 fundos de pensão americanos, dentre os quais, o da AT&T, Eastman Kodak, GTE, Northern States Power, Dayton Hudson, o dos Estados da Califórnia, New Hampshire, Colorado e Pennsylvania já investiram no setor madeireiro. Sem dúvida, uma classe de investimento super especializada, como conjectura A. Brusven, Vice-Presidente Financeiro e de Tesouraria da Northern States Power, em Winninghoff (124) : *"muitas pessoas nos fundos de pensão entendem de ações e de títulos. Árvores está*

fora do seu território. 'Elas não o entendem' comenta [...] 'Não se ensina em escolas de MBA' "

Talvez a solução para a queda de braço entre a administração externa ou totalmente interna possa estar, realmente, como costuma rezar a sabedoria popular, no meio termo. Por um lado, os fundos de pensão com administração totalmente interna tendem a contratar gestores externos para administrar aquelas classes de ativos que requerem maior especialização, como imóveis, mercado internacional de ações, empresas de capital de risco etc. Por outro lado, muitos fundos de pensão têm optado por administrar internamente, pelo menos, parte de seu patrimônio não por questão de economia, mas sim como uma forma de auxiliar no desenvolvimento da equipe de profissionais que atua dentro de casa. Isto coloca o fundo de pensão numa posição melhor para monitorar os administradores externos, ao mesmo tempo em que fornece aos profissionais domésticos um conhecimento mais amplo sobre o mercado, as operações e os mecanismos envolvidos no processo de investimento. N. Ramachandran pondera, em Williams (121), que : *"para ser realmente eficiente você precisa estar mais próximo ao mercado"*.

2.5.2 - CORRETORAS E GESTORES : RELAÇÕES PERIGOSAS

Uma vez que a contratação de gestores externos ganha espaço a cada dia, é de fundamental importância que haja total transparência nas operações deles. Uma das questões que têm colocado os administradores de investimentos na "berlinda" tem sido a relação destes com as corretoras de valores com as quais operam.

Ao se comprar ou vender ações por intermédio de uma corretora de valores, a remuneração da corretora se dá através da cobrança de uma taxa de corretagem. Em razão da crescente competitividade, e dependendo do volume negociado, é comum as corretoras oferecerem descontos aos grandes administradores de ativos que operam com elas. Este desconto é na verdade a devolução para o cliente de uma porcentagem da taxa de corretagem já paga. Por isso este desconto é conhecido como **rebate da taxa de corretagem**. Se um administrador de ativos está operando junto a uma corretora em nome de um investidor institucional, e transfere para este investidor o pagamento da taxa de corretagem das operações efetuadas em seu nome, o rebate da taxa de corretagem deveria pertencer ao investidor institucional. Mas não pertence. No Brasil este rebate, segundo a prática de mercado, fica com o administrador de ativos.

Pior ainda, muitos administradores de ativos operam através de suas próprias corretoras sem que estas cobrem, necessariamente, as menores taxas de corretagem do mercado. Nos E.U.A., quando um administrador de recursos opera por intermédio de sua corretora, este precisa explicar por escrito para seus clientes o motivo da escolha da corretora, tecendo comentários sobre as taxas de corretagem que paga. E isto deve ser feito anualmente. Anand (5) explica melhor : *"segundo as regras do mercado [...] se as taxas são superiores às cobradas por outras corretoras, os*

administradores de ativos precisam explicar se existem benefícios na utilização destas corretoras, que compensem as altas taxas"

Nos E.U.A., diferentemente do que ocorre no Brasil, os rebates de corretagem não são pagos em dinheiro. Eles representam um crédito que o administrador de ativos pode usar comprando diretamente da corretora, ou de firmas externas de pesquisas, serviços de análise de mercado. Ainda assim, há um movimento que busca maior transparência na demonstração para os clientes da utilização destes rebates por parte dos gestores de ativos. A idéia é que os administradores de ativos demonstrem para os fundos de pensão e outros grandes investidores institucionais o total de taxa de corretagem pago em todas as operações de compra e venda de ações, bem como o total devolvido pelas corretoras de valores, a título de rebate de taxa de corretagem. Além disso, os administradores teriam que passar a especificar o custo das análises compradas às corretoras. W. F. Quinn, Presidente da AMR Investment Services Inc. baseada em Fort Worth, Texas-E.U.A., reivindica um tratamento mais duro por parte dos órgãos reguladores do mercado. Quinn é favorável a eliminação completa desta prática por parte da Security and Exchange Commission, órgão equivalente a Comissão de Valores Mobiliários no Brasil. Sobre as medidas que obrigam a uma transparência maior por parte dos gestores e corretoras, ele diz : *"é um bom primeiro passo [...] mas ainda permite ou encoraja os gestores de ativos a pagarem por despesas (com dinheiro do cliente) que eles deveriam pagar por conta própria."* (Ibidem.)

Tanto no Brasil quanto nos E.U.A., o grande receio é que os gestores de ativos estejam direcionando as operações de compra e venda de ações para corretoras que ofereçam o maior rebate de corretagem ao invés de fazê-lo para aqueles que oferecem o melhor serviço em operações de compra e venda de ações. No Brasil, a situação é mais delicada ainda na medida em que as corretoras têm crescentemente aumentado o percentual de 'rebate', colocando dúvidas cada vez maiores sobre o

motivo de sua escolha. A guerra entre as corretoras chamou a atenção, inclusive, da Bolsa de Valores de São Paulo, como informa a matéria publicada no Diário ABRAPP : *"a devolução de até 97% da corretagem está asfixiando as corretoras independentes. O Presidente da Bovespa, Álvaro Augusto Vidigal, informa que o código de ética vai tentar impedir isso"* (72). O código de ética, mencionado por Vidigal, também deveria estender sua preocupação ao tratamento reservado pelas corretoras aos seus clientes.

Apesar da evolução pela qual tem passado o mercado financeiro brasileiro restam, ainda, algumas arestas a aparar. A legislação americana, nesta área, pode servir de "benchmark" para o estabelecimento de uma regulamentação que exija mais transparência.

2.5.3 - LADO OCULTO DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO

Se os administradores de ativos estiverem realmente trabalhando em prol de uma maior transparência, visando ao crescimento do mercado no qual atuam, outra questão delicada precisa ficar mais clara : as verdadeiras fontes de receita provenientes da gestão dos recursos de seus clientes.

As taxas cobradas pelos gestores de ativos são geralmente calculadas em função do tamanho do patrimônio que está sob sua administração e representam, em sua maioria, um percentual do patrimônio que está sendo administrado. Alguns administradores adotam uma escala na qual a taxa cobrada diminui simultaneamente com o crescimento do patrimônio do fundo de pensão que está sendo administrado. Outros gestores de ativos cobram uma taxa que incide sobre o patrimônio, acrescida de um percentual relacionado à performance obtida. É raro encontrar administradores que cobrem como taxa apenas um montante fixo, independente do patrimônio. Prosser (90) toca no ponto sensível sobre as taxas cobradas pelos gestores de ativos ao tecer comentários sobre a taxa fixa : *"não que taxas fixas acabem saindo mais barato. Na verdade o contrário pode ser verdadeiro. Mas pelo menos elas seriam previsíveis."* Prosser sugere aos fundos que procuram estabelecer juntamente com os gestores a taxa de administração que lhes será cobrada, que barganhem. Se a regra de ouro ditada por Prosser é válida, ou seja, se há a disposição por parte dos gestores em negociar as taxas de administração, é porque a estrutura utilizada para estabelecê-las é apenas um ponto de partida.

A base de cálculo da taxa de administração tem gerado um aumento crescente na receita dos administradores de ativos, na medida em que os ativos dos fundos de pensão, não apenas no Brasil mas no mundo todo, tem experimentado um grande "boom". Uma idéia deste aumento nos ganhos dos gestores é dada por A. Dyson,

Consultor Sênior do escritório da William M. Mercer Ltda. de Londres, em Chernoff (24) : *"os movimentos do mercado, por si só, têm gerado um crescimento nos ganhos reais da ordem de 45%, ao longo de 5 anos e de 139%, ao longo de 10 anos"*. À margem das receitas auferidas pelos administradores de ativos, através das *taxas declaradas* de administração , existem *taxas ocultas* que também representam ganhos para estes administradores, mas que nem sempre são transparentes para os clientes. Esta cobrança indireta se dá através de expedientes, como a utilização de corretora do mesmo grupo econômico do gestor, considerando-se o rebate da taxa de corretagem (vide item 2.5.2. acima) ou a aplicação do dinheiro da carteira em fundos mútuos e outros veículos de investimento controlados pelo próprio gestor, cujas taxas administrativas são normalmente superiores àquelas cobradas para administração dos ativos dos fundos de pensão. Para se ter uma idéia, a taxa cobrada para gestão dos ativos de um fundo de pensão no Brasil situam-se em média ao redor de 0,5% a.a. sobre o patrimônio investido considerando uma carteira de investimentos mista, renda-fixa e variável, ao passo que a taxa de administração de um fundo de investimentos de renda-fixa ou de ações encontra-se por volta de 4 a 5% a.a.. Há, ainda, administradores que trabalham com uma estrutura própria para operar no mercado e sempre que uma operação de compra ou venda de títulos em uma carteira administrada é efetuada, estes administradores auferem *receitas ocultas*. Talvez esteja aí a explicação para a afirmação dos autores de um estudo sobre a performance desses gestores no Reino Unido : *"administradores de ativos na média subtraem valor dos fundos de pensão em relação à performance do índice de ações Standart & Poor's 500, e a maior causa é o excesso de trocas [...] que é a principal maneira através da qual os fundos deveriam adicionar valor à gestão de seus investimentos"* (1). D. Hager, Sócio da Bacon & Woodrow, firma de consultoria baseada em Londres dá uma indicação, em Chernoff (24), do quanto representam em receitas estas taxas ocultas :

"as taxas ocultas respondem por uma substancial parcela das receitas [...] estima-se que um terço da taxa de administração média [...] provenha das taxas indiretas. A proporção da taxa oculta depende do tamanho da conta. Para uma conta de 25 milhões de libras esterlinas, metade da taxa de administração [...] provém das taxas indiretas"

Esta prática dos gestores de investimentos tem sido combatida por diversos consultores, que avessos a esta pouco ortodoxa maneira de agir, cobram uma maior transparência em relação ao montante que seus clientes estariam realmente pagando para ter seus ativos administrados. Estes, por sua vez, se defendem atacando-os, relata Prosser (90): *"as pessoas que estão exigindo mais e mais transparência dos administradores de investimentos são consultores e atuários, que não possuem eles próprios estruturas transparentes de honorários' disse um administrador de investimentos muito irritado."* Percebe-se, por esta enviesada reação, que, de fato, os gestores de ativos vem obtendo receita às custas do dinheiro alheio, sem a menor preocupação em deixar claro esta prática no momento de sua contratação. Mas, a prova definitiva de que os administradores contam inclusive com esta receita é o aumento verificado nas taxas de administração cobradas pelos gestores de ativos que atuam na Inglaterra, país no qual o cerco às *taxas ocultas* tem sido grande. Em 1994 as taxas de administração aumentaram cerca de 3,5% conforme o resultado da Segunda Pesquisa Anual das Taxas de Administração de Investimentos publicada na edição de novembro de 1994 da revista Pensions Management. Segundo consta, estes aumentos foram defendidos pelos administradores de investimentos como um efeito colateral inevitável decorrente da demanda por maior transparências nas taxas. Prosser define muito bem o que vem ocorrendo no Reino Unido *"transparência e honestidade andam juntas. Mas se você quiser obtê-la dos administradores de investimentos vai lhe custar algo"* (Ibidem.)

Nos países em que o sistema de fundos de pensão é mais maduro, os administradores de ativos têm sofrido pressão para abolir as *taxas ocultas*. Ainda assim, D. Williams-Diretor de Investimentos na Glasgow Investment Managers diz

que : *"de vez em quando ele descobre clientes inocentes que foram descaradamente ludibriados ou que simplesmente não foram avisados sobre certas taxas."* (Ibidem.)

Ainda não se verifica no Brasil nenhum movimento por parte dos fundos de pensão no sentido de se eliminar estas *taxas ocultas* ou, ao menos, de obrigar os gestores de ativos a especificá-las ou torná-las transparentes. A inexistência deste tipo de cobrança pode ser consequência do desconhecimento de Diretores de fundos de pensão que, por estarem afastados do dia-a-dia dos mercados, desconhecem práticas como estas. Na medida em que se caminhar para a profissionalização dos Diretores dos fundos deverão surgir movimentos nesta direção. Ou então, pode ser que a pressão por 'taxas limpas' venha a surgir quando os clientes se tornarem sensíveis aos preços cobrados pelos gestores de ativos para administrar seus recursos. Este passo será dado, talvez, por iniciativa dos próprios gestores de investimentos, quando as concorrências estiverem sendo perdidas ou ganhas com ênfase nas taxas de administração.

2.5.4 - CUIDADOS NA CONTRATAÇÃO DE GESTORES

Tendo muitos fundos de pensão optado pela gestão externa de seus recursos, o processo de contratação ou a abordagem adotada na troca destes administradores de ativos, torna-se fundamental para a otimização dos resultados dos fundos que adotam esta estratégia.

A contratação de um administrador externo de recursos por um fundo de pensão tem sido, de forma geral, decidida com base na análise da performance passada deste administrador. Embora a medida da performance venha sendo usada, indiscriminadamente, como base para a escolha dos administradores de investimentos, estudos provam que a performance passada só constitui um parâmetro razoável para servir de guia para a performance futura, quando analisada dentro de um certo horizonte de tempo. Um desses estudos, conduzido por Josef Lakonishok da University of Illinois, Andrei Shleifer da Harvard University e Robert W. Vishny da University of Chicago, acompanhou durante o período de 1983 a 1989 os resultados de 769 carteiras geridas por 341 diferentes administradores de recursos. Os autores demonstraram que, se a escolha de um gestor de ativos, posicionado no primeiro quartil do "ranking" dos melhores administradores, for efetuada com base nos dados do desempenho que ele obteve ao longo dos três anos anteriores à escolha, podem ser esperados resultados acima da média. T. J. Cowhey, Assistant Treasurer do fundo de Pensão da Bell Atlantic Corp., concorda com este horizonte mínimo de tempo a ser adotado para a avaliação dos administradores de recursos, sendo de opinião que : *"a performance deve ser medida por um período de dois a três anos, não apenas pelo horizonte de um ano"*, em Anand (6).

Apesar dos especialistas provarem que os resultados de curto prazo são aleatórios, enquanto os de longo prazo, estes sim, dependa da habilidade do gestor, a

busca cada vez maior por resultados imediatos, como consequência da pressão crescente das patrocinadoras, tem feito com que os fundos de pensão pareçam menos tolerantes diante de resultados modestos de seus gestores externos de ativos. As pressões se devem, no caso dos planos de benefício-definido, ao aumento das obrigações das empresas patrocinadoras como consequência do amadurecimento da força de trabalho e da queda dos retornos de longo prazo sobre os ativos, que nos E.U.A. estão, inclusive, forçando uma revisão para baixo das taxas de juros utilizadas pelos atuários. Já nos planos de contribuição-definida a pressão é exercida principalmente pelos participantes, cujos benefícios são uma função direta do desempenho dos gestores externos de ativos. Excelentes ganhos do passado já não garantem a permanência do gestor e sua troca começa a se tornar comum. Deverá contribuir para uma rotatividade ainda maior, a proliferação de firmas de consultoria e de serviços de classificação dos gestores de ativos, que timidamente começam a atuar no mercado.

Mas, mudar um administrador significa reclamar de volta os ativos investidos por ele e carrear estes fundos para um novo administrador. É preciso, portanto, existir uma estratégia muito bem definida para não haver prejuízo neste processo. Elgin (38), reproduzindo uma entrevista de R. Smith, fornece alguns números : " *'há uma crescente conscientização de que o custo da troca de administrador é alto', talvez 1% ou 2% do portfólio, dizia Rodger Smith, sócio da Greenwich Associates. Isto pode chegar a US\$ 1 milhão num portfólio de US\$ 50 milhões.*". A importância deste assunto ganha dimensão se considerado o resultado de uma análise da Greenwich Associates, em Elgin (38), sobre a troca de gestores verificada em 1993, no Reino Unido. A Greenwich estimou que 29% dos fundos de pensão "detonaram" seus gestores de ativos naquele ano. Ou seja, a troca de administradores é bastante comum.

A questão mais delicada na troca de administrador passa a ser então a transferência dos ativos que se encontravam na carteira do administrador que está sendo trocado, cuja posição é normalmente apurada através de uma avaliação final da carteira por este gestor. Os custos de transição decorrem basicamente de dois fatores : (i) custos de transação, como aqueles representados pelas comissões e despesas para a venda e transferência da custódia para o novo administrador; e (ii) custos de oportunidade, representados pela necessidade de se desfazer de ativos, visando à liquidez, em momentos não apropriados (períodos de queda do mercado, por exemplo).

Os custos de transição poderão ser maiores ou menores dependendo da forma como a transferência dos ativos venha a ser processada, o que depende de cada caso. Um fundo de pequeno porte pode desmobilizar todo o portfólio transferindo apenas dinheiro para o novo gestor enquanto um fundo grande esbarraria em muitas dificuldades para proceder assim, pois neste caso os custos de transação e o impacto no mercado decorrente da venda de uma grande carteira são sempre maiores. Além disso há casos em que é necessário uma ação rápida na troca. Este é o caso quando as perdas estão sendo grandes ou quando o gestor atual está agindo fora das regras.

Segundo Elgin (38), as principais maneiras de se conduzir a transferência dos ativos em caso de troca do administrador são :

- ☐ "Liquidar o portfólio do gestor trocado entregando ao novo gestor dinheiro em espécie para investir;
- ☐ Entregar ao novo gestor a carteira administrada pelo antigo;
- ☐ Dos ativos que o antigo gestor administrava, entregar para o novo gestor aqueles que lhe interessam; transferindo uma combinação de ações e dinheiro; ou
- ☐ Mover os ativos para um fundo de transição para ser investido passivamente até que um novo administrador seja contratado, fornecendo então ao novo gestor

um portfólio mais próximo possível ao desejado por ele, transferindo o restante em dinheiro."

A última das alternativas apontadas por Elgin parece ser, de maneira geral, uma das mais indicadas porque os gestores que estão partindo não se vêem incentivados para manterem baixos os custos de transação, ou até para obter bons preços. Por outro lado, os que estão chegando precisam de um tempo para adaptarem o antigo portfólio à sua maneira de administrar. Além disso, adiciona o Sr. Smith : *"se o relógio estiver correndo, um novo gestor pode se desfazer de tudo rapidamente para poder colocar em prática seu estilo de administrar"* (Ibidem.).

Alguns conselhos, dados por especialistas, se considerados quando da contratação de gestores de ativos, podem tornar tanto a contratação como a demissão destes, menos dolorosa :

- Estabelecer as metas de retorno e dos indicadores a serem usados para comparação, com a concordância de ambas as partes, durante a contratação;
- Monitorar o desempenho constantemente com a ajuda de um consultor externo;
- Estabelecer de antemão os procedimentos a serem adotados quando de uma eventual transferência de administrador;
- Incluir no contrato de administração a descrição do(s)/da(s):
 - ✓ Estilo de administração e objetivos do gestor (grau de conservadorismo, por exemplo);
 - ✓ Política de investimentos do plano;
 - ✓ Restrições de investimentos (compra de ações dos concorrentes, por exemplo);
 - ✓ Limites por tipo de investimento e ênfase em determinado setor;

- ✓ Possibilidade de demissão do gestor em caso de ocorrer no período de um ano uma perda severa no portfólio .

Há, ainda, alguns outros pontos que devem ser investigados quando da contratação de um administrador de ativos, além do desempenho deste gestor e daqueles apontados acima. R. L. Padgett da Morbius Group Inc. Padgett acrescenta mais alguns pontos à esta lista, dizendo que devem ser considerados, ainda : i) os motivos subjacentes ao "turnover" dos profissionais contratados pelo gestor para administrar as carteiras; ii) a existência de ações de litígio nas quais o administrador possa estar envolvido; e iii) a estabilidade e consistência no crescimento da empresa que administra os ativos. Padgett também recomenda : *"estudar as taxas de retorno da empresa em diferentes períodos de tempo ao invés do retorno acumulado"* (77).

Observa-se que a contratação de um gestor de ativos é uma tarefa que tem contado cada vez mais com o auxílio de uma consultoria externa, como relata Hodge (61): *"uma pesquisa dos principais fundos de pensão do Reino Unido realizada pelos consultores americanos Greenwich Associates mostrou que em 1993, 80 % já usavam um consultor e outros 3% esperavam fazê-lo no futuro"*.

2.5.5 - O PORVIR DOS ADMINISTRADORES DE ATIVOS

Os fatores que estão moldando o futuro dos gestores de ativos no mundo ainda não estão exercendo uma influência muito forte sobre as atividades dos administradores que atuam no cenário brasileiro, cuja abertura para o mercado externo ainda engatinha. Pode-se prever, no entanto, que eles terão que passar por uma reestruturação de suas atividades, caso desejem ser competitivos. T. Ferguson, Presidente da HSBC Asset Management Ltda, uma empresa que administra ao redor do mundo cerca de US\$ 30 bilhões em ativos, dos quais US\$ 26 bilhões de investidores institucionais, aposta, em Chernoff (22), que num futuro não muito distante estarão atuando no mercado mundial cerca de 20 a 30 gestores globais de ativos com atuação em múltiplos mercados e capacitação para operar com múltiplos produtos. Elgin (37) completa dizendo que : *"de fato, diversas tendências têm visado ao melhor uso dos recursos por parte das Patrocinadoras dos planos [...] [como] investir efetivamente ao redor do mundo com um 'macro-gestor' "*. Nos conceitos de gestor global de ativos de Ferguson e de macro-gestor de Elgin, a eficiência é perseguida, não necessariamente pela utilização de uma menor quantidade de administradores, mas, através da coordenação da filosofia de investimentos de patrocinadoras de fundos de pensão que atuam em múltiplos países.

As patrocinadoras esperam limitar a quantidade de administradores externos visando, também a, diminuir a complexidade de seu acompanhamento e o controle de custos. Caminha-se, assim, por um lado, para a contratação de gestores profissionais, cada vez mais especializados. Por outro, para a utilização de gestores globais. T. J. Cowhey, Assistant Treasurer do fundo de Pensão da Bell Atlantic Corp., cujo patrimônio de US\$ 11, 8 bilhões passou a ser administrado por 20 gestores após um corte de 60% na quantidade de administradores, ocorrido num período de 3 anos, resume, em Anand (6), esta nova realidade : *"a tendência tem sido a de consolidar os gestores de recursos e os consultores para que se obtenham*

melhores retornos com níveis de risco comparáveis de uma maneira mais eficiente em termos de custo". A filosofia tem sido a de se manter uma menor quantidade de relacionamentos para se obter melhor qualidade nestes relacionamentos. T. P. Capo, Treasurer da Chrysler Corp. de Highland Park, Michigan completa, em Williams (117) : *"nós acreditamos mais no uso de grandes administradores em menor quantidade do que no uso de muitos administradores pequenos".*

As quatro principais tendências que deverão moldar o futuro dos gestores de ativos, segundo o acima citado Ferguson, são:

- (i) Internacionalização das aplicações dos fundos de pensão. Nos E.U.A. cerca de 7% dos ativos destes investidores institucionais já são aplicados no exterior e as projeções apontam para 15% no ano 2000;
- (ii) A crescente opções pelos planos de contribuição-definida cujas aplicações tendem a ser, na maior parte, avessas ao risco;
- (iii) O aumento da sofisticação nos tipos de investimento fará com que as empresas diminuam a quantidade de administradores externos concentrando-se em dois ou três que tenham condições de operar com múltiplos produtos e em escala global. Este número contrasta, por exemplo, com o uso de cerca de 5 ou 6 gestores externos, adotados por 30% dos maiores fundos de pensão do Reino Unido.;
- (iv) Os gestores precisarão investir pesadamente em tecnologia para se manterem sempre competitivos.

Em relação à quantidade de administradores pode-se dizer, parodiando Elgin (37), que : *"adicionar mais cavalos à parelha da carruagem não a fará necessariamente ir mais rápido se o cocheiro não puder controlar os animais de forma a mantê-los puxando na mesma direção."* Em outras palavras, a contratação de gestores de ativos em demasia pode representar problema similar de coordenação. De quebra, pode aumentar os custos, complicar a administração dos ativos e impedir

a alavancagem financeira pela falta de escala. É por isto que muitos fundos de pensão que outrora trabalhavam com diversos gestores estão reduzindo drasticamente sua quantidade e contratando grandes administradores, entregando maiores parcelas de seus ativos para cada um. T. Lucey, Diretor Sênior de Investimentos na Putnam Investments em Boston coloca muito bem esta questão : *"eu desafio qualquer um a ser capaz de monitorar 60 gestores em 25 tipos de investimentos, a se encontrar regularmente com eles, implantar estratégias de investimentos e ainda conseguir controlar os custos."* (Ibidem.). O desafio lançado por Lucey provavelmente encontrou eco na AT&T que reduziu em 10 anos a quantidade de administradores de ativos de mais de 100 para cerca de 50. Ainda assim é um número alto para os padrões de Lucey, segundo o qual uma diminuição da quantidade de gestores de 40 para 4 é capaz de diminuir pela metade os custos de transação e as taxas cobradas de uma patrocinadora, reduzir o número de gerentes internos, que selecionam e monitoram os gestores, dobrar a velocidade com a qual você muda e implementa as políticas de investimentos e propiciar acesso a alguns dos melhores administradores de recursos disponíveis.

CAPÍTULO 3

PERSEGUINDO O FUTURO DOS FUNDOS DE PENSÃO

3.1 - GLOBALIZAÇÃO DOS INVESTIMENTOS

A decisão de alocação de ativos, ou seja, a escolha das classes de ativos nas quais aplicar e da proporção a ser investida em cada uma delas é, ao mesmo tempo, o fator individual que mais contribui para a performance de um portfólio e o maior determinante em relação ao risco ao qual este estará exposto. Esta importância foi comprovada pela descoberta recente de W. Sharpe, prêmio nobel de economia de 1990. Sharpe verificou que, em média, 90% da variação mensal dos retornos de uma significativa amostra de fundos mútuos americanos devia-se a maneira através da qual os ativos eram alocados, enquanto somente 10% era explicada pela seleção individual dos papéis. Uma vez que propiciam uma diversificação atrativa de riscos e boas oportunidades de retorno, os ativos internacionais deverão passar a ser um componente importante nas decisões de alocação de ativos dos investidores, qualquer que seja sua nacionalidade. O Diretor da Frank Russell Co., Tacoma, Washington, E.U.A., P. C. Ueland, dirige a seguinte mensagem aos fundos de pensão : *"se um fundo possuir menos do que 15% no exterior, por favor reveja sua alocação; no longo prazo nenhuma outra coisa que você faça terá tanto efeito sobre os retornos"*, em Price & Chernoff (80).

Os investimentos em ativos internacionais começaram a se tornar populares no final da década de 80 e início da década de 90 impulsionados, de uma forma geral, pelos fundos de pensão, cujas políticas de alocação de recursos de longo prazo passaram a ser crescentemente direcionadas para ativos estrangeiros. Até o início dos anos 70, à exceção da Inglaterra, os fundos de pensão da maioria dos países não possuía sequer um níquel de seus ativos aplicado no estrangeiro. Uma pesquisa

realizada em 1992 por uma publicação da revista Euromoney, chamada Global Investor, mostra o quanto a política de investimentos dos fundos está mudando. A pesquisa registra a intenção dos fundos baseados na Irlanda, Bélgica, Alemanha, Holanda e Suíça em diminuir suas posições de investimento local e aumentar o investimento no estrangeiro. Os fundos Irlandeses transformaram em realidade, ainda em 1992, a intenção apontada na pesquisa. Eles aumentaram seus investimentos no exterior, que em 1991 equivaliam a 25,7% dos ativos, para 42,9% em 1992, informa Moore (71). A mesma pesquisa, repetida em 1994 junto aos 500 maiores fundos de pensão da Europa, englobando os países nos quais a indústria dos fundos de pensão é mais desenvolvida, apontou a intenção dos gestores em alocar por volta de 29% dos ativos de seus fundos em investimentos estrangeiros. Voltando-se para os E.U.A., verifica-se que o direcionamento para ativos internacionais por parte dos 200 maiores fundos de pensão americanos saltou de 1,4% do patrimônio total verificado em 1986 para 3,6% em 1990, literalmente dobrando de valor, indica um estudo patrocinado pela Columbia University Center for Law and Economic Studies Institutional Investor Project. Clowes (30) fornece uma idéia do rápido crescimento desses investimentos pelos fundos americanos : *"os investimentos internacionais pelos fundos de pensão dos E.U.A. totalizavam US\$ 177,3 bilhões em 31 de março [1993] [...] tendo crescido a partir de US\$ 1,7 bilhões em 1979"* informa ele. Price (82) complementa prevendo que : *"de acordo com estimativas da InterSec Research Corp., Stamford, Conn. os fundos de pensão dos E.U.A. deterão a propriedade de ativos estrangeiros no valor de US\$ 630 bilhões até 1998, crescendo dramaticamente dos [atuais] US\$ 262 bilhões de 1993."*

Os investidores institucionais se voltaram para o mercado internacional de olho na redução de riscos, no aumento da diversificação e na possibilidade de melhores retornos. Estes benefícios são propiciados pela interligação cada vez maior dos mercados financeiros mundiais, pela desregulamentação e abertura dos mercados nacionais aos investimentos estrangeiros, pela disponibilidade de informações

fidedignas sobre a maioria dos mercados e pela redução drástica dos custos de transação. H. Durgin comenta a respeito da opção cada vez maior dos fundos de pensão pelo investimento em ativos internacionais, que : *"se a patrocinadora de um plano de aposentadoria já possui um conjunto de classes de ativos bem diversificado, a próxima classe de ativos a ser escolhida tende a ser de ações internacionais"*, em Heavey (53). Este movimento, no entanto, ainda encontra-se no início. Apesar do investimento globalizado ter aumentado significativamente nos últimos 20 anos, a participação dos fundos de pensão neste tipo de investimento ainda tem muito espaço para crescer. Somente 7% dos ativos mundiais desses investidores institucionais eram investidos além de suas próprias fronteiras em 1993.

A política estabelecida pelo governo brasileiro para aplicação dos recursos dos fundos de pensão, ainda não permite investimentos no exterior. Para aqueles que se aventurarem está prevista a perda da isenção tributária já que a legislação em vigor vincula a concessão desta isenção ao investimento dos ativos exclusivamente no País. Como resultado, os fundos de pensão têm se tornado extremamente dependentes da economia local, verificando-se, ainda, a estagnação tecnológica do mercado brasileiro de investimentos institucionais, que vai ficando para trás em relação aos seus congêneres internacionais, cujos mecanismos sofisticam-se a cada dia e cujos profissionais ganham habilidades e conhecimentos para enfrentar os desafios da globalização. Price (82) alerta para as possíveis consequências :

"agora que vários gestores domésticos já se expandiram além-mar, aqueles que não o fizeram podem temer se tornar não-competitivos quando comparados a firmas mais experientes [...] sob certas circunstâncias a incapacidade de investir internacionalmente pode até ameaçar a sobrevivência do administrador"

Pior ainda, na medida em que as ações negociadas localmente, passarem a não oferecer retornos garantidos e as companhias domésticas passarem a pagar dividendos mais baixos em relação a seus competidores internacionais, os ganhos

dos investidores institucionais limitados a investir somente no país poderão estar sendo menores do que estes potencialmente conseguiriam obter, como explica Clowes (30) :

"num ambiente em que os preços não mudam tanto quanto no passado, você tem que agarrar qualquer tipo de volatilidade. Como os ciclos econômicos dos países individualmente continuarão fora de sincronia entre si, eles continuarão a produzir oportunidades, e essas oportunidades se tornarão mais importantes na adição de valor"

Alguns países propõem soluções que não prejudiquem nem os gestores de investimentos nem os próprios fundos, como fizeram Dinamarca, Noruega e Canadá. Neste último, o governo permitia em fevereiro de 1990 que seus fundos de pensão investissem até 10% do patrimônio no exterior, prevendo-se uma penalidade mensal, na forma de tributo, de 1% do montante que ultrapassasse este limite, para aqueles que não obedecessem as regras do jogo. Um estudo da época, cogitava, o aumento gradativo do limite de 10% para 20%, a partir de um aumento anual, por um período de 5 anos, de 2% neste limite. O limite acabou sendo aumentado, num ritmo diferente, e o teto de 10% que vigorou de 1971 a 1990, chegou a 20% já em 1994.

Pode ser que o fato dos fundos brasileiros não investirem, no exterior seja um reflexo da jovialidade do sistema de previdência privada do país. Alguns estudos procuram provar que as decisões de alocação de ativos e os processos de tomada de decisão quanto ao "mix" de investimentos são condicionados em grande parte por fatores culturais que variam de país para país, como o é o caso do grau de maturação da sociedade e não, como seria de se supor, apenas por razões financeiras. O "mix" dos investimentos refletindo o grau de importância dado ao aumento do retorno em relação a disposição para assumir riscos, demonstraria o horizonte de tempo do gestor dos ativos, definido por padrões culturais. A globalização seria, assim, dirigida por estes fatores como mostra um estudo da Watson Investment Consultancy : *"em cada país as práticas de investimento seguem um ciclo de vida identificável,*

refletindo a maturidade do sistema de previdência. Em muitos mercados maduros [...] isto se reflete na crescente tendência em relação a globalização, gestão especializada e medidas de performance padronizadas", em Chernoff (21). Em outras palavras, na medida em que amadurecer o mercado brasileiro o investimento no estrangeiro deverá entrar na ordem do dia.

Talvez as aplicações em ativos internacionais tenham sido consideradas até hoje como uma alternativa de investimento. No futuro próximo, entretanto, provavelmente não haverá distinção entre os investimentos locais e aqueles levados a efeito além das fronteiras próximas. P. Troup, Vice-Presidente Executivo do escritório de Atlanta da Calan Associates, em Price (82), é de opinião que : *"até se um gestor permanecer investindo no mercado doméstico, ele ou ela precisarão de mais foco global. Para ser um eficiente investidor em ações nos E.U.A., você terá ao menos que saber o que está ocorrendo no mundo"*. Investir globalizadamente será uma tendência a seguir. A gama de papéis e uma multiplicidade de novos mercados certamente auxiliarão.

3.1.1 - PROTEÇÃO DE PORTFÓLIOS VIA DIVERSIFICAÇÃO GLOBAL

Freqüentemente se escuta que o ambiente seguro e estável de negócios das décadas de 50 e 60 cedeu lugar aos mercados nervosos e instáveis das décadas de 80 e 90 nos quais as flutuações são extensas e freqüentes. Um termômetro dessa mudança, demonstra Boyle (14), Vice Presidente do The Chase Manhattan Bank, N.A., em artigo publicado na revista Financial Executive, é a prime-rate, taxa de juros, americana. Durante os anos 30 e 40 houve um período de cerca de 13 anos sem absolutamente nenhuma mudança na prime-rate. Na década de 60 houve apenas 15 alterações na taxa de juros que variou num pequeno intervalo de 3,5 pontos percentuais, variação esta que ocorreu somente após 1966. Entretanto, nos anos 70 a prime-rate oscilou 135 vezes num intervalo de 1.100 pontos base e no ano de 1980, em apenas cinco meses, pulou de 10 para 21,5. Estaríamos vivendo, assim, num cenário extremamente volátil no qual a administração de ativos envolveria riscos consideráveis, sendo preciso buscar proteção para as tremendas oscilações do mercado. Odier & Solnick (74) discordam de Boyle. Baseados em diversas análises, dentre elas a volatilidade do retorno trimestral no mercado de ações dos E.U.A. no período de janeiro/26 a dezembro/89, afirmam que apesar dos mercados de ações e de títulos ao redor do mundo passarem por períodos tranquilos e agitados em diferentes épocas, existe pouquíssima evidência em todos os países de que haja uma tendência significativa apontando para uma maior volatilidade dos mercados. O risco de grandes perdas no retorno dos investimentos de um portfólio é chamado de volatilidade do portfólio e é medido através do desvio padrão do retorno. Portanto, a volatilidade de um mercado é o grau de risco de grandes perdas nos retornos dos investimentos realizados neste mercado.

Tendo ou não aumentado a volatilidade dos mercados, a gestão de investimentos passou a envolver a gestão de riscos na qual se deve buscar a melhor proteção para o portfólio investido, através dos mecanismos que se multiplicam a

cada dia com esta finalidade. Um administrador de ativos da década de 90 que deixa exposto ao risco o portfólio que investe é tão tolo quanto o sujeito que não faz seguro contra incêndio da casa na qual mora. É inaceitável que administradores de carteira informem a seus clientes que os retornos só não foram maiores por causa de mudanças bruscas no mercado. Todos os riscos financeiros podem e devem ser gerenciados. A busca pela minimização destes riscos tem levado a uma mudança cada vez maior na mentalidade dos gestores de recursos deslocando-a de uma visão meramente internacional, investir no exterior, para uma escala global, investir mundialmente.

Investir em mercados com correlação negativa em relação aquele no qual você atua é uma forma de proteger seu patrimônio. Correlação é uma medida estatística que indica o grau de linearidade de duas variáveis. Uma correlação de +1 indica comportamentos na mesma direção, uma correlação de -1 indica comportamentos opostos e uma correlação igual a zero significa comportamentos independentes. Hammerick (56) cita um exemplo : *"a despeito do risco, os mercados emergentes são populares porque oferecem altos retornos para os investimentos e baixa correlação em relação aos mercados de ações ocidentais."* Hammerick é apoiado pelos números. Em 1992 as páginas das publicações financeiras alardeavam o retorno anual de 40% obtido pelos fundos mútuos asiáticos enquanto o índice da bolsa de valores do Canadá, Toronto Stock Exchange 300 Composite Index, registrava uma queda de 7% no mesmo período. O crescimento econômico da Ásia, região de mercados emergentes, na casa dos dois dígitos, tem propiciado altos retornos desde o final da década de 80 conforme aponta A. Workman, Gerente de Carteira da Nesbitt Thomson Inc., Toronto, Canadá : *"em 1989, com uma robusta economia, o crescimento econômico canadense foi de 3% contra taxas quatro vezes maiores do que esta na Tailândia ou Singapura"*, em Siklos (104). A despeito da correlação negativa apontada entre o mercado Canadense e o asiático, é preciso levar em consideração uma característica dos mercados emergentes, conforme nos chama a

atenção a própria Workman : *"o pano de fundo disto é que estes mercados são muito jovens. Eles são muito voláteis. Não são indicados para os que sofrem do coração. Não são para viúvas ou órfãos."* (Ibidem.).

O maior argumento para se investir internacionalmente, é que de fato aumentam as oportunidades para se obter lucro ao mesmo tempo em que se diversificam os riscos. A diversificação reduz o risco de grandes perdas no retorno dos investimentos de um portfólio, isto é, reduz sua volatilidade. Diversos estudos comprovaram que a diversificação internacional de uma carteira de investimentos, reduz sua volatilidade. Esta conclusão pode ser verificada na **Tabela I**, na página seguinte, que apresenta a volatilidade, num período de 10 e de 20 anos, de alguns mercados acionários locais, E.U.A., Japão, Alemanha e Inglaterra, comparada com a volatilidade de alguns mercados internacionais como o mercado Europeu, os mercados conjuntos da Europa, Austrália e Extremo-Oriente e o mercado mundial, medidas através do índice internacional de ações MSCI. Olhando-se a **Tabela I** constata-se, por exemplo, que um portfólio constituído somente de ações do mercado americano esteve sujeito, ao longo de 20 anos, a um risco maior do que um portfólio bem diversificado mundialmente, 16,1% contra 14,9%. A diversificação global traria benefícios ainda maiores para um investidor inglês. Medida em libras esterlinas a volatilidade do mercado acionário britânico foi de 24,3% num período de 20 anos comparada com a de um portfólio diversificado internacionalmente, também medido em libras, de apenas 15,9%.

Mas investir além das fronteiras significa investir também em alguns mercados altamente voláteis, como o de Hong-Kong, o da Itália e os de países emergentes. O resultado líquido da constituição de um portfólio internacional, porém, é uma carteira sujeita a menos riscos, e portanto com menos volatilidade, do que uma carteira montada com ações unicamente domésticas. A explicação é que os

mercados, analisados em conjunto, tem baixa correlação, anulando os riscos individuais

TABELA I

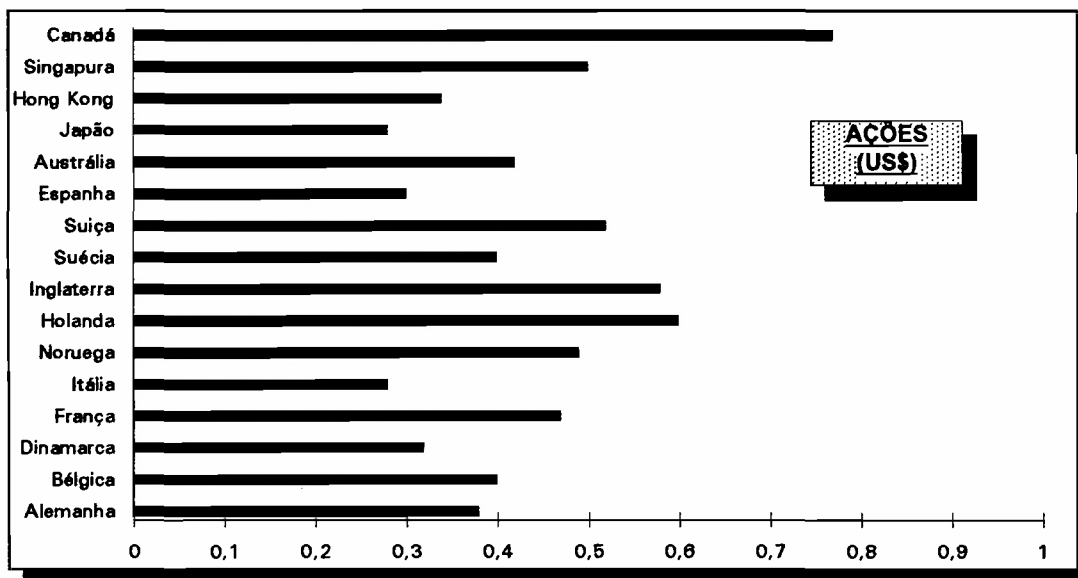
RISCO TOTAL OU VOLATILIDADE (% POR ANO)				
PAÍS (moeda)/ PERÍODO	MERCADO DE AÇÕES LOCAL	MERCADO DE AÇÕES EUROPEU	MERCADO DE AÇÕES EAE0	MERCADO DE AÇÕES MUNDIAL
E.U.A (dólar)				
1980-1990	16,2	18,0	19,2	15,5
1970-1990	16,1	17,8	18,4	14,9
JAPÃO (Yen)				
1980-1990	20,1	17,4	15,3	15,7
1970-1990	18,4	17,4	15,6	15,4
ALEMANHA (marco)				
1980-1990	21,7	16,9	18,4	17,3
1970-1990	18,4	16,6	17,5	16,3
INGLATERRA (libra)				
1980-1990	19,3	16,4	18,0	16,9
1970-1990	24,3	15,9	16,8	15,9

Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

Nota : EAE0 significa os mercados conjuntos da Europa, Austrália e Extremo-Oriente.

O coeficiente de correlação varia entre os países analisados e tende a ser maior entre países com fortes laços econômicos como E.U.A. e Canadá, por exemplo. Mas, como se viu, analisados em conjunto os países tendem a apresentar uma correlação baixa o que explica os benefícios propiciados pela diversificação internacional. O gráfico da **Figura 4** apresenta a análise, efetuada por um período de 10 anos, da correlação entre o mercado de ações dos E.U.A. e o de diversos países. O coeficiente médio de correlação da amostra gira em torno de 0,5. Isto significa que somente 25% (0,5 ao quadrado) dos movimentos observados nos mercados acionários daqueles países e no mercado americano podem ser explicados.

FIGURA 4
CORRELAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO DOS E.U.A.
COM OS DE ALGUNS PAÍSES
(1980-1990)



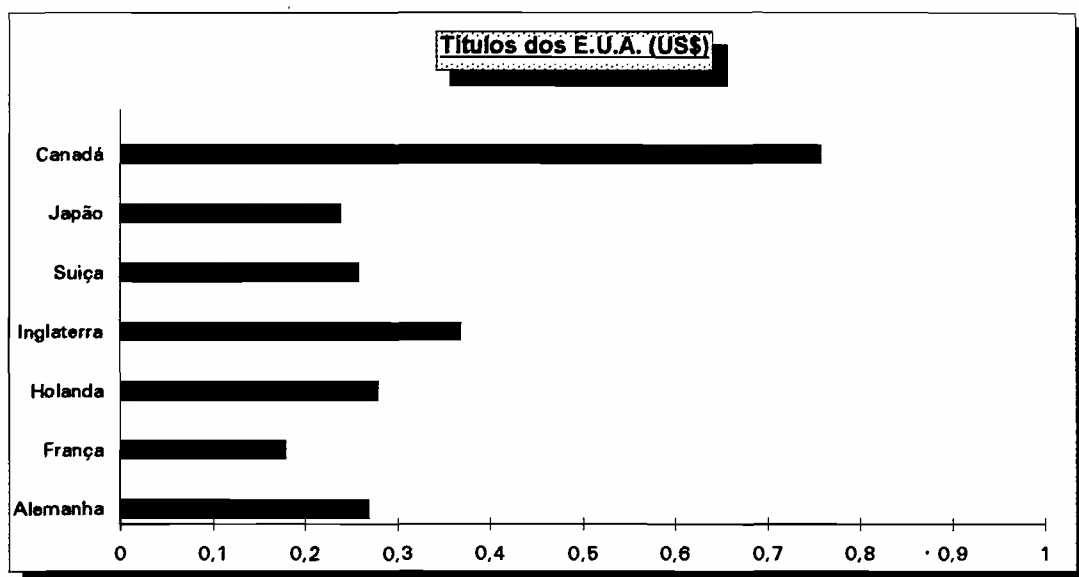
Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

A correlação é ainda mais baixa nos mercados internacionais de títulos, reflexo da relativa independência verificada entre as políticas monetárias e fiscais dos países que, constata-se, não são sincronizadas. Vale lembrar que as políticas monetária e fiscal de determinada nação influenciam tanto os movimentos da taxa de câmbio como o das taxas de juros daquele país. Assim, o investimento no mercado de títulos estrangeiros permite a diversificação do risco interno associado a essas políticas domésticas e à própria economia do país. Isto pode ser verificado através dos gráficos da **Figura 5**, da **Figura 6**, da **Figura 7** e da **Figura 8**, nas páginas seguintes, nos quais são apresentadas as correlações entre diversos mercados de títulos.

É importante ressaltar que a política de investimentos ideal não é aquela que apenas minimiza os riscos, mas sim aquela que otimiza a performance ajustada ao risco, isto é, procura obter o maior retorno enquanto tenta minimizar o risco de

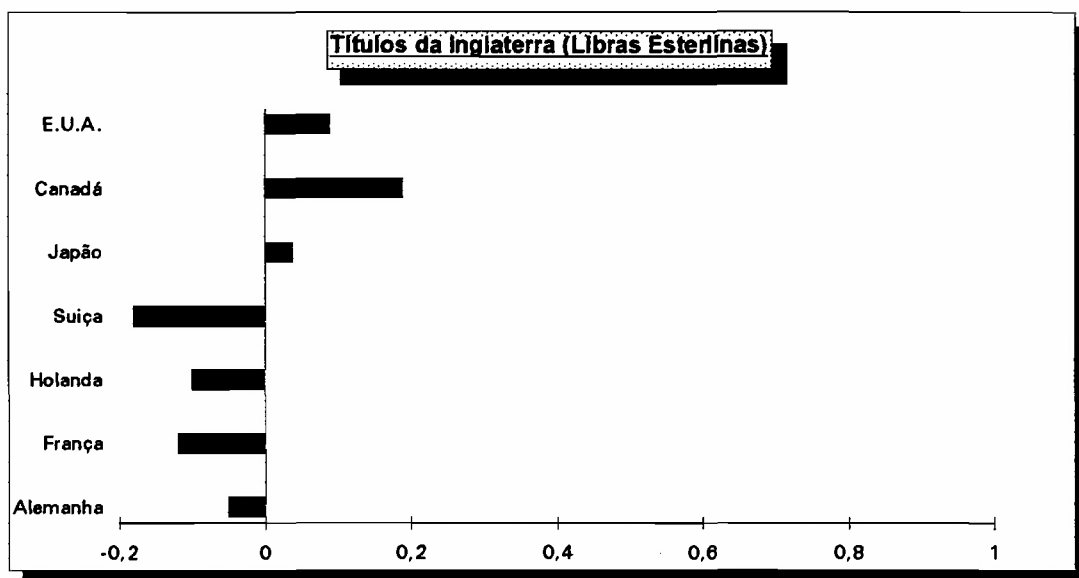
perdas. Marcowitz e Sharpe, vencedores do prêmio nobel de economia de 1990, responsáveis pela popularização deste conceito, definiram a curva sobre a qual se encontraria a alocação de ativos ótima, o balanceamento ideal que se pode atingir entre risco e retorno, como sendo a '**fronteira eficiente**'. As conclusões de um estudo realizado por Odier & Solnick (74) durante um período de 10 anos, publicadas no periódico Financial Analysts Journal, comprova o benefício potencial para os investidores americanos em termos da alocação internacional de ativos. Estas conclusões são : i) as ações internacionais propiciaram maiores retornos e menores riscos do que as americanas; ii) os títulos americanos apresentaram menores riscos e retornos do que daqueles das ações dos E.U.A., o que é coerente; iii) a alocação globalizada de ativos na fronteira eficiente domina fortemente os investimentos nos E.U.A., tanto em ações como em títulos individualmente; e iv) um portfólio doméstico de títulos e ações dos E.U.A. tende a fornecer metade do retorno de uma alocação internacional eficiente com o mesmo nível de risco. Estas conclusões são válidas para quaisquer investidores em quaisquer países.

FIGURA 5
CORRELAÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DOS E.U.A.
COM OS DE ALGUNS PAÍSES
(1980-1990)



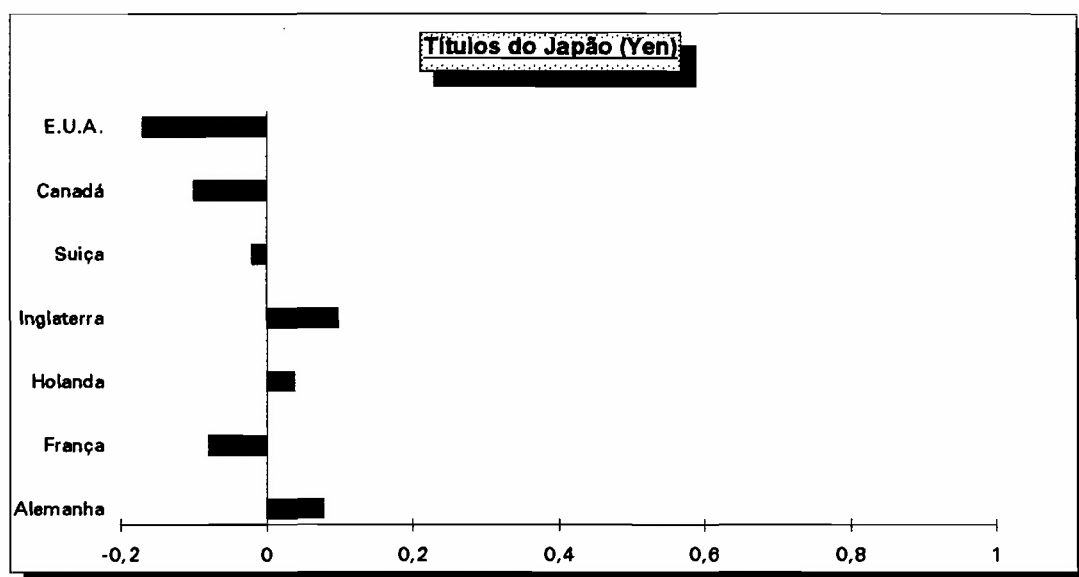
Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

FIGURA 6
CORRELAÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DA INGLATERRA
COM OS DE ALGUNS PAÍSES
(1980-1990)



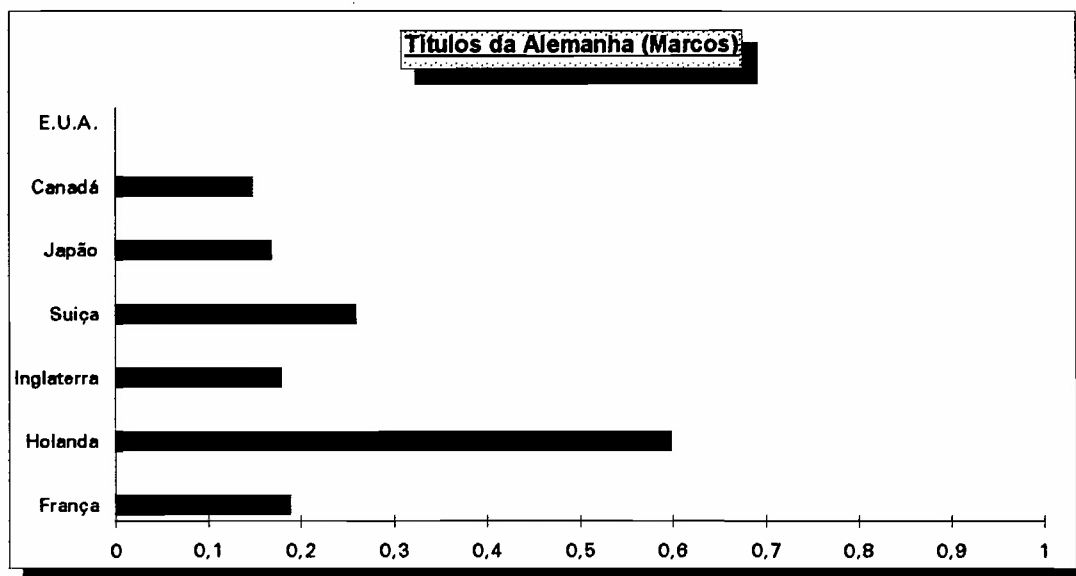
Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

FIGURA 7
CORRELAÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DO JAPÃO
COM OS DE ALGUNS PAÍSES
(1980-1990)



Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

FIGURA 8
CORRELAÇÃO DO MERCADO DE TÍTULOS DA ALEMANHA
COM OS DE ALGUNS PAÍSES
(1980-1990)



Fonte: (74, Patrick Odier & Bruno Solnick, Lessons for international asset allocation, p: 63-77)

Apesar de todas as evidências existe quem ponha em dúvida as vantagens da diversificação obtidas através da aplicação em mercados internacionais, como é o caso de Pullman (91) que afirma : *"a maioria dos mercados mundiais quebrou de forma conjunta em 1987 e de novo em fevereiro passado [1994]. A diversificação pode afinal de contas não funcionar. Talvez existam riscos que afetem todos os mercados, apesar de raramente."* Pullman alega ser impossível para os fundos se recuperarem de uma performance sofrível por parte de todos os mercados de ações. Não obstante, considerando-se os resultados dos estudos sobre o assunto, empreende-se que ao menos fora das crises, a globalização traz vantagens inequívocas para os investidores institucionais, dentre eles os fundos de pensão.

3.1.2 - ASPECTOS ENVOLVIDOS NA GLOBALIZAÇÃO

Como se viu, um dos aspectos da globalização dos investimentos é a proteção do portfólio contra os riscos de oscilação nos mercados locais. Há, no entanto, outros aspectos relacionados a este movimento cuja análise é bastante oportuna e interessante. O primeiro deles é a busca de melhores oportunidades de retorno através dos investimentos em mercados emergentes. A globalização dos investimentos tem levado os fundos de pensão, e demais investidores institucionais, a estudar melhor os mercados, visando detectar oportunidades de investimentos. Há 10 anos atrás um estudo que relacionasse os mais significativos mercados de ações ao redor do mundo dificilmente incluiria os mercados da Polônia, Hungria, Eslovênia, Gana, Colômbia ou Sri Lanka. Muito menos da Indonésia, Portugal ou Grécia. Ao mesmo tempo em que caem as barreiras ideológicas contrárias ao capitalismo, economias outrora pequenas começam a '**emergir**'. Conscientes dos benefícios que os investimentos do setor privado podem propiciar para o seu desenvolvimento estes países começam a construir a infra-estrutura necessária para atrair capitais que sempre estão atentos as novas oportunidades. Os mercados surgem como uma consequência destes movimentos. Da América do Sul, Equador e Uruguai, à Europa, Malta e Islândia, do Oriente-Médio, Irã, à Ásia, Papua Nova Guiné, as bolsas de valores planejadas para entrar em funcionamento ou recém criadas, como as das cidades de Praga, Bratislavia, Hanói, Ho Chi Min, Sofia, Bucarest, Moscou e São Petersburg, estão atraindo os investidores institucionais que direcionam cada vez mais dinheiro para as novas oportunidades que surgem nestes mercados. Segundo Capon (17): *"um em cada três dólares de novos investimentos vai para os mercados emergentes"*.

A abertura comercial das economias, os programas de privatização, a queda das barreiras regulatórias e o aporte de investimentos estrangeiros tem resultado

numa melhor performance dos mercados emergentes do que a daqueles mercados considerados mais maduros. De acordo com dados do International Finance Corporation, braço financeiro do Banco Mundial, em 1992 dentre os 12 mercados mundiais de ações que obtiveram melhores resultados, 11 foram classificados como 'emergentes', conforme pode-se observar na **Tabela II** abaixo. Dentre esses 12, o único mercado considerado desenvolvido era Hong- Kong, que deve a maior parte de sua boa performance ao desenvolvimento de uma economia emergente por excelência, que é a China

TABELA II

**PERFORMANCE DOS MERCADOS DE AÇÕES MUNDIAIS - 1992
ÍNDICES IFC (EM US\$)**

<u>Mercado</u>	<u>% cresc.</u> <u>Dez/91</u>	<u>Mercado</u>	<u>% cresc.</u> <u>Dez/91</u>	<u>Mercado</u>	<u>% cresc.</u> <u>Dez/91</u>
1. Jamaica	202,0	19. Indonésia	1,0	37. Paquistão	- 20,5
2. Peru	124,9	20. França	1,0	38. Polônia	- 21,5
3. China	109,6	21. IFC-Ásia	- 0,1	39. Japão	- 22,1
4. Israel	75,2	22. Holanda	- 1,0	40. Portugal	- 22,6
5. Colômbia	36,1	23. IFC-Comosto	- 1,4	41. Luxemb.	- 22,7
6. Tailândia	35,9	24. Brasil	- 1,5	42. Noruega	- 23,4
7. Hong- Kong	27,4	25. Nova Zelândia	- 5,2	43. Irlanda	- 23,4
8. Malásia	24,6	26. Bélgica	- 5,3	44. Itália	- 24,0
9. Índia	22,1	27. MSCI Mundo	- 7,1	45. Espanha	- 24,9
10. Jordânia	21,1	28. Inglaterra	- 7,2	46. Argentina	- 27,5
11. México	20,0	29. Hungria	- 11,4	47. Taiwan	- 27,7
12. Filipinas	17,2	30. Alemanha	- 11,8	48. Dinamarca	- 29,2
13. Suíça	15,6	31. Áustria	- 12,0	49. Grécia	- 33,3
14. Chile	12,3	32. Austrália	- 13,2	50. Siri Lanka	- 36,0
15. Singapura	4,4	33. MSCI EAFE	- 13,9	51. Nigéria	- 38,8
16. E.U.A.	4,2	34. Canadá	- 14,2	52. Venezuela	- 42,7
17. IFC-A. Latina	4,0	35. Finlândia	- 14,4	53. Turquia	- 54,8
18. Korea	3,5	36. Suécia	- 16,4	54. Zimbabue	- 61,6

Fonte: IFC Emerging markets data base e MSCI Perspective - Dec 1992 (71, Philip Moore, Introduction, p: 2-5)

A atração de capitais dos fundos de pensão, por estes mercados, deverá crescer ainda mais. De acordo com uma Pesquisa realizada pela Eager & Associates,

Louisville, Ky, E.U.A., : *"em meados de 1997, os mercados emergentes de ações terão se tornado ligeiramente mais populares até do que a renda-fixa global - a segunda estratégia de investimentos internacionais mais adotada hoje [...]"*, em Price (83). Pelos prognósticos da Eager, 53% dos fundos de pensão americanos deverão ter ao final de 1997 pelo menos um administrador de ativos contratado para operar só em mercados emergentes. Em junho de 1994 este percentual já situava-se em torno de 34%.

Os mercados emergentes não devem, contudo, obscurecer os mercados ditos maduros. Em termos globais eles ainda carregam uma carga maior de riscos, como problemas de liquidez das ações, regulamentação governamental e o risco político, inexistentes nestes últimos, além de terem um peso relativo menor, conforme expressa Moore (71) :

"1% de queda no preço das ações da Exxon no final de 1992 poderia ter varrido US\$ 1,1 bilhões no valor da companhia. Uma queda de 30% em todo o mercado Jamaicano teria reduzido seu valor em US\$ 1,05 bilhões. Por mais glamour que os mercados emergentes tenham, Exxon ou IBM, Toyota ou ICI são mais importantes para o dinheiro dos aposentados do que Jamaica, Siri Lanka ou Bangladesh"

Contudo, isolado o fator risco e guardadas as devidas proporções em relação aos mercados mais maduros, os mercados emergentes serão uma alternativa atrativa para ocupar o espaço que os investimentos em ações locais deverá deixar. Whitehouse & Morisano (115), fazem um alerta para os investidores que não se preocupam em diversificar as aplicações em ações além de suas fronteiras domésticas, como por exemplo, em mercados emergentes. Eles apontam alguns fatores que contribuirão para diminuir a demanda pela compra de ações : 1) No médio prazo deverá se verificar uma diminuição no ritmo de crescimento dos ativos dos fundos de pensão e num segundo momento um encolhimento destes ativos na medida em que os planos comecem a pagar mais benefícios do que recebem de contribuições. Neste momento, a demanda pela compra de ações deverá cair. 2) O

investimento em ações no mercado internacional, embora no início, está crescendo.

3) Nos E.U.A. os ativos dos planos de contribuição-definida não são investidos maciçamente em renda variável. Note-se que os planos de contribuição-definida constituem uma tendência mundial.

Se a procura pela compra de ações começar a cair em decorrência da redução dos ativos disponíveis para investimentos deste tipo, o preço das ações deverá diminuir. Whitehouse & Morisano (115), chamam a atenção para o fato de que os fundos nunca consideraram que os fatores de demanda decorrentes de suas próprias compras teriam um papel tão significativo na alocação de seus ativos :

"a possibilidade de declínio no valor de mercado dos ativos dos fundos de pensão meramente em função dos movimentos de alocação de ativos dos próprios fundos constituem uma nova categoria de risco nunca antes contemplada pela comunidade dos fundos de pensão"

Mas nem todos são favoráveis aos investimentos globalizados. Uma das reações à globalização dos investimentos é prevista como sendo a tentativa dos governos de impedir a fuga de capitais dos seus países para outros mercados. Clowes (30), Editor da Revista Pensions & Investments, prevê que : *"a próxima década deverá presenciar [...] esforços mercantilistas de governos [...] restringindo ou limitando o fluxo de capitais além de suas fronteiras "*. Clowes imagina uma reação dos países já desenvolvidos, nos quais o retorno tende a ser mais baixo, que estiverem perdendo capitais para aqueles onde o crescimento econômico possa propiciar melhores relações risco-retorno. Estaríamos presenciando o nacionalismo industrial dos países menos desenvolvidos ceder lugar ao nacionalismo do capital dos países mais desenvolvidos, sem dúvida uma contra-tendência contraditória.

Um segundo aspecto, embora ainda embrionário, tem ganhado corpo ao se discutir a globalização dos investimentos. É a idéia das multinacionais coordenarem o investimento dos fundos de pensão de suas diversas subsidiárias espalhadas pelo

mundo. A integração dos ativos mundiais dos fundos de pensão de uma empresa, defendem alguns, aumentaria os retornos e permitiria economias de escala. R. Ross, Diretor de Consultoria na Frank Russell International, Londres, pondera, em Chernoff (20), que : *"não faz sentido você ter um plano Suíço, um plano Holandês e um plano no Reino Unido todos escolhendo administradores de ações que depois as trocam entre si"*. Empresas como Monsanto Co.-St. Louis-E.U.A., Nestle S.A.-Vevey-Suíça, Ciba-Geigy International AG-Basle-Suíça, Imperial Chemicals Industries PLC-Welwyn Garden City-Inglaterra e Alcatel N.V.-Paris-França, estão de olho na recompensa potencial da harmonização das políticas de investimentos. Os especialistas estimam que : *"o aumento de um ponto percentual na performance dos investimentos pode justificar um corte de 15% nas contribuições."* (Ibidem.).

Esta idéia ainda está em fase embrionária pois questões como as diferentes legislações fiscais e a resistência local das subsidiárias ainda precisam ser equacionadas. Um dos caminhos em análise é a criação de um pool de ativos para investimento conjunto, com os registros mantidos de forma centralizada pela matriz, mas com os investimentos legalmente separados de forma individualizada para cada fundo de pensão de subsidiária participante. Por exemplo se um administrador adquirisse 2000 ações de uma empresa Italiana, elas seriam alocadas de forma proporcional para cada um dos fundos das subsidiárias.

Os críticos reagem dizendo que é preciso respeitar a autonomia local e as culturas específica de cada subsidiária. Mas, como disse o responsável pelo escritório da Towers Perrin em Frankfurt, M. Hommel : *"alguns executivos dos quartéis gerais das empresas estão dizendo cada vez mais que os fundos de pensão das subsidiárias não estão sendo investidos da forma mais eficiente."* (Ibidem.). Ainda há muita controvérsia sobre o assunto e talvez tudo isto só venha a fazer sentido num futuro não muito distante.

Por fim, dentre as questões mais importantes relacionadas a globalização dos investimentos dos anos 90 está um terceiro e último aspecto a ser comentado neste item. Trata-se da escolha de um **benchmark** : parâmetro que serve de guia para comparação e para análise de performance, ou seja, o portfólio em relação ao qual se compara aquele do seu gestor.

A. Banerji, Diretor de Mercados Emergentes do Citibank Global Asset Management, faz uma analogia para definir seu pensamento sobre os índices destinados a servir de benchmark no caso dos mercados emergentes, calculados com base na atribuição de pesos de acordo com a capitalização do mercado : *"tudo que os mercados emergentes fazem é concentrar seu risco [...] eles [os índices] dão uma falsa impressão de segurança [...] é como um homem que corre de volta para a segurança de sua casa durante um terremoto"*, em Capon (17).

3.2 - O IMPACTO DE UMA REVOLUÇÃO TECNOLÓGICA

No início da década de 90, 5% dos US\$ 2,5 trilhões dos ativos dos fundos de pensão americanos estavam investidos em imóveis. Os investimentos em imóveis foram uma parte importante da política de alocação de ativos desses fundos durante a década de 70 e início da década de 80, propiciando altos retornos e permitindo que as metas de investimentos dos planos, naquela época quase todos de benefício-definido, fossem atingidas. Aproximadamente 46% de todos os fundos de pensão americanos investiam em imóveis no final da década de 80, sendo que daqueles que não o faziam, segundo pesquisas, 6% planejavam fazê-lo nos anos 90. As implicações da política que os fundos de pensão deverão adotar no futuro, em suas aplicações em imóveis, são profundas para este mercado, dado o volume de dinheiro representado. Duas tendências apontavam para uma desaceleração dos investimentos em imóveis na década de 1990 por parte dos fundos americanos : i) os retornos declinantes deste tipo de investimento verificados no fim da década de 80, provocaram a diminuição dos investimentos em imóveis tornando este tipo de mercado extremamente competitivo. As empresas passaram a se dispor a correr mais risco para continuar obtendo maiores retornos em imóveis e iniciaram a procura por investimentos mais especializados, como shopping-centers, lojas comerciais, terras agriculturáveis (madeira) etc.; e ii) a tendência de mudança dos planos de benefício para contribuição-definida. Estes últimos são mais fáceis de administrar e eliminam o risco potencial de não se obter o retorno necessário para se cumprir com os compromissos assumidos pelos planos. Talvez por isso, em 1990 não houvesse um único centavo de planos de contribuição-definida investido em imóveis nos E.U.A., segundo Ampuero & Scannell (3).

Foi entre o início e o final da década de 80 que os investimentos em prédios de escritórios mostraram-se decepcionantes nos E.U.A.. O retorno anual total de 12%

prometido por alguns consultores de investimentos situaram-se, em média, considerando o período 1984-1989, em torno de 3,9%. Se considerado o período de 1986-1989 este retorno foi ainda pior : 2,2% de acordo com o índice Russel-NCREIF, em Ampuero & Scannell (3). Estes baixos retornos obtidos com investimentos em prédios de escritórios levaram, então, os investidores a procurarem outras alternativas de investimentos em imóveis, como os investimentos em shopping-centers.

Durante algum tempo a aplicação em shopping-centers foi uma alternativa interessante de investimento em imóveis. Mas os construtores elevaram tanto seus preços que, de um retorno total real de 10,3% propiciado para os investidores nesta modalidade de imóvel em 1989, a compra de um shopping regional em 1990 fornecia um retorno anual, para o investidor inicial, de modestos 5% a 6%. Este retorno médio praticamente equívale ao retorno de investimentos livre de risco na economia, como títulos do tesouro federal. E como se não bastasse, o retorno do investimento em shopping-centers, apontam especialistas, pode cair ainda mais se o consumo não permanecer forte. Gallagher (45) informa que :

"já há atualmente cerca de 1,6 m² de espaço no comércio de varejo para cada homem, mulher ou criança na América. Destes, cerca de 0,6 m² encontram-se em shoppings regionais. Sem um grande aumento na população ou um considerável crescimento da economia, nós podemos já estar batendo no limite superior"

Os cépticos em relação ao investimento dos fundos em shopping-centers apontam ainda, em Martin (68), como podendo inviabilizar o futuro dos shoppings centers :

"o clima de desordem do comércio de varejo, a falta de fidelidade dos consumidores e os problemas com as grandes lojas de departamento , que servem de âncoras para os shoppings e que seriam responsáveis por manter os clientes longe das pequenas lojas de varejo fora do shopping"

A grande competição enfrentada a partir das lojas de varejo fora dos shoppings tem diminuído o fluxo de receitas dos shoppings regionais levantando dúvidas sobre a capacidade de se manter os altos custos operacionais destes centros de compras. M. Miles, Diretor Gerente da Prudential Realty Group, comenta que : *"os preços pagos pelos shoppings regionais escorregou de 10 a 25% nos últimos dois anos [...] enquanto as taxas de retorno no primeiro ano requeridas pelos compradores tem aumentado gradualmente a partir dos anos de prosperidade dos shoppings."* (Ibidem.).

Mas o que de fato pode impactar os investimentos em shopping-centers é a mudança nos hábitos e padrões de compra dos consumidores. Esta mudança já pode ser constatada pela modificação na estrutura da indústria de varejo. Os consumidores tem amadurecido e envelhecido provocando alterações na própria arquitetura dos shopping-centers que começam a ser arquitetonicamente redesenhados para prevenir comportamentos de compra "cirúrgica" e promover padrões de comportamento que levem o consumidor a realizar múltiplas aquisições.

Chega-se assim no fator crítico que deverá alterar os hábitos de compra dos consumidores. São as compras interativas através da TV, que possuem um grande potencial de crescimento. Os investimentos em shopping-centers por parte dos fundos de pensão, que só nos E.U.A. somam US\$ 6,9 bilhões, relativos a propriedade por parte dos fundos de 276 'malls', deverão sofrer o impacto dessa nova tecnologia. Tecnologia ainda emergente, é verdade, mas que um dia segundo prevêem os futurologistas, como Williams (122) : *"fornecerão aos consumidores a possibilidade de experimentar roupas com uma realidade que rivalizará a visita a uma loja."* Detentores de investimentos significativos na indústria de varejo os fundos de pensão terão muito a perder se a venda interativa através da TV vier a se tornar popular.

Os defensores dos investimentos em shoppings contra-argumentam dizendo que : *"os shopping centers desempenham uma função social e de entretenimento que não pode ser igualada a se sentar diante de uma televisão manipulando um controle de mão para selecionar produtos"* (Ibidem.). Eles também alegam que muito do ato de comprar provem da espontaneidade de tocar os produtos e senti-los. Pelo sim pelo não, diversos lojista do varejo tradicional tem se juntado a TV's a cabo, companhias telefônicas e serviços de venda on-line para não ficar para trás na nova onda de comprar sem sair de casa através da televisão ou dos computadores pessoais, o que tem movimentado milhares de mercadorias nos E.U.A.. Mas se por um lado os shoppings terão no entretenimento seu ponto forte em relação a compra interativa através da TV, por outro, será preciso que os proprietários dos shoppings invistam na expansão de seus centros de compras em direção a diversão. Um empreendimento caro que colocará pressão sobre os retornos. Os críticos dizem, ainda, que o simples fato da tecnologia permitir a viabilização da compra interativa através da TV não significa que isto ocorrerá imediatamente. Além do custo de implantação de uma sistema destes, ainda não disponível comercialmente, demandar obras de infraestrutura da ordem de US\$ 50 a US\$ 100 bilhões, de acordo com Daryl Mangan, Vice Presidente da Equitable Real Estate Investment Management Inc., há questões logísticas de entrega e distribuição dos itens comprados que precisam ser equacionados. Reconhece-se, no entanto, afirma A. Downs, que a compra através de meios eletrônicos conjugada a compra por meio de catálogos deverá : *"diminuir o crescimento das venda de varejo nos shoppings [...] mas não fará dos shoppings uma espécie em extinção"* (Ibidem.).

Aqueles que defendem a tendência de compra interativa via televisão tem nos números sua principal sustentação. S. Cannon, Professora do Departamento de Finanças da DePaul University, Chicago, pondera, em Williams (122), que anos atrás muitas pessoas descartaram a Home Shopping Network, uma das duas maiores redes de vendas em casa, como uma forma de fazer compras. Mas em 1994, demonstra ela,

a Home Shopping Network gerou vendas líquidas de mais de US\$ 1 bilhão. O avanço das compras por catálogo e através de meios eletrônicos, uma comodidade na vida cada vez mais atribulada das pessoas, dá uma boa medida do que está por vir. Em 1993 as vendas por catálogo situaram-se em torno de US\$ 53,4 bilhões, tendo partido de US\$ 39,8 bilhões em 1988. Projetadas para 1994 e 1995 este montante pulou respectivamente para US\$ 57,4 bilhões e US\$ 61,2 bilhões. Já as vendas líquidas através do sistema de TV iterativa, da Home Shopping Network, Clearwater, Fla., atingiram US\$ 1,046 bilhões em 1993 a partir de US\$ 730 milhões em 1988. E na QVC Network Inc., West Chester, Pa., outra TV de compras iterativas, as vendas líquidas cresceram de US\$ 112,3 milhões em 1988 para US\$ 1,2 bilhões em 1994.

Talvez ainda leve algum tempo, se os futurologistas estiverem certos e isto vier a acontecer, para que os shopping-centers se tornem um elefante-branco na carteira de investimentos dos fundos de pensão. Mas para aqueles que duvidam do “timing” vale a observação de P. Donato-Vice-Presidente Sênior de Mídia na Audits & Surveys, uma firma de pesquisa de mercado baseada em Nova York :

"todo novo empreendimento [de mídia] criado tem levado 20 anos para atingir seu ponto de maturação [...] O cinema foi criado em 1900, mas não se tornou uma mídia popular antes de 1920 [...] O rádio foi criado nos anos 20, mas só atingiu o seu pico por volta de 1935 a 1940. A televisão foi criada em 1946; atingiu seu pico no final dos anos 60 [...] O ano de criação da super-estrada da informação, reconhecido de maneira geral, foi 1984, e seu pico de popularidade é esperado para acontecer em 2024" (Ibidem.)

3.3 - A DERROCADA DO EMPREGO

O emprego tradicional, aquele no qual o empregado almejava passar sua vida toda, começa a ser colocado em cheque nos quatro cantos do mundo. Até mesmo no Japão, país no qual o **emprego de vida inteira** faz parte da cultura, esta prática começa a balançar. Na terra do sol nascente muitos se questionam por quanto tempo as empresas conseguirão manter o que os americanos jocosamente estão chamando de "window tribe", isto é, a "tribo" constituída por trabalhadores que nada tendo para fazer passam o dia olhando pela janela.

Enquanto o emprego tradicional perde espaço, ganham terreno os profissionais cujas habilidades adquiridas são capazes de mantê-los empregados. Estes profissionais, que constantemente agregam novos conhecimentos e capacitações, terão uma responsabilidade cada vez maior pelas suas próprias aposentadorias. Ao buscarem uma ascensão mais rápida na carreira estes jovens profissionais mudam de emprego com uma frequência maior, abandonando as empresas antes de adquirirem direito a uma aposentadoria diferida, o que nos E.U.A. normalmente ocorre aos 5 anos de emprego contínuo. O resultado de uma pesquisa levada a efeito em 1993 pelo NAPF, National Association of Pension Funds, junto a 894 planos de aposentadoria mantidos por empresas nos E.U.A., mostra como a transformação na relação de emprego poderá afetar os benefícios futuros das pessoas que tendem a permanecer menos tempo em cada empresa. De acordo com a pesquisa, uma pessoa que troque de empregador 4 vezes ao longo de uma carreira de 40 anos de serviço, irá se aposentar com um benefício 40% menor do que aquele que permanecer o tempo todo na mesma empresa. A consequência, portanto, para aqueles que mudam de emprego constantemente, será um benefício menor. Além disto, há uma situação ainda mais grave. A pesquisa mostra, também, que uma em cada cinco pessoas elegíveis a participar do plano de previdência privada mantido por suas empresas, não o fazia. A razão para que estas pessoas não queiram participar dos planos de suas

empresas é a crença de que deixarão a companhia em pequeno período de tempo. Por tudo isso, as gerações de jovens profissionais, ao buscarem adquirir mais experiência passando de companhia em companhia, sabedores de que os seus vínculos empregatícios com os empregadores serão por um curto período, seriam melhor orientadas se fossem aconselhadas a adotar planos pessoais de aposentadoria.

A mudança do emprego tradicional, no entanto, será lenta. De acordo com projeções do governo americano, no ano 2.000 mais de 70% dos novos aposentados terão parte de seus benefícios provenientes de um plano de aposentadoria patrocinado pela empresa na qual tenham trabalhado. Mas na medida em que se caminha para uma economia dominada por pequenos negócios e enquanto se observa a vagarosa mudança na relação de emprego, o que se questiona é se a tendência das empresas oferecerem planos de complementação de aposentadoria para seus empregados será mantida. A proporção de empregados que trabalham em firmas com mais de 1.000 funcionários vem caindo consistentemente. Em 1980 eles representavam 14% de toda a força de trabalho nos E.U.A., em 1990 já eram somente 12% e no ano 2.000 serão menos de 10%, indicam os dados do Employee Benefit Research Institute. Enquanto isto, aponta Salisbury (98) : *"entre 1980 e 1990, o emprego em negócios com menos do que 20 empregados cresceu de 19 para 23 milhões; em negócios com 20 a 29 empregados, o emprego cresceu de 21 milhões para 25 milhões."* Se, realmente, a maior parte do crescimento no emprego vier a ocorrer em pequenas companhias, com menos de 100 empregados, a cobertura em relação a aposentadoria privada sofrerá o impacto desta tendência, porque as pequenas companhias tradicionalmente não oferecem este tipo de benefício. As estatísticas já mostram o decréscimo da cobertura de aposentadoria privada propiciada pelas companhias. Em 1980 quase metade dos trabalhadores americanos, 45%, possuíam benefício de previdência privada por iniciativa da empresa na qual trabalhavam. Este contingente caiu para 42% em 1990 e deverá atingir 37% no ano 2.000.

A transferência da responsabilidade pela complementação de aposentadoria para a iniciativa privada, verificada nas recentes reformas dos sistemas oficiais de previdência, associada ao fato das pequenas empresas não oferecerem benefícios aos seus empregados, pode fazer com que as empresas voltem ao ponto onde se encontravam várias décadas atrás quando empregados sem condição econômica para se manterem, não se aposentavam. A menos, é claro, que os pequenos negócios comecem a oferecer benefícios de previdência privada para seus empregados ou encontrem meios para ajuda-los a pagar as suas próprias aposentadorias pessoais.

3.3.1 - PORTABILIDADE DAS RESERVAS INDIVIDUAIS

Em vista da crescente mobilidade da força de trabalho, a legislação que a maior parte dos países tem aprovado, estabelecendo a regulamentação dos sistemas privados de previdência, vem procurando permitir a portabilidade dos fundos. Portabilidade significa a possibilidade do empregado levar consigo, ou seja, "portar", imediatamente ao deixar a empresa na qual trabalhava e por conseguinte deixar de ser participante do plano de aposentadoria desta empresa, as contribuições acumuladas em seu nome tanto por ele mesmo quanto pelo antigo empregador.

Uma nova legislação federal Suíça, por exemplo, em vigor a partir de 01 de janeiro de 1995, segundo Chernoff (26), estabelece : *"os benefícios que outrora deixaram de ser pagos-dinheiro que teria sido usado para ajudar a custear o benefício dos empregados mais velhos-terão que ser pagos aos empregados quando eles deixarem a empresa"*. Chernoff está falando aqui, basicamente, sobre as contribuições efetuadas pela empresa para o plano de aposentadoria, que não são utilizadas no cálculo de benefícios devido a saída antecipada de empregados, isto é, antes que os mesmos tenham direito a benefícios pelo plano. O entendimento da legislação suíça, compartilhado por leis congêneres de outros países, é que o empregado faz juz a totalidade das contribuições vertidas em seu nome pelo empregador, não importa o momento em que abandone o plano. Em vista deste entendimento a legislação suíça estabelece a possibilidade de um empregado que deixar seu emprego, receber o valor presente de seu benefício acumulado, relativo ao período em que esteve na empresa, e comprar benefícios equivalentes no plano de seu novo empregador.

Além dos governos, as próprias empresas tem demonstrado preocupação com a portabilidade dos fundos, ao criarem as regras de funcionamento de seus planos de

aposentadoria. Nos E.U.A., segundo dados da pesquisa anual realizada pela National Association of Pension Funds, que em 1993 foi feita junto a 894 esquemas de previdência mantidos por empresas privadas, se um empregado deixar a empresa após pelo menos dois anos de trabalho ele terá direito a receber de volta todas as suas contribuições, na maioria dos casos com os devidos rendimentos do período, acrescidas das contribuições vertidas pela companhia em seu nome, neste caso, podendo transferi-las para outro plano de previdência mantido por empresa diferente da qual está saindo. Caso o ex-empregado não transfira estas contribuições, o valor fixo dos benefícios relacionado aquele período de tempo aumentará de acordo com a inflação, limitada ao máximo de 5%, até que as contribuições sejam transferidas ou até que este ex-empregado se aposente e volte para receber o benefício proporcional. Muitos planos aumentam o benefício de acordo com a inflação mesmo quando a inflação supera o patamar de 5%.

Na medida em que a portabilidade ganha espaço, cada vez mais os indivíduos que deixam o emprego levam consigo parcelas respeitáveis dos ativos acumulados ao longo do tempo nos planos de aposentadoria mantidos pelas empresas nas quais trabalhavam. Clowes (30) comenta, nesta linha, que : *"contas-corrente com saldos de mais de US\$ 100.000 estão se tornando cada vez mais comuns*. De acordo com o U.S. Census Bureau, em 1988 foram pagos cerca de US\$ 48 milhões dos ativos dos fundos de pensão americanos, na forma de pagamento único, para 8,5 milhões de trabalhadores que deixaram suas empresas. O problema é que pelo menos 62% desses trabalhadores torrou parte do dinheiro, indicam as estatísticas do Labor Department. Por isso, dado as características atuais do emprego com o qual o compromisso é cada vez menor, a portabilidade dos fundos tem sido apontada pelos críticos dos planos de contribuição-definida como um grande perigo. R. Ippolito, Economista Chefe da Pension Benefit Guaranty Corporation, órgão do governo americano responsável por garantir planos de aposentadoria das empresas privadas, aponta, em Flanagan (43), o motivo do perigo : *"no longo prazo, os planos de*

contribuição-definida simplesmente não estarão propiciando tanta renda na aposentadoria".

A solução para este problema talvez esteja na criação de uma legislação conforme a defendida pela Secretária do Trabalho americana, cujo "lobby" era dirigido para tornar obrigatório o direcionamento para planos de aposentadoria individuais, de todo e qualquer pagamento feito aos empregados que saem de planos de aposentadoria mantidos pelas empresas nas quais trabalhavam, antes de terem direito a algum benefício.

Equacionada a evasão de recursos acima apontada, o fato é que a portabilidade será um mecanismo essencial para viabilizar os planos de aposentadoria no futuro. Até mesmo os fundos de pensão ligados ao setor público vêem a portabilidade com bons olhos, conforme opina M. Walton-Diretora dos programas IRC Section 457 do California's Public Employee Retirement System, em Blount (13) : *"a portabilidade faz com que os planos de contribuição-definida sejam ainda mais importantes para os funcionários públicos de hoje [...] porque eles podem controlar os ativos na medida em que eles entrem e saiam do serviço público"*.

3.3.2 - AS TÉCNICAS ATUAIS DE ADMINISTRAÇÃO E SUA INFLUÊNCIA SOBRE OS FUNDOS DE PENSÃO

A contínua eliminação de postos de trabalho, que provavelmente jamais serão recriados, a crescente sofisticação das telecomunicações e a mudança na forma através da qual as companhias usarão os espaços dos escritórios são 3 fatores cujos resultados de longo prazo, até então subestimados pelos fundos de pensão, deverão afetar o valor dos imóveis comerciais, cujos investimentos por parte destes somam só nos E.U.A. cerca de US\$ 37 bilhões.

A reestruturação que vem sendo levada a efeito pelas grandes corporações tem cortado o emprego de milhares de trabalhadores. A ARMCO Inc., uma empresa fabricante de produtos de aço e de máquinas para prospecção de petróleo, dentre outros, baseada na cidade de Parsippany-New Jersey-E.U.A., após passar pelo processo de reengenharia encolheu, ao longo da década de 80, de 70 mil para 8 mil empregados, conforme Durgin (36). A ARMCO tem hoje 2 empregados aposentados para cada empregado ativo, representando um significativo fluxo negativo em seu fundo de pensão, cujo patrimônio soma US\$ 2,1 bilhões. A General Motors Corp. por sua vez, após levar a cabo gigantesco processo de "downsizing" perdeu 27.000 trabalhadores só no ano de 1992, fazendo com que seu plano de contribuição-definida tivesse o patrimônio encolhido em 4,5%, o equivalente a US\$ 300 milhões. Finalmente, no caso da Hughes Aircraft Co., a diminuição foi de 20.000 pessoas em 10 anos, deixando a empresa com 650 mil m² de espaço ocioso ou subutilizado, o equivalente a sete torres de escritório ou sete shoppings regionais. A dispensa de grandes contingentes de empregados, principalmente de média gerência, terá um grande efeito nos investimentos em imóveis realizados pelos fundos de pensão. D. Shulman, Diretor da Salomon Brothers Inc., Nova York, E.U.A., conclui, em Hemmerick (55), que os efeitos do "downsizing" sobre o mercado de imóveis

tornarão : *"extremamente difícil a obtenção de dinheiro dos fundos de pensão para investimentos em imóveis"*. O corte de empregados, que parecia resultado de uma recessão passageira, trará mudanças profundas para este mercado uma vez que as empresas dificilmente precisarão no futuro do excesso de espaço hoje ocioso. Espaço que demanda altos recursos para manutenção e do qual as empresas tenderão a se ver livres. A. W. Kirschbaum, Vice-Presidente Sênior da Bechtel Investment Inc., administradora do fundo de pensão de US\$ 2 bilhões da empresa, justificando a intenção de diminuir a participação neste tipo de investimento pondera, em Hemmerick (58), que : *"além do excesso de oferta de espaço [...] a força de trabalho não está crescendo e algumas companhias estão começando a terceirizar o trabalho feito nos escritórios"*.

A terceirização do trabalho feito nos escritórios acontece na esteira do avanço das telecomunicações, o que também tem contribuído para o aumento no excesso de espaço de escritórios comerciais, cuja ociosidade só nos E.U.A. girava, em 1992, ao redor de 111,5 milhões de m². D. Shulman, Diretor e Estrategista Econômico Chefe da Salomon Brothers Inc., Nova York, já em 1989, ao comentar, em Hemmerick (58), a queda nos valores da locação de imóveis fornecia uma boa dica de como a tecnologia poderá afetar este mercado : *"empregados altamente especializados podem ser baseados praticamente em qualquer lugar desde que estejam 'conectados'"*. Dado que o perfil dos trabalhadores está mudando, pois as empresas demandam empregados cada vez mais capacitados, estes podem trabalhar até mesmo em casa de onde 'conectados', como definiu Hemmerick, através de telefones celulares podem interligar seus computadores pessoais e se comunicar com o mundo. A facilidade nos meios de comunicação tem permitido às empresas mudarem suas bases operacionais para o interior, com ganhos em custos que vão dos espaços comerciais aos salários, longe dos centros urbanos, alvos típicos dos investimentos em imóveis dos fundos de pensão. Empresas como J.C.Penney Co., Northern Telecom Inc., Exxon Corp. e Kimberly-Clark Corp. mudaram-se para o subúrbio de Dallas, E.U.A., onde, apesar

da farta disponibilidade de espaço comercial, muitas optaram por construir seus próprios escritórios, dando mais um motivo para os investidores em imóveis ficarem preocupados com esta tendência. Sandom J. Goldberg, Vice-Presidente da Salomon Brothers, cuja empresa construiu seu próprio espaço de escritórios em Tampa, Flórida, explica que as empresas tem preferido construir seus próprios espaços, pelo fato de poderem assim atender melhor às suas especificações e porque os custos no interior são inferiores aos das zonas comerciais centrais.

Mas os investidores em imóveis não se deparam apenas com os problemas apontados acima. Um novo conceito de utilização dos escritórios chamado de uso do espaço "just-in-time" também está contribuindo para a queda na procura por imóveis comerciais. Mr. Anderson, da Anderson Capital, explica este novo conceito : *"similar a um sistema de reserva de hotel, um executivo faz a reserva antecipada do escritório e qualquer documento, papel ou necessidade pessoal são providenciados antes que ele ou ela usem o escritório"* (Ibidem.). A Arthur Andersen já adota este sistema em seus escritórios de Chicago e São Francisco, nos quais os empregados passam muito tempo fora do local de trabalho, este último com uma média de uso de 4,6 executivos por escritório.

Embora todas estas potenciais mudanças sejam apenas tendências, mesmo uma pequena mudança pode significar prejuízo para os investidores institucionais que aplicam em imóveis. Isto porque o preço de um edifício comercial é definido com base na presunção de valor. E se os compradores potenciais entenderem estar havendo uma diminuição nos valores de locação na região onde se localiza o imóvel eles podem forçar o vendedor a assumir uma perda no valor da transação.

É importante notar que as estratégias usadas pelas grandes corporações para diminuir sua força de trabalho não tem como único nem principal impacto sobre os fundos de pensão seus investimentos em imóveis. Uma das mais importantes e talvez

graves conseqüências de tais estratégias tem sido o aumento do fluxo de pagamento de benefícios dos fundos de pensão. O pedágio pago pelos ativos dos fundos, cujas patrocinadoras encontram-se em processo de reestruturação, demitindo empregados e vendendo unidades de negócios, pode chegar a bilhões de dólares. Este foi, por exemplo, o caso da General Dynamics conforme comenta Star (109) : *"os ativos do plano de benefício-definido da General Dynamics encolheram 41% passando de US\$ 4,906 bilhões para US\$ 2,892 bilhões"*. Muitas companhias como a General Dynamics e a Jaguar PLC, baseada em Coventry, Inglaterra, que chegou a encolher 1/3 em 18 meses, ao levar adiante cortes profundos em seus quadros de funcionários tem aumentando de forma alarmante o passivo de seus fundos. Em alguns casos este aumento do passivo tem sido fatal, como o foi o da companhia de aviação Eastern Air Lines. O êxodo de pilotos ao longo de alguns anos foi drenando o patrimônio do fundo de pensão na medida em que os ex-empregados sacavam seus benefícios na forma de pagamento único, previsto no plano, levando o governo a ter que assumir os compromissos do fundo, na medida em que o passivo se tornou insustentável para a companhia já em dificuldade.

O aumento do passivo conjugado com a diminuição das 'sobras' anteriormente verificadas nos ativos dos fundos de pensão tem levado os consultores a chamar a atenção para a necessidade de se adotar uma política de investimentos voltada para os objetivos do plano, ou seja, que alinhe os compromissos com a disponibilidade de recursos. Mesmo que o movimento de "downsizing" verificado na maioria das corporações não houvesse contribuído para aumentar o passivo dos fundos de pensão, o envelhecimento da população o faria, levando a necessidade de um melhor balanceamento na exposição do portfólio ao risco. Assim, um fundo extensivo a uma força de trabalho jovem poderia se expor mais ao risco, aplicando fortemente em ações enquanto fundos mais maduros deveriam procurar um melhor balanceamento entre renda fixa e renda variável no "mix" de seus ativos. W.G. Ashurst, Gerente de Pessoal e Previdência da Jaguar PLC, confirma esta tendência, em Price (87) : *"em*

razão dos empregados ativos representarem hoje 60% do passivo contra 90% antes da redução da força de trabalho, o fundo irá diminuir sua posição em ações, possivelmente a um nível tão baixo quanto 60%".

Em resumo, as técnicas modernas de gestão das empresas, ao provocarem a diminuição dos quadros de pessoal das companhias num ritmo acelerado, tem afetado de uma maneira ou de outra, quer seja nos investimentos, quer seja nos compromissos, os fundos de pensão. É imperioso, portanto, que os responsáveis pelos fundos acompanhem criteriosamente tais movimentos, procurando antever suas conseqüências e empreendendo as devidas correções de rumo.

3.4 - LIGAÇÕES PERIGOSAS ENTRE INVESTIDORES E NEGÓCIO

Os fundos de pensão constituem, atualmente, o maior grupo de acionistas das grandes corporações ao redor do mundo. Nos E.U.A. eles detêm hoje cerca de 2/3 das ações das 500 maiores companhias negociadas em bolsa de valores, após uma evolução lenta. Nos anos 50 os planos de previdência e de poupança voltada para a aposentadoria, detinham menos de 1% das ações simples nos E.U.A. Em 1970 os fundos de pensão já detinham 8% do total de ações negociadas nas bolsas americanas, contudo, mais de 72% dessas ações ainda pertenciam a indivíduos. Mas por volta de 1988 os indivíduos detinham menos de 50 por cento das ações e como contrapartida, em 1990 a participação dos fundos no controle das companhias já havia crescido acima de 28% por cento do total de ações. A afirmação de Moore (71), segundo o qual : *"estas estatísticas ilustram o fato incontestável de que os indivíduos não mais controlam os mercados financeiros na América"*, é válida, também, além das fronteiras dos E.U.A.. Esta é uma tendência mundial.

Na medida em que diminui a quantidade de ações possuída por indivíduos e cresce a participação de investidores institucionais nas bolsas de valores, aumenta a concentração do poder de voto desses novos proprietários que não tem hesitado em influir na gestão das companhias, apontando para os administradores o caminho que devem trilhar e como devem conduzir a estratégia das corporações. R. Berenbeim através de uma pesquisa intitulada 'Company Relations With Institutional Investors' procurou mensurar a quantas andava esta relação e constatou, em Whittington (116), que : *"os executivos de 70% das companhias com ações negociadas publicamente nos E.U.A. encontraram-se com seus investidores institucionais ao longo dos últimos três anos"*. Esta postura dos fundos tem se revelado de várias maneiras. No início de 1990 dois dos maiores fundos de pensão americanos informaram à General Motors Corporation, empresa da qual detinham posições acionárias expressivas, que

esperavam participar da nomeação do próximo CEO-Chief Executive Officer, equivalente ao cargo de Presidente, bem como da formulação das políticas e objetivos da próxima administração. Os americanos chamam ações como esta de "shareholder activism" ou "corporate governance". Algo como uma tutela dos administradores da empresa por parte dos acionistas detentores de expressivas participações em seu capital, que estariam monitorando os gestores em função do retorno das ações da companhia, propiciado por suas estratégias de gestão e, dependendo do resultados da companhia, querendo influir sobre a escolha de Diretores, sobre a remuneração dos principais executivos, enfim, sobre as operações da empresa, em última análise. Este movimento tem encontrado eco em todos os continentes. A NAPF-National Association of Pension Funds, a associação que representa em termos nacionais os fundos de pensão ingleses, chega a tentar unificar a maneira através da qual suas associadas devem interferir nas companhias das quais detenham posições, segundo Lindey (67) : *"nós recomendamos que um executivo pleiteando um novo cargo deva ter um contrato com duração fixa de não mais do que 3 anos e que as renovações de contrato não devem exceder a um ano."* Esta posição é duramente criticada inclusive por alguns membros da própria associação que argumentavam : *"as decisões quanto ao contrato devem ser ditadas pela percepção do comitê de remuneração de cada companhia em relação ao que o mercado pratica e os acionistas não devem interferir."* (Ibidem.). No Brasil os primeiros movimentos dos fundos de pensão para subir no controle das empresas das quais participam acionariamente já começam a ser notados, conforme se pode perceber da declaração de J. V. R. dos Reis, então presidente da Previ, fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil, em Bautzer (10) : *"não queremos mais ter ações preferenciais porque a nossa intenção é participar da gestão das empresas. No Brasil o acionista preferencial tem poucos direitos e não temos mais interesse neste tipo de investimento"*.

Embora este envolvimento direto nos destinos das corporações não seja bem visto pela maioria de seus gestores, grande parte dos fundos de pensão, principalmente os ligados ao setor público, tem usado a prerrogativa que lhes dá o voto, detentores de participações nada desprezíveis nas empresas, para expressar seu descontentamento com a gestão e com os resultados das companhias que controlam acionariamente. A analogia feita por Hanson (51), Presidente do Califórnia Public Employees Retirement System-Calpers, o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, cujas atividades junto aos Conselhos das companhias começou em 1987, é a seguinte : *"se você compra um edifício de escritórios comerciais e a imobiliária que administra a propriedade não se desempenha adequadamente, você não vende o prédio - você troca de imobiliária"*. É fácil entender porque os fundos de pensão patrocinados por empresas privadas não tem empreendido este tipo de ação. Bishop (12) ensina a razão : *"estes fundos contratam gestores de ativos do setor privado, que não querem correr o risco de contrariar clientes prospectivos votando contra eles"*. Além disto, no setor privado há forte ligação entre presidentes de companhias em função do relacionamento de negócios, do ambiente empresarial ou mesmo em decorrência de laços de respeito e amizade entre as organizações. Whittington (116) chega a satirizar esta situação : *"coitado do gestor de fundo que persegue o administrador de uma empresa de seu portfólio, porque será repreendido pelo seu próprio patrão."*

A concentração crescente no capital das companhias, por parte dos investidores institucionais, tem sido motivo de preocupação em decorrência da visão de curto prazo que ela traz para os resultados das corporações. Os fundos de pensão ao procurarem maximizar o retorno imediato de seus investimentos tem compelido as companhias a redirecionar suas estratégias, preocupadas com a performance no curto prazo, prejudicando sua habilidade de planejar e investir para o futuro. O prazo médio com que os resultados são requeridos pelos fundos enquanto investidores é incompatível com a maturação de muitos projetos empresariais. Hanson (51), do

Calpers, defendendo este tipo de estratégia, fornece uma idéia deste prazo : *"todo ano nós escolhemos 12 empresas de nosso portfólio para nossa 'lista de pancada' [...] nós fazemos a seleção baseados no retorno total para o acionista num período de 5 anos [...] que é o mais importante para nós como investidores"*. Uma demonstração da preocupação dos fundos de pensão com resultados de curto prazo é a mudança na propriedade das ações. Na década de 60, cerca de 20% das ações da bolsa de Nova Iorque mudavam de mão no período de um ano. Atualmente, os investidores institucionais trocam todo ano a propriedade de cerca de 75% das ações, sendo que em 1987 esta rotatividade chegou a ser de 95%. A possibilidade de take-overs hostis tem contribuído para atemorizar os gestores das companhias reforçando o horizonte de curto prazo.

Esta visão de curto prazo afasta as empresas das aplicações em pesquisa & desenvolvimento, inibe os projetos que demandam investimento de capital com maturação de longo prazo e prejudica a competitividade global das companhias e, em consequência, dos países. Bishop (12) ataca a postura dos fundos de comprar grandes participações nas companhias para poderem nomear representantes seus nos conselhos de administração com o único objetivo de cobrar por melhores performances. Alega ele : *"corre-se o risco de se restringir demasiadamente a liberdade gerencial, levanta dúvidas sobre a habilidade do investidor fazer o trabalho corretamente e pode sacrificar a liquidez."* A questão que se coloca é : até que ponto dirigentes de fundos de pensão são mais competentes para definir os interesses de longo prazo de uma companhia do que os diretores e gerentes desta companhia ?

Talvez o fenômeno de se influir na direção das empresas seja uma resposta à impossibilidade dos grandes fundos se desfazerem de posições significativas de ações das companhias que se encontram em seus portfólios, cujos resultados se mostram insatisfatórios. O lendário Consultor em Administração, P. Druker, ao

escrever um artigo na Harvard Business Review disse : " *'as posições de ações até mesmo de um fundo de pensão de tamanho médio já são tão grandes que elas não são facilmente vendáveis'* Qualquer um que detenha 1% das ações de uma companhia achará difícil se desfazer delas, disse ele, acrescentando, *'E o detentor de 40% [todas as ações], isto é, a comunidade dos fundos de pensão como um todo, não consegue vender de forma alguma.'* ", em Donlan (33). Hemmerick (57) confirma a expectativa de Druker ao justificar o verdadeiro motivo pelo qual o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, o Calpers, se entregou ao "corporate governance" : *"os responsáveis pelos investimentos sabiam que em razão do tamanho do fundo eles não poderiam realmente vender muitas ações com as quais não estivessem satisfeitos"*. Finalmente, Whittington (116) aponta indiretamente para o que seria a consequência de uma venda de grande participação acionária de um fundo em uma companhia : *"por deterem tantas ações, seria difícil desinvestir sem sofrer uma perda [...] vender as ações abaixo do preço pode muitas vezes machucar o fundo de pensão tanto quanto machuca a companhia cujas ações estão sendo vendidas"*. Assim, a dimensão atingida por alguns fundos de pensão tem sido usado como justificativa para explicar a lógica, nas palavras de Dunstan (35), de : *"falar ao invés de andar, i.e. tentar negociar melhoramentos na performance da corporação ao invés de vender suas posições."*

O certo é que muitas companhias tem procurado se proteger dos chamados ativistas, instituindo programas de participação dos empregados no capital das empresas ou aumentando seu endividamento através de excessiva alavancagem financeira, para afastar os compradores potenciais. Mas estas soluções não contribuem para a melhoria da competitividade no longo prazo. Empresas possuídas pelos empregados tendem a ser orientadas para dentro criando resistências quanto a algumas decisões estratégicas, muitas vezes necessárias, como fechar uma fábrica ou eliminar uma linha de produtos. Por outro lado, a alavancagem financeira é um terreno muito movediço cuja parte escorregadia pode levar uma empresa a quebrar.

Ainda é muito cedo para se prever o impacto desta tendência, de propriedade das corporações por parte de investidores institucionais, sobre o mercado de capitais e sobre a competitividade das companhias em geral. É preciso observar o desenvolvimento desta questão cuidadosamente e avaliá-la continuamente. É preciso encontrar o ponto de equilíbrio entre o curto e o longo prazo e entre o envolvimento construtivo de "investidores" e a intromissão negativa de "proprietários" nos destinos das corporações. É imperativo que se encontre o divisor de águas entre aqueles que almejam simplesmente um instrumento de poder e aqueles que perseguem os interesses legítimos dos participantes dos fundos de pensão.

3.4.1 - DEFESA DO INVESTIMENTO ?

A crescente presença dos fundos de pensão nos Conselhos de Administração das corporações possui muitos adeptos. O uso desta prerrogativa dos fundos é defendida por Silverstein (106): *"os ativistas enfatizam, entretanto, que não estão sedentos por sangue e que usarão seus direitos recentemente descobertos de maneira responsável."*

O uso deste poder, contudo, não tem limites claramente definidos, não havendo portanto nenhuma garantia de que será usado responsavelmente. A falta de garantia quanto ao exercício deste poder pode tomar conotações perigosas dado que os fundos de pensão atualmente começam a investir nos meios de comunicação de massa. No Brasil grande parte do controle do jornal Gazeta Mercantil pertence a um pool de fundos de pensão, a maioria ligados ao setor público, segundo informações da ABRAPP-Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Privada.. Nos E.U.A. um quarto dos maiores investidores em empresas jornalísticas como o The New York Times Co. e a Knight-Ridder Inc. são fundos de pensão estaduais e outros investidores institucionais ligados ao governo, em Fitzgerald (42). A participação de fundos ligados ao setor público americano em empresas de comunicação, não é vista com muitos bons olhos nos E.U.A., conforme relata R. G. Picard, Editor da Journal of Media Economics e Professor do Departamento de Comunicações da Califórnia State University, Fullerton : *"a propriedade ou financiamento governamentais de negócios da mídia privada viola o princípio básico do jornalismo americano segundo o qual a mídia deve ser independente do governo e não ter ligações com grandes instituições que possam influenciar ou controlar suas reportagens"* (Ibidem). Os fundos de pensão privados, como o da General Electric Co., também estão investindo em setores de comunicação. O fundo da GE tem desembolsado dezenas de milhões de dólares na compra de estações de

rádio em cidades pequenas e médias. Picard chama a atenção, ainda, tanto no caso do controle de empresas de comunicação por fundos privados quanto no caso de controle por fundos públicos para um aspecto bastante delicado : *"mesmo que estas relações não envolvam tentativas coercitivas de controle do conteúdo [...] a história e as pesquisas tem demonstrado que a mídia tende a tratar as notícias envolvendo seus principais investidores com mais cuidado e que há influências na cobertura difíceis de detectar quando os interesses dos grandes investidores estão envolvidos."* (Ibidem.).

Os fundos de pensão, por seu lado, não parecem estar muito preocupados com ponderações como as de Robert Picard. Nos E.U.A. o estratégico setor de TV a cabo, o veículo de comunicação do futuro que em breve estará competindo até com as companhias telefônicas, entrou na mira dos fundos que, não por um acaso, estão fazendo questão de extrapolar seu papel de meros investidores, participando da tomada de decisões e das operações diárias. Fazer questão de participar da tomada de decisões causa estranheza geral, conforme ressalta J. Eckes, Analista Sênior da Moody's Investors Services Inc., Nova York, em Burr & Burr (15) : *"enquanto joint ventures são bastante comuns na indústria de cabos por reduzirem o débito necessário para financiar expansões, não é usual para um fundo de pensão se envolver diretamente em uma delas."* Os fundos se defendem alegando que se posicionam apenas como financiadores dos negócios, conforme a analogia utilizada por D. Bronner para defender o financiamento de US\$ 573,4 milhões que o Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos Estaduais do Alabama fez para a compra da Park Communications anunciada em 26/10/94 : *"você tem uma casa? bem, se você possuir 80% ou 90% financiados, nós podemos ser os proprietários dessa casa [...] mas eu digo a você com qual cor você deve pinta-la? eu digo a você onde você deve colocar suas janelas?"*, em Fitzgerald (42). A verdade é que qualquer elo entre grandes corporações ou instituições ligadas ao governo e as

empresas de comunicação de massa significam um conflito de interesses em potencial.

3.5 - O QUARTO PODER E A SOCIEDADE

A imensa concentração de poder econômico dos fundos de pensão faz despontar na sociedade moderna um quarto poder que, paralelamente aos demais poderes constituídos, passa a direcionar as economias mundiais em substituição ao sistema financeiro tradicional, outrora dominado pelos bancos.

Esta nova e desconhecida concentração de poder econômico, aqui definida como o quarto poder, é controlada pelos gestores dos ativos e pelos altos dirigentes dos fundos de pensão. Conforme ressalta R. A. Ippolito, em Whitehouse & Morisano (115) : *"esta concentração de poder econômico é nova para nossas economias e opera sobre regras do jogo que ainda não foram avaliadas pelos nossos economistas ou por aqueles que definem as políticas governamentais"*. A forma como estes recursos são investidos não garante que esta poupança doméstica seja utilizada em proveito da sociedade como um todo já que por trás das decisões de alocação desses ativos, tomadas pelos novos gestores do capital, não estão, necessariamente, motivações de mercado.

Alguns números demonstram como este poder econômico encontra-se extremamente concentrado:

- investidores institucionais, como os fundos de pensão, investem somente em grandes companhias. Gigantescas corporações americanas como Philip Morris, Bristol Myers Squibb, Merck, Coca-Cola, Johnson & Johnson, Pepsico, GTE, Eli Lilly, Abott Labs, dentre outras, tem mais de 50 por cento do controle nas mãos dos investidores institucionais, relatam Whitehouse & Morisano (115). Um estudo publicado no início da década de 90 pelo Columbia Institutional Investor Project demonstra que dentre as 1000 maiores empresas listadas pela

Business Week : *"as participações institucionais declinam na medida em que o tamanho dos ativos da companhia cai"*. (Ibidem.).

- os ativos dos 50 maiores fundos de pensão americanos chega a US\$ 1 trilhão, enquanto os 200 maiores fundos controlam individualmente cerca de US\$ 1,5 trilhões. A concentração de ativos dos fundos americanos, cujo padrão de comportamento é o mesmo dos fundos nos demais países, é evidente. Os 200 maiores fundos respondem por mais de 75% do total de ativos dos 1.000 maiores fundos de pensão americanos.
- Somando os ativos, com posição de 1994, dos sistemas de previdência privada da Austrália, US\$ 141 bilhões, do Canadá, US\$ 250 bilhões, do Japão, US\$ 1,02 trilhões, da Suíça, US\$ 201 bilhões, do Reino Unido, US\$ 733 bilhões com os dos E.U.A. verifica-se que dos cerca de US\$ 5 trilhões de ativos mundiais dos fundos de pensão, quase 90% concentram-se nesses 6 países, segundo dados publicados por Chernoff & Clowes (18) em *Funds fell market's sting-Pensions & Investments*, 23/01/95.

Se por um lado este poder econômico encontra-se extremamente concentrado, por outro ele também é utilizado de forma concentrada. O papel de intermediário econômico-financeiro desempenhado pelos grandes bancos, que de um lado eram depositários da poupança nacional e do outro financiadores das operações de concessão de créditos, foi sendo perdido para os investidores institucionais. *"Será que alguém ainda dá preferência aos empréstimos bancários tradicionais ?"* pergunta Gilbert (47). A resposta para a pergunta de Gilbert encontra-se nas estatísticas. Nos E.U.A., por exemplo, o sistema bancário responde por não mais de 20% da oferta de crédito. Leander (65) fornece uma idéia do crescimento da importância dos fundos na economia americana, comparado ao sistema bancário tradicional : *"os fundos de pensão rapidamente representarão competição para os depósitos bancários, atingindo 3,11% dos depósitos dos bancos este ano [1994] e o triplo disto (9,58%) em 1995"*. Este fenômeno está acontecendo em todos os países

onde os fundos se fazem presentes. R. Buonuome, Economista Sênior da Baring Securities na Argentina, ao comentar, em Green (48), os desdobramentos do novo sistema de Previdência Privada argentino, confirma esta tendência : *"os fundos de pensão bombearão seu capital para [comprar] ações diretamente das grandes corporações, diminuindo a dependência destas dos empréstimos bancários"*. Os números no Brasil também confirmam a perda de espaço dos bancos para os fundos de pensão. A participação dos bancos no PIB brasileiro, que no final da década de 70 era de 26,4%, caiu para 7% em 1994 enquanto os fundos de pensão evoluíram de uma participação inexpressiva no PIB, nos anos 70, para um patrimônio equivalente a 11% do PIB em 1994.

Os bancos irrigavam toda a economia com empréstimos e assistência. Mas a partir do momento em que os fundos de pensão passaram a ocupar este papel, agindo como controladores da poupança doméstica em uma ponta e como financiadores das empresas na outra, através da compra de ações ou de títulos diretamente das grandes companhias, passando por cima do sistema bancário, outros setores da economia que não o mercado financeiro ficaram à margem do fluxo de capitais. Whitehouse & Morisano (115) confirmam o que está se observando : *"em função deste filtro não ter as mesmas prioridades de investimento que a economia como um todo, da qual ele drena a poupança, as opções de investimentos e a distribuição de riqueza tem sido afetadas"*.

Mas afinal, qual é a prioridade no investimento dos recursos dos fundos de pensão ? Deve ser, dizem os administradores, exclusivamente o melhor interesse dos participantes dos planos. Se for assim, eles realmente estarão à margem da economia como um todo, já que o aumento da produtividade nacional e o crescimento econômico do país não podem ser considerados interesses exclusivos dos participantes desses planos. As evidências mostram, para piorar a situação, que as empresas administram seus fundos de pensão como se estes fossem parte integrante

da política financeira geral da própria companhia e não um pool separado de ativos a ser administrado no melhor interesse dos participantes. M. Behm, Analista do Setor Automotivo na Duff & Phelps, Chicago, E.U.A, demonstra, em Williams (117), o verdadeiro interesse de uma companhia no equilíbrio de seu fundo : *"a posição de se ter os compromissos integralmente cobertos pelas reservas é importante para a Chrysler tanto pelo aspecto de classificação de risco de crédito como pelo ponto de vista do negócio."* A prioridade pela estratégia da companhia é facilitada já que os dirigentes dos fundos de pensão, longe de serem independentes, normalmente são altos gerentes das empresas no papel simultâneo de diretores do fundo. Whitehouse e Morisano definem muito bem esta situação : *"nossa estrutura atual, com um dirigente 'independente' que é na verdade um gerente da empresa, é uma ficção legal perigosa"* (Ibidem.). E concluem : *"uma vez que reconheçamos que os fundos de pensão constituem uma peça importante em nossa estrutura financeira, e uma vez que esperemos um impacto econômico 'real' desses planos, concordaremos em remover esse conflito de interesses dos dirigentes "* (Ibidem.).

Em resumo, os fundos de pensão drenaram a poupança do tradicional sistema de formação de capital e erigiram um mundo financeiro paralelo sem nenhuma conexão ou responsabilidade com a comunidade em termos gerais. A poupança doméstica que costumava ser reciclada através do sistema financeiro tradicional e que propiciava o desenvolvimento econômico de centenas de comunidades se transformou em capital dos fundos passando a não ser mais investida nessas comunidades. Passou, sim, a ser direcionada para o mercado de capitais onde hoje se encontra concentrada toda a riqueza, fazendo surgir uma elite econômica especializada em sua administração. Esta elite econômica e os mercados de capitais dominam atualmente toda a riqueza econômica.

Se a sociedade espera algum esforço dos fundos de pensão no sentido de contribuir diretamente para a melhoria da produtividade e do bem estar de toda a

comunidade na qual trabalham, vivem e algum dia vão se aposentar os participantes do plano, enfim, propiciar o crescimento econômico através da gestão de sua poupança financeira acumulada, é preciso criar mecanismos que permitam a todos os segmentos da sociedade amplo acesso ao capital necessário para o crescimento econômico. É preciso que se restabeleça o papel histórico do empréstimo como fator de desenvolvimento econômico, fazendo com que uma porção do capital dos fundos retorne para a rede descentralizada de distribuição de recursos capaz de estimular o desenvolvimento econômico da comunidade. Além disso, é preciso que se caminhe para a escolha de dirigentes verdadeiramente independentes ou para o controle dos fundos pelos empregados ativos e aposentados.

3.6 - A SURDA LUTA PELO CONTROLE

Na medida em que o Estado aperta o cinto da previdência social, os planos de previdência patrocinados pelas empresas crescem em importância e com eles, um novo conjunto de questões sobre como estes planos deverão ser controlados e investidos. Segundo a regra de ouro das finanças, diz D. Burmon, Presidente da The Walden Asset Group-Wellesley, Massachusetts, em Gilbert (47) : *"aqueles que tem o ouro é que ditam as regras"*. Ou seja, terá poder quem controlar estes ativos.

O controle dos fundos pelos empregados sempre foi uma questão polêmica. Os dois extremos são representados pela Inglaterra, legislação semelhante a do Brasil, e Espanha. Na Grã-Bretanha as empresas não são obrigadas a convidar nenhum empregado a participar da diretoria de seus fundos de pensão. Já na Espanha, a lei estabelece que os empregados precisam ser maioria nos órgãos dirigentes dos fundos caso estes pretendam obter isenção de impostos. Em todos os demais países da Comunidade Européia os empregados precisam ter alguma representação nos fundos, mas não dominá-los. Legislações no sentido de alçar os participantes ao controle parcial dos fundos começa a ser estudada em alguns países, como na Bélgica onde a representação dos empregados nos comitês dos fundos de pensão pode se tornar obrigatória. As empresas, contudo, dão sinais claros de sua preferência. Basta olhar para o que ocorre na Espanha, onde segundo uma pesquisa realizada pela Associação Espanhola de Consultores de Fundos de Pensão junto a 253 empresas : *"somente 12% tinham instituído fundos de pensão dominados pelos empregados; 59% preferiu fazê-lo sem incentivos fiscais e manter o controle de seus planos"* (39).

A legislação suíça representa um meio termo no que tange a composição da diretoria dos fundos. Uma vez que empregadores e empregados tendem a fazer contribuições iguais na Suíça, os fundos de pensão precisam ter representações

equitativas de empregadores e trabalhadores em suas diretorias. A representação equitativa na diretoria dos fundos é obrigatória em alguns países como a África do Sul, ainda assim, apenas para alguns tipos de fundos de pensão. Como nos fundos de pensão multipatrocinados dos E.U.A., nos quais empregadores e empregados tem igual representação na composição das diretorias.

Um estudo de caso realizado com o fundo de pensão da Reuters, fundado em 1893 e que contava em 1993 com um patrimônio de £300 milhões, demonstra que esta questão pode ser equacionada independentemente de legislação. No fundo da Reuters a Diretoria, ou Comitê Administrativo, é composta por três membros ex-officio, três representantes da administração, três membros contribuintes do plano e um membro inativo. O participante inativo é eleito anualmente, de forma rotativa, para um mandato de três anos. A Diretoria do fundo não pode ser destituída pela empresa, pode trocar o atuário ou o auditor externo, pode mudar o plano com a anuência da Diretoria da Patrocinadora e pode ser convocada pelos participantes, bastando que 10 deles requisitem por escrito uma reunião. Embora não usual, esta estrutura privilegia o controle dos participantes de forma responsável porque a patrocinadora tem suas contribuições fixas e em caso de déficit aumentam-se as contribuições dos participantes ou diminuem-se seus benefícios.

Por fim, C. Eitelberg, Diretora do Government Finance Officers Pension and Benefits Program, mostra que não são apenas os empregados que tem interesse em participar do controle dos fundos de pensão :

"os fundos de pensão representam um dos últimos pools de capitais que se encontra por perto e controlá-los estará cada vez mais na cabeça de cada um : da diretoria dos fundos, dos governantes eleitos, dos políticos, dos empregados e dos grupos de empregados. Haverá muita luta pelo poder " (Ibidem.)

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões envolvendo o sistema de fundos de pensão vêm ganhando densidade desde o início dos anos 90. O ponto onde este sistema se encontra atualmente, em muitos países ainda na infância, têm ditado o tipo de informação buscada pela maior parte dos analistas e estudiosos do setor, cuja preocupação neste momento está centrada no entendimento de seus mecanismos de funcionamento.

Muitas, porém, são as questões que deverão surgir com o amadurecimento do estudo deste segmento, conforme se pode perceber a partir da análise dos poucos sistemas de previdência privada instituídos há mais tempo. Questões importantes como o estabelecimento de mecanismos de proteção que garantam os participantes em caso de má versação dos recursos dos planos de aposentadoria e em caso de insolvência da patrocinadora. Ou questões relacionadas ao processo de mudança dos modelos de planos com concepção antiga para planos mais modernos e as razões das empresas por detrás desta mudança. Ou, também, a maneira pela qual estão sendo tratados os direitos dos participantes dos planos de aposentadoria mantidos por empresas que passam pelo processo de fusão, aquisição ou alianças estratégicas. Ou, ainda, a importância relacionada ao papel econômico-social que eles desempenham nas sociedades.

Nenhuma sociedade é capaz de distribuir seus recursos de forma a 'agradar a gregos e troianos'. Nas sociedades pluralistas, onde vigoram as leis de mercado, as forças políticas criam pressões sobre os detentores do capital para alocação de fundos de forma a satisfazer da melhor maneira possível as demandas competitivas por estes recursos.

O sistema mundial de fundos de pensão representa o maior conjunto de ativos voltado para investimentos de longo prazo dos tempos recentes. Muitas críticas tem

sido feitas quanto ao destino que estes investidores institucionais tem dado a este capital, a maioria aplicado exclusivamente no mercado de ações, em projetos imobiliários comerciais, até aqui, altamente lucrativos ou em setores que atendam da melhor forma possível aos interesses únicos e imediatos dos participantes dos planos de previdência.

De fato, relativamente pouco destes recursos tem sido alocado ao financiamento de pequenos negócios, para o desenvolvimento de economias locais ou para projetos de moradia. Considerando que o mercado de capitais na próxima década vai continuar inacessível para aquelas empresas não-tradicionais que apanham recursos emprestados, é razoável esperar que a sociedade se torne cada vez mais interessada pela forma através da qual o capital dos fundos de pensão pode ser investido. Enquanto as sociedades não encontrarem um meio de direcionar este fluxo de recursos para investimentos que não sacrifiquem o interesse financeiro dos participantes destes planos, que não comprometam o objetivo do processo de investimento destes fundos, não criem conflitos de interesses com relação as obrigações dos gestores destes ativos e, por outro lado, ao mesmo tempo, fortaleçam a estrutura da própria sociedade, beneficiando-a como um todo, não haverá garantia em relação a um futuro tranquilo dos próprios participantes que em última análise vivem, trabalham e um dia se aposentarão nesta mesma sociedade.

Conclui-se, então, que uma política nacional que vise resolver os problemas da aposentadoria dos cidadãos deve ir além do exame do papel do sistema de previdência privada em conjunção com a previdência social, da poupança pessoal e do envelhecimento da população. Uma política nacional de previdência deve ser traçada levando-se em consideração os caminhos que a sociedade deverá trilhar, pois o próprio futuro da economia está intimamente ligado à esta questão.

BIBLIOGRAFIA REFERENCIADA

1. Active management criticized by study. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 18, p: 25, Aug. 17, 1992.
2. ALVES, Fábio. Sócios ampliam capital da Prever. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 set. 1995, Cadernos A e B, p. A-1, B-6.
3. AMPUERO, Marcos & SCANNELL, Dennis. Pensions and Real Estate: Are the Game's Rules Changin? *Pension World*, [s.l.], vol: 26, iss: 2, p: 10-12, Feb. 1990.
4. ANAND, Vineeta. Getting ERISA back on right track. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 17, p: 3, Aug. 22, 1994.
5. _____. Soft-dollar candor hailed. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 3, p: 6,43, Feb. 7, 1994.
6. _____. TOM cuts manager ranks at Bell Atlantic. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 1, p: 3, 26, Jan. 9, 1995.
7. ARTERIAN, Susan. Calling for help. *Global Finance*, [s.l.], vol: 8, iss: 4, p: 34-37, Apr. 1994.
8. ATHERTON, Pamela. The third party administration invasion. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 41-51, June 1994.
9. BARNETT, Sarah. Consultants slug it out. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 25-32, July 1994.
10. BAUTZER, Tatiana. A nova estratégia da Previ. *Gazeta Mercantil*, Fortaleza-Brasil, 05 nov., 1995.
11. BENSMAN, Miriam. The baby boomer boomerang. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 28, iss: 9, p: 53-56, Sept. 1994.
12. BISHOP, Matthew. Reluctant owners. *Economist*, [U.K.], vol: 330, iss: 7848, p: SS16-SS17, Jan. 29, 1994.
13. BLOUNT, Edmon. The big potential in public pension funds. *ABA Banking Journal*, [s.l.], vol: 86, iss: 7, p: 54-57, July 1994.
14. BOYLE, Richard J. Two tangles ahead: risk management and corporate governance. *Financial Executive*, [s.l.], vol: 6, iss: 4, p: 55-59, July/Aug. 1990.

15. BURR, Barry B. & Burr, Paul G. CalPERS ups cable stake. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 20, p: 6,40, Oct. 3, 1994.
16. CANZIAN, Fernando. Previdência é o novo filão dos bancos. *Folha de São Paulo*, São Paulo-Brasil, 31 dez., 1995.
17. CAPON, Andrew. The war for a single emerging markets benchmark. *Global Investor*, [s.l.], iss: 64, p: 27-31, July/Aug. 1993.
18. CHERNOFF, Joel & CLOWES, Michael, J. Funds feel markets' sting. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 2,85, Jan. 23, 1995.
19. CHERNOFF, Joel & PHILIP, Christine. Pension funds under pressure. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 4, p: 1, 33+, Feb. 22, 1993.
20. CHERNOFF, Joel. Companies pooling assets. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 6, p: 1,54, Mar. 21, 1994.
21. _____. Culture affects pension investment process. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 24, p: 38, Nov. 29, 1993.
22. _____. HSBC moves to create a global powerhouse. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 9, p: 33, May 2, 1994.
23. _____. Nordic funds embracing global investments. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 25, p: 3,41, Dec. 12, 1994.
24. _____. Pressure builds over fees of U.K.managers. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 18, p: 56, Sept. 5, 1994.
25. _____. PTT breaks tradition with boost in equities. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 1, p: 10,24, Jan. 9, 1995.
26. _____. Swiss move to DC plans. *Pensions & Investment*, [U.S.],vol: 22, iss: 14, p: 2,42, July 11, 1994.
27. _____. U.K. pension reform may cause stock sales. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 21, p: 45, Oct. 17, 1994.
28. CHRISTINE, Brian. Privatized Benefits In South America. *Risk Manegement*, [s.l.],vol: 39, iss: 8, p: 60-62, Aug. 1992.
29. CLARKE, Hilary. EC Dateline. *International Management*, [s.l.],vol: 48, iss: 7, p: 14, Sept. 1993.
30. CLOWES, Michal J. Investors at brink of turbulent changes. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 22, p: 1, 51+, Nov. 1, 1993.

31. Cozy with consultants. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 28, iss: 12, p: 153, Dec. 1994.
32. Czech pensions: Fond of funds. *Economist*, [U.K.], vol: 333, iss: 7886, p: 92, Oct. 22, 1994.
33. DONLAN, Thomas G. Dangerous investing. *Barron's*, [s.l.], vol: 74, iss: 40, p: 53-54, Oct. 3, 1994.
34. DRUKER, Peter F. Administrando para o futuro - o papel dos fundos de pensão. *Teleconferência*, São Paulo, Brasil, Instituto Cultural de Seguridade Social, 24 abr. 1995.
35. DUNSTAN, Barrie. Australian on the road to activism. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 1, p: 10,22, Jan. 9, 1995.
36. DURGIN, Hillary. Contribution push growth: Defined contributions inflows lead a 10% asset increase. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 2, p: 49, 53, Jan. 25, 1993.
37. ELGIN, Peggie R. Reining in fund manager. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 8, p: 21-23, Aug. 1994.
38. _____. Signals for firing managers. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 6, p: 44-47+, June 1994.
39. Europe's pensions: Darker Grey. *The Economist*, [U.K.], vol: 324, iss: 7768, p: 80-81, July 18, 1992.
40. Farming out the paper work. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 28, iss: 9, p: 189, Sept. 1994.
41. FIERMAN, Jaclyn. How Secure Is Your Nest Egg? *Fortune*, [U.S.], vol: 124, iss: 4, p: 50-54, Aug. 12, 1991.
42. FITZGERALD, Mark. A Dangerous Trend ? *Editor & Publisher*, [s.l.], vol: 127, iss: 45, p: 10, Nov. 5, 1994.
43. FLANAGAN, Patrick. The new world of retirement planning. *Management Review*, [s.l.], vol: 81, iss: 12, p: 38-42, Dec. 1992.
44. GALETTO, Mike. Public disinterest. *Advertising Age*, [s.l.], vol: 65, iss: 39, p: 128, Sept. 19, 1994.
45. GALLAGHER, Rick. Downsizing. *Stores*, [s.l.], vol: 75, iss: 5, p: 8, May 1993.
46. GEISEL, Jerry. PBGC reforms tapped for revenue provisions. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 35, p: 85, Aug. 29, 1994.

47. GILBERT, Nathaniel. Those that have the gold make the rules. *Asset Finance & Leasing Digest*, [s.l.], iss: 215, p: 36-38, Dec. 1994/Jan. 1995.
48. GREEN, Paula L. 'Make each worker an owner'. *Business Week*, [U.S.], iss: 3399, p: 56, Nov. 18, 1994.
49. GREGORY, Sarah. European pension survey. *Global Investor*, [s.l.], iss: 74, p: 30-33, July/Aug. 1994.
50. HANSELL, Saul. Latin America : The new wave in old-age pensions. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 26, iss: 12, p: 77-85, Nov. 1992.
51. HANSON, Dale M. Much, Much More Than Investors. *Financial executive*, [s.l.], vol: 9, iss: 2, p: 48-51, Mar./Apr. 1993.
52. HEALEY, Thomas J. Overseas pension funds viewed as the next frontier for U.S. money manager. *Pension World*, [s.l.], vol: 29, iss: 11, p: 10-13, Nov. 1993.
53. HEAVEY, Laurie. The long-term strategy. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 4, p: 2, Apr. 1994.
54. HEMMERICK, Steve. Bowman sees more pressures. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 22, p: 31, 45+, Nov. 1, 1993.
55. _____. Downsizing dooms real estate recovery. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 1, p: 3,27, Jan. 6, 1992.
56. _____. Funds tread cautions path. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 7, p: 30, Apr. 4, 1994.
57. _____. Looking at the workplace. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 13, p: 6,49, June 27, 1994.
58. _____. Secular changes dim outlook for offices. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 17, p: 3,32, Aug. 3, 1992.
59. HODGE, Peta & GUTHRIE, Jonathan & PROSSER, David. The Pensions Management Awards 1994. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 33-51, Nov. 1994.
60. HODGE, Peta. Cash cushion to save a move out of equities. *Investors Chronicle*, [s.l.], vol: 109, iss: 1391, p: SS3-SS4, Sept. 16, 1994.
61. _____. The merits of a standart questionnaire. *Investors Chronicle*, [s.l.], vol: 109, iss: 1391, p: SS26, Sept. 16, 1994.

62. HOFMANN, Mark A. Motives for some regulatory efforts questioned. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 46, p: 24, Nov. 14, 1994.
63. KANDIR, Antônio. Previdência: mudar a rota do Titanic. *Folha de São Paulo*, São Paulo-Brasil, 19 mar., 1995.
64. LABORWIT, Ed. Strategic Benefit Planning Supports Business Focus. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 1, p: 26-27, Jan. 1994.
65. LEANDER, Ellen. Taking pensions private. *Global Finance*, [s.l.], vol: 8, iss: 9, p: 39-40, Sept. 1994.
66. LIMBACHER, Patricia B. Pension assets up 9,6%. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 7, p: 1,32, Apr. 4, 1994.
67. LINDEY, Geoff. Directing the directors. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 27, Nov. 1994.
68. MARTIN, Ellen James. Love those shopping malls. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 27, iss: 2, p: 133, Feb. 1993.
69. MCKAY, Jim. Benefit trends in Europe. *Employee Benefit Journal*, [s.l.], vol: 19, iss: 1, p: 25-29, Mar. 1994.
70. Missed opportunities. *Investors Chronicle*, [s.l.], vol: 108, iss: 1369, p: 40, Apr. 15, 1994.
71. MOORE, Philip. Introduction. *Euromoney*, [s.l.], p: 2-5, May 1993.
72. Na Imprensa-Corretagem. *Diário ABRAPP*, São Paulo-Brasil, 20 jun., 1995.
73. O'CLEIREACAIN, Carol. No ETI trade off. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 6, p: 14, Mar. 22, 1993.
74. ODIER, Patrick & SOLNICK, Bruno. Lessons for international asset allocation. *Financial Analysts Journal*, [s.l.], vol: 49, iss: 2, p: 63-77, Mar./Apr. 1993.
75. ORI, Joseph J. Contrarian investments and real estate profits. *Real Estate Review*, [s.l.], vol: 23, iss: 4, p: 49-52, Winter 1994.
76. Pension funds take tips from Chile. *Euromoney*, [s.l.], iss: 300, p: 158, Apr. 1994.
77. Performance is one of many factors in selecting investment manager. *Employee Benefit Plan Review*, [s.l.], vol: 48, iss: 7, p:22-24, Jan. 1994.

78. PHILIP, Christine. Canada showing signs of change. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 26, p: 19,23, Dec. 7, 1992.
79. _____. Largest plan's assets increase a slight 2.2%. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 1, 83, Jan. 23, 1995.
80. PRICE, Margaret & CHERNOFF, Joel. U.S. pension funds losing provincial outlook. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 24, p: 24-25, Nov. 28, 1994.
81. PRICE, Margaret. Australia's pension maze. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 8, p: 21, Apr. 18, 1994.
82. _____. Ebbing of overseas wave seen as temporary. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 17, p: 37, Aug. 22, 1994.
83. _____. Emerging markets get hotter. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 19, p: 2,62, Sept. 19, 1994.
84. _____. Firms to find door to Japan is only ajar. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 3,79, Jan. 23, 1995.
85. _____. Latin America forging new pension systems. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 19, iss: 17, p: 3,54, Aug. 5, 1991.
86. _____. Managers wary of European business. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 14, p: 19-22, July 11, 1994.
87. _____. Trim stocks, U.K. funds told. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 24, p: 2,48, Nov. 9, 1992.
88. PROSSER, David. Don't you just love being in control ? *Pensions Management*, [United Kindon], p: 45-52, Aug. 1994.
89. _____. News analysis. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 24, June 1994.
90. _____. The price of clean living. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 61-67, Nov. 1994.
91. PULLMAN, Bruce. Benchmarks are dead! Long live the real world! *Global Investor*, [s.l.], iss: 76, p: 40-41, Oct. 1994.
92. QUAGLIO, Silvana. Entidade ligada à ONU sugere a reforma da Previdência do Brasil. *Folha de São Paulo*, São Paulo-Brasil, 29 dez., 1995.
93. Ranking America's top money managers. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 25, iss: 8, p: 73-110, July 1991.

94. RATAJCZAK, Donald. Long-run forecasts that could help pension assumptions. *Journal of the American Society of Clu & ChFC*, [U.S.], vol: 48, iss: 2, p: 23,26, Mar. 1994.
95. ROBERTS, Paul Craig. Private nest eggs don't make public safety nets. *Business Week*, [U.S.], iss: 3396 (Industrial/Technology Edition), p: 29, Oct. 31, 1994.
96. ROHRER, Julie. Advise and repent. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 27, iss: 3, p: 157,164, Mar. 1993.
97. ROSTRON, Simon. Adrift on risk. *Pensions Management*, [U.K.], p: 51-52, Mar. 1994.
98. SALISBURY, Dallas. Benefits: Where Are We Headed ? *Benefits Quarterly*, [s.l.], vol: 9, iss: 1, p: 99-101, First quarter 1993.
99. SCHWARZ, Adam. Capital Markets 1992:Indonesia - On the way to maturity. *Far Eastern Economic Review*, [Jakarta], vol: 155, iss: 27, p: 44,46, July 9, 1992.
100. SCHWIMMER, Anne. Corporate cutbacks hit pension staffs. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 3, p: 3,31, Feb. 3, 1992.
101. _____. Japanese barriers falling - Underfunding sparks greater use of foreign advisers. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 16, p: 2,31, July 20, 1992.
102. SENDER, Henry. Semi-Free. *Far Eastern Economic Review*, [s.l.], vol: 158, iss: 3, p: 58, Jan. 19, 1995.
103. SIAENS, Alain & GOOSSENS, Jacky. Guide to European equity markets 1992: Belgium. *Euromoney*. [s.l.], p: 10-13, Jan. 1992.
104. SIKLOS, Richard. Canadian investors discover Asian equities. *Asia Money & Finance*, [s.l.], iss: 14, p: 49-50, Mar. 1993.
105. SILVERSTEIN, Kenneth. Congress looks at using pension funds. *American City and County*, [U.S.], vol: 109, iss: 2, p: 10, Feb. 1994.
106. _____. Pension funds increase presence in corporate boardrooms. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 5, p: 4-5, May 1994.
107. _____. Pressure builds for infrastructure investment. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 2, p: 6, Feb. 1994.

108. SMART, Tim. GE's pension fund ventures to be different. *Business Week*, [U.S.], iss: 3398, p: 102, Nov. 14, 1994.
109. STAR, Marlene G. Divestitures, layoffs take toll on assets. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 2, p: 70, Jan. 24, 1994.
110. SWEENEY, Paul. Pension fund tension. *Global Finance*, [s.l.], vol: 8, iss: 3, p: 94-97, Mar. 1994.
111. The State of the States: The Pension Honey Pot. *Financial World*, [s.l.], vol: 161, iss: 10, p: 64-65, May 12, 1992.
112. TODD, Richard. Rough markets a catalyst for investment plan review. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 9, p: 60, Sept. 1994.
113. Tomorrow's Pensions : Ride the wave. *The Economist*, [U.K.], vol: 323, iss: 7764, p: 19-21, June 20, 1992.
114. WATSON, Ronald D. The controversy over targeted investing. *Compensation & Benefits Management*, [s.l.], vol: 11, iss: 1, p: 1-9, Winter 1995.
115. WHITEHOUSE, Herbert A. & MORISANO, Frank. Old man Potter, pension fiduciary, red lines south central Los Angeles. *Mid-Atlantic Journal of Business*, [U.S.], vol: 29, iss: 2, p: 213-230, June 1993.
116. WHITTINGTON, Dennis. Governance or interference ? *Pensions Management*, [United Kindon], vol: 30, p: 10-13, Oct. 1994.
117. WILLIAMS, Fred. Chrysler beats goal: plan is fully funded. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 1, p: 1, Jan. 9, 1995.
118. _____. Executive evolution. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 22, p: 27, 34+, Nov. 1, 1993.
119. _____. Internal management slipping away. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 19, p: 3, 61, Sept. 19, 1994.
120. WILLIAMS, Terry. Asset consolidation eyed. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 21, p: 6, 66, Oct. 17, 1994.
121. _____. Institutions hold stock reins. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 19, iss: 21, p: 34, Sept. 30, 1991.
122. _____. Mall investors see no threat from new media. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 75, Jan. 23, 1995.
123. _____. The dawn of new age for internal portfolios. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 19, iss: 13, p: 21, June 10, 1991.

124. WINNINGHOFF, Ellie. Go hug a tree. *Forbes*, [U.S.], vol: 152, iss: 6, p: 208-212, Sept. 13, 1993.
125. WOJCIK, Joanne. A global shift toward private pension plans. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 27, iss: 41, p: 37,42, Oct. 4, 1993.
126. WOYKE, John F. Taxing Pension Funds-Is the U.S. Next ? *Employee Relations Law Journal*, [s.l.], vol: 18, iss: 3, p: 517-524, Winter 1992/1993.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- ABNT, NBR 6023 - Referências Bibliográficas. Sistema Nacional de Metrologia, Normalização e Qualidade Industrial, [s.l.], 1989, 19 p.
- Advisers see opportunity to increase funds' real state involvement. *National Real Estate Investor*, [s.l.], vol: 36, iss: 3, p: 115-122, Mar. 1994.
- ANAND, Vineeta. IRS targets low interest assumptions. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 9, p: 1,46, Mar. 3, 1993.
- _____. Pension funds may sell short : IRS. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 1, p: 1,27, Jan. 9, 1995.
- _____. Private pension assets rise 8.9%, EBRI says. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 9, p: 27, May 2, 1994.
- ATHERTON, Pamela. Reuters: Members rule the roost. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 58-59, Oct. 1994.
- Awards by pension ombudsman total L900,000 over the last year. *Personnel Management*, [s.l.], vol: 26, iss: 9, p: 4, Sept. 1994.
- BALAKRISHNAN, N. Freer to choose: Singapore opens retirement fund for stock investment. *Far Eastern Economic Review*, [s.l.], vol: 156, iss: 13, p: 82, Apr. 1, 1993.
- BALDO, Anthony. The sky isn't falling. *Financial World*, [s.l.], vol: 163, iss: 2, p: 26-28, Jan. 18, 1994.
- BARR, Paul G. Top 1,000 fund assets climb 11.8%. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 2, p: 1,85, Jan. 24, 1994.
- BARRETT, Amy. A wake-up call for the M & A crowd. *Business Week*, [U.S.], iss: 3329, p: 26-27, July 26, 1993.
- BHATIA, Ali. Welcome to the witch hunt. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 63-64, Apr. 1994.
- BODIE, Zvi. The ABO, PBO and Pension Investment Policy. *Financial Analysts Journal*, [s.l.], vol: 46, iss: 5, p: 27-34, Sept./Oct. 1990.
- BRITT, Phil. A new savings plan? *Savings & Community Banker*, [s.l.], vol:3, iss:2, p: 12, Feb. 1994.
- BROWN, Christie. Art for money's sake. *Forbes*, [U.S.], vol: 154, iss: 13, p: 286-288, Dec. 5, 1994.

- BROWN, Mike. Talking heads. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 34, July 1994.
- BURCHETT, Shannon. Hot links. *Oil & Gas Investor*, [s.l.], vol: 14, iss: 8, p: 34-37, Aug. 1994.
- BURR, Barry B. Do-it-yourself consulting? Power software gives funds a way to make own decisions. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 24, p: 17-37, Nov. 9, 1992.
- _____. New moves by sponsors to 401(k)s. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 5, p: 10, Mar. 7, 1994.
- CAMBIE, Silvia. Czechs set up pension funds to tap markets. *Central European*, [s.l.], vol: 4, iss: 9, p: 13, Sept. 1994.
- CAMPBELL, G. Ricardo. Chilean pension funds recouped; investments abroad to expand. *Social Security Bulletin*, [s.l.], vol: 57, iss:2, p: 81-82, Summer 1994.
- CARDONA, Mercedes M. DC plan scheduled for Maine workers. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 16, p: 4, Aug. 8, 1994.
- _____. Investors returning to venture capital market. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 23, p: 10, Nov. 15, 1993.
- _____. Merger of funds probable. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 17, p: 43, Aug. 22, 1994.
- CHAPMAN, Alan. Talking heads. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 30, Apr. 1994.
- CHERNOFF, Joel. Hot buy-out funds blaze over Europe. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 5, p: 3,33, Mar. 7, 1994.
- _____. Industry group says funding rules too rigid. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 19, p: 8, Sept. 19, 1994.
- CLOWES, Michael J. Building a pension fund in Russia. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 23, p: 10, Nov. 14, 1994.
- CLOWES, Mike. South Africa pension fund looks abroad. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 25, p: 10, Dec. 12, 1994.
- DOBRZYNSKI, Judith H. Cool it ! It's the Calpers cops. *Business Week*, [U.S.], iss: 3356, p: 6, Jan. 31, 1994.

- DURGIN, Hillary & WILLIAMS, Terry. Indexing Surges on Foreign Input Pensions & Investments, [U.S.], vol: 18, iss: 1, p: 1,31, Jan. 8, 1990.
- FAGER, Gregory B. Financial flows to the major emerging markets in Asia. *Business Economics*, [s.l.], vol: 29, iss: 2, p: 21-27, Apr. 1994.
- FAGGEN, Ivan. Supply to hamper pension's real estate goals. *National Real Estate Goals*, [s.l.], vol: 32, iss: 6, p: 150, June 1990.
- FGV/EAESP, Normas para apresentação de monografias. Biblioteca Karl A. Boedecker, São Paulo, 1994, 6p.
- Financial indicators : Pensions. *Economist*, [U.K.], vol: 333, iss: 7884, p: 117, Oct. 8, 1994.
- Fund managers find solutions to UK's pension White Paper. *Global Investors*, [s.l.], iss: 77, p: 6, Nov. 1994.
- Fund merger called likely. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 15, p: 12, July 25, 1994.
- GEISEL, Jerry. Ways & Means Committee aproves PBGC reforms. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 30, p: 1,31, July 25, 1994.
- GONZALES, John J. East European markets rush to adolescence. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 19, p: 50-51, Sept. 19, 1994.
- GUTHRIE, Jonathan. Through a glass clearly. *Pensions Management*, [United Kindon], p: 37, July 1994.
- HEAVEY, Laurie. Investments opportunities of the future. *Pension Management*, [United Kindon], vol: 30, iss: 12, p:8, Dec. 1994.
- _____. Riding the techno-wave. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 7, p: 4, July 1994.
- HERZBERG, Michael A & PARSONS, John F.C. Wave Of The Future: Fund Investments and Shopping Centers. *Pension World*, [s.l.], vol: 27, iss: 5, p: 26-27, May 1991.
- HODGE, Peta. Segregation upgrades quality of advice. *Investors Chronicle*, [s.l.], vol: 109, iss: 1391, p: SS28, Sept. 16, 1994.
- IBM global pension fund integration on hold. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 6, p: 53, Mar. 21, 1994.
- KIELMAS, Maria. A new era dawns in Argentina. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 20, p: 51,53, May 16, 1994.

- KIRK, Don Lewis. Germany unbundles pension services. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 37, p: 17, Sept. 12, 1994.
- KOCO, Linda. Pension fund targets small business mkt. *National Underwriter*, [s.l.], vol: 98, iss: 28, p: 11,16, July 11, 1994.
- KRAMER, Robert G. Sixty-something market: An investment niche for the 1990s. *Pension World*, [s.l.], vol: 30, iss: 3, p: 45-46, Mar. 1994.
- LADBURY, Adrian. Misled British pensioners seek redress. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 28, iss: 44, p: 95-96, Oct. 31, 1994.
- LIMBACHER, Patricia B. PBGC's top 50 list a flawed reflection. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 25, p: 4,42, Dec. 12, 1994.
- _____. Tobacco bans miss plans. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 23, p: 49, Nov. 14, 1994.
- Long and winding road to pensions change. *Investors Chronicle*, [s.l.], p: 43, July 8, 1994.
- MARTIN, Ellen James. Apartment hunting. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 27, iss: 2, p: 161, Feb. 1993.
- Merchant banking. *Euromoney*, [s.l.], iss: 1994 (Guide to Spain Supplement), p: 304X, 8-11, Sept. 1994.
- Na Imprensa-Previdência insuficiente. *Diário ABRAPP*, São Paulo-Brasil, 01 ago. 1995.
- NUNES, Glória. Valia. *Diário ABRAPP*, São Paulo-Brasil, 10 ago. 1995.
- OLIVEIRA, Ney C. & CARVALHO, José L. Orientação e normas para apresentação de dissertações e teses. 3. ed. Rio de Janeiro, EPGE, 1983. 22 p.
- PAIXÃO, Lília R. B. L. & FERNANDES, Lúcia M. Manual para a elaboração de projetos e relatórios de pesquisa, teses e dissertações. 1. ed. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1979, 118 p.
- PANKAU, Edmund J. Disturbing news about nest eggs. *Security Management*, [s.l.], vol: 38, iss: 8, p: 88-89, Aug. 1994.
- Pensions ages now equal in 75% of company schemes. *Industrial Relations Review & Report*, [United Kindon], iss: 512, p: 4-5, May 1992.
- PERSHING, Amy C. Environmental risk: No place to hide. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 24, iss: 10, p: 111-112, Aug. 1990.

- PHILIP, Christine. Ford revises 401(k) for salaried workers. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 1, 79, Jan. 23, 1995.
- Pressures on pension funds. *Business Europe*, [s.l.], vol: 34, iss: 13, p: 1-2, Apr. 4, 1994.
- PRICE, Margaret. Foreign equities get push. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 22, iss: 25, p: 6,27, Dec. 26, 1994.
- _____. Package trades go international- Funds cut foreign costs by up to 33%. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 18, iss: 14, p:1,49, June 25, 1990.
- _____. Pension plans under scrutiny in Latin America. *Business Insurance*, [s.l.], vol: 25, iss: 33, p: 29,32, Aug. 19, 1991.
- _____. Pension systems explored: Countries see added benefits of capital pool formation. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 2, p: 64, Jan. 25, 1993.
- _____. Top 300 pension funds grow 14.3%. *Pensions & Investment*, [U.S.], vol: 22, iss: 14, p: 19-21, July 11, 1994.
- RICHMAN, Louis S. How Americans can save more. *Fortune*, [U.S.], vol: 128, iss: 12, p: 97-112, Nov. 15, 1993.
- SCHRAMM, Sabine. Investor exploring new style of indexing. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 19, iss: 17, p: 40, Aug. 5, 1991.
- SHILLING, A. Gary. Linkage. *Forbes*, [U.S.], vol: 153, iss: 11, p: 256, May 23, 1994.
- STAR, Marlene G. Equity concentration decreases. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 21, iss: 25, p: 2,23, Dec. 13, 1993.
- _____. Foreign equity stakes soar. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 23,69, Jan. 23, 1995.
- STEVE, Hemmerick. Apartment hunt: Investors seek once-shunned property type. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 18, iss: 9, p:1,46, Apr. 30, 1990.
- Taking (so-so) care of global business. *Institutional Investor*, [s.l.], vol: 28, iss: 4, p: 139, Apr. 1994.
- THORLEI, Lois. How green were my assets. *Resident Abroad*, [s.l.], p: 24-26, June 1994.

- Use of surplus assets to combat takeover did not violate ERISA. *Employee Benefit Plan Review*, [s.l.], vol: 49, iss: 1, p: 51-52, July 1994.
- VAN GELDER, Nancy. Responsibility for retirement planning shifts to employees. *Healthcare Financial Management*, [s.l.], vol: 48, iss: 8, p: 50-54, Aug. 1994.
- Venture Capital Experts View Business Future. *Pension World*, [s.l.], vol: 27, iss: 7, p: 20-22, July 1991.
- VOSTI, Curtis. Foreign investors removing U.S. binders. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 18, iss: 9, p: 21, Apr. 30, 1990.
- WILLIAMS, Fred. Users seek specialized data bases. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 20, iss: 16, p: 3,31, July 20, 1992.
- WILLIAMS, Terry. A bit extra coming in the paycheck. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 8, Jan. 23, 1995.
- _____. Realty strong in developed markets. *Pensions & Investments*, [U.S.], vol: 23, iss: 2, p: 17,78, Jan. 23, 1995.
- Work practices, company performance linked. *HRMagazine*, [s.l.], vol: 39, iss: 8, p: 11-12, Aug. 1994.
- WORMUTH, Diana. Sweden. *Best Review*, [s.l.], vol: 94, iss: 12, p: 14, Apr. 1994.
- WRIGTH, Larry E.. Demand And Supply: A Look At Multifamily Housing's Future. *Pension World*, [s.l.], vol: 29, iss: 10, p: 30-32, Oct. 1993.
- ZORN, Paul. Public Pension Principles Achievement Award. *Government Finance Review*, [s.l.], vol: 10, iss: 1, p: 44-45, Feb. 1994.