

# COLETÂNEA PREVIDÊNCIA



CFA Society  
Brazil





# Coletânea Previdência



**CFA Society  
Brazil**

São Paulo - SP, Brasil, 2020

Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik

Número ISBN: 978-65-990892-2-0

São Paulo - SP, Brasil, Janeiro de 2021

# CLIQUE EM CADA ÍCONE PARA ACESSÁ-LO, E BOA LEITURA!



## IMPACTO DA ALTERAÇÃO DE REGRAS PARA ALOCAÇÃO DE RECURSOS EM PLANOS DE PREVIDÊNCIA NO BRASIL

Ricardo Fonseca Couto, CFA  
Felipe C. Álvares da Silva  
Rafaela Vitoria, CFA

## PORTABILIDADE – UMA PROPOSTA TÉCNICA PARA O BRASIL

Abraham Bragança de Vasconcellos Weintraub  
Arthur Bragança de Vasconcellos Weintraub  
Giuseppe Ludovico



## REGIME DE CAPITALIZAÇÃO NA PREVIDÊNCIA PÚBLICA: UMA ANÁLISE DE EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

Carlos Heitor Campani  
André Rodrigues Pereira

## PREVIDÊNCIA COM DATA ALVO (PDA): UMA PROPOSTA DE ACUMULAÇÃO PARA A APOSENTADORIA

Fabio Giambiagi  
Fábio Henrique de Sousa Coelho



### POLICY BRIEF

## PREVIDÊNCIA: UNIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS (PREVIC E SUSEP)

### POLICY BRIEF

## PREVIDÊNCIA ABERTA: EM BUSCA DE AÇÕES SIMPLES QUE AUMENTAM A EFICIÊNCIA.











# **Impacto da Alteração de Regras para Alocação de Recursos em Planos de Previdência no Brasil**

**Ricardo Fonseca Couto, CFA**

**Felipe C. Álvares da Silva**

**Rafaela Vitória, CFA**



**CFA Society  
Brazil**

Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik.

ISBN 978-85-94022-02-8

Abril 2018.

## Biografias

### **Ricardo Fonseca Couto, CFA\***

Diretor de Investimentos do Grupo Inter, foi diretor executivo da Versus Quantitative Finance e vice-presidente na Nex Rubica (UK). É professor nos cursos de Graduação e Pós-Graduação do IBMEC e da Fundação Dom Cabral (FDC). Possui graduação em Engenharia Elétrica pela UFMG, MSc em Finanças Internacionais pela University of Westminster (UK) e Doutorado em Estatística pela UFMG. É um CFA Charterholder, membro da CFA Society Brazil e da American Statistical Association.

### **Felipe Carvalho Álvares da Silva**

Cientista de dados sênior no Grupo Inter e entusiasta de programação em R. Possui graduação em Matemática Computacional e Doutorado em Probabilidade e Estatística, ambos pela UFMG. Atuou como professor universitário na PUC Minas e no CEFET-MG nas áreas Cálculo, Estatística e Métodos Numéricos Computacionais. Tem atuado principalmente com o desenvolvimento de modelos de predição e classificação em diversos contextos.

### **Rafaela Vitoria, CFA**

Graduada em Economia pela UFMG, MBA pela Wharton School na Universidade da Pennsylvania e doutoranda em Finanças pela UFMG. Já atuou como superintendente de Wealth Management no BankBoston, coordenadora de análise e pesquisa na Kinea e diretora de rating corporativos para América Latina na Standard and Poors. Atualmente, é sócia da Sonar Investimento e trabalha na gestão fundos de renda fixa crédito privado. É professora da FK Partners e da Pós-Graduação da PUC-Minas.

\* Autor Correspondente

Os autores agradecem as críticas e sugestões.

## Resumo Executivo

Os planos de Previdência Aberta têm sido bastante discutidos no Brasil desde os aspectos econômico-sociais até os aspectos jurídicos e regulatórios que envolvem esse produto tão sensível para a sociedade. Diversos trabalhos na literatura evidenciaram como os fundos previdenciários possuem performance inferior aos fundos não previdenciários. No entanto, há poucos estudos que avaliam o motivo destas divergências. Este trabalho analisou como o aspecto regulatório influencia diretamente na tomada de decisão do gestor dos recursos, limitando suas alternativas de investimento, o que pode ser uma possível causa para a baixa performance. Através de simulações de Monte Carlo baseadas em dados reais do mercado nacional entre 01/01/2008 e 28/12/2017, pode-se avaliar que, em termos financeiros, as alocações realizadas por um gestor sem as restrições legais durante o período trouxeram resultados superiores às alocações realizadas pelo mesmo gestor sob restrições e que entre as duas classes de restrições, para proponentes em geral e qualificados, os resultados não apresentaram diferença significativa que justificassem a diferenciação entre elas. Isso indica que a regulação atual pode não ser a mais adequada para os beneficiários finais dos planos previdenciários ao longo do tempo.

Palavras-Chave: Previdência Aberta, Alocação de Recursos, Gestão de Ativos, Classes de Investimento.



# Índice

<b>1. Introdução</b> .....	10
<b>2. Previdência Aberta no Brasil</b> .....	12
2.1. Regulação Previdenciária .....	15
<b>3. Alocação de Recursos e Fronteira Eficiente em um Ambiente Regulado</b> .....	18
3.1. Teoria de Portfólio Moderna.....	18
3.2. Estratégias dos Gestores: Escolha dos Parâmetros e Comparação de Performance .....	20
<b>4. Dados Históricos e Simulações</b> .....	22
<b>5. Considerações Finais</b> .....	30
<b>6. Referências bibliográficas</b> .....	32



# 1. Introdução

Com a mudança do perfil demográfico do Brasil e os recentes estudos e discussões sobre a Previdência Social e as reformas propostas para este sistema, o interesse do público por planos complementares de benefícios vem crescendo de forma bastante relevante. Notoriamente, um dos aspectos mais relevantes em pauta tem sido a regulação do setor, que já sofreu, por diversos motivos, com diversas experiências conturbadas de tentativas de proteção do patrimônio dos investidores individuais, beneficiários finais dos planos [6, 8, 21, 23, 16, e suas referências]. Como em outros mercados regulamentados, existe uma disputa entre as medidas que protegem a população e os custos que a regulação excessiva pode trazer para quem ela deveria proteger. Isso ocorre de forma bastante nítida no mercado de Previdência Complementar Aberta no Brasil atualmente.

Pela teoria de finanças clássica [22], a maximização da relação retorno-risco se dá através da inclusão de diversas classes de ativos no portfólio, deixando a “liberdade” da definição de qual peso de cada investimento na carteira global do fundo para o modelo de alocação e, em última instância, para o próprio gestor. Nesta abordagem, não haveria motivo para que nenhum investimento em particular ou classe de ativos fosse restrita ou retirada a *priori* do universo de possibilidades de ativos passíveis de investimentos.

Por outro lado, caso os investidores individuais não pudessem ficar protegidos por algum órgão regulador, eles poderiam sofrer consequências de algum agente, possivelmente o gestor dos recursos, caso este não realize uma alocação em linha com os interesses dos beneficiários finais dos planos de previdência aberta complementar. Alguns destes casos inclusive foram verificados recentemente em alguns sistemas de previdência fechada [10, 11, 19, 26, e suas referências].

Portanto, a questão central é: Será que o regulador, ao restringir de várias maneiras as possibilidades de alocação de recursos por parte dos gestores dos fundos, está realmente sendo benéfico para a população, i.e. defendendo os interesses dos beneficiários finais?

Estudos apontam que resultados gerados por Fundos Previdenciários abertos no Brasil no últimos anos foram inferiores aos resultados de Fundos não Previdenciários [18, 29, 13, 1]. No entanto, levando-se em consideração apenas esta variável, i.e. Retorno dos Fundos, um possível questionamento

seria se é possível afirmar que o fator que determinou esta diferença foi somente a diferença regulatória. Ou seja, apesar de a regulação ser uma possível explicação para tal fenômeno, esta diferença poderia ter sido gerada, por exemplo, por características de diferentes gestores e estratégias de alocação. Portanto, para compararmos os comportamentos de diferentes fundos isolando apenas o fator legal, foi utilizada a mesma estratégia de gestão durante o período analisado, aplicando-se somente as restrições legais entre um modelo e outro.

Neste trabalho, serão avaliados os resultados de possíveis alocações de recursos para aplicações de planos abertos de previdência complementar para investidores em geral, conforme Resolução 4.444 [4, Art. 13, Inciso I]. Simulações de Monte Carlo propiciaram diversos cenários onde as estratégias de alocação do gestor ocorreram de forma aleatória, sendo possível assim, testar e comparar estatisticamente as distribuições de retorno destas alocações.

Portanto, para responder à questão central proposta acima, este trabalho foi dividido da seguinte maneira: em primeiro lugar, buscou descrever o mercado de Previdência Complementar Aberta no Brasil, passando pelos principais pontos da regulamentação, no que diz respeito à alocação de recursos. Posteriormente, uma breve descrição do modelo de Markowitz é apresentada, assim como a escolha dos parâmetros e os efeitos de restrição neste modelo. Em seguida, os resultados das simulações utilizando dados reais de fundos de investimento no Brasil são apresentados e discutidos. Por fim, as principais conclusões são apresentadas.

## 2. Previdência Aberta no Brasil

O sistema previdenciário no Brasil voltou ao centro dos debates político e social com a recente discussão sobre a necessidade de reforma da previdência pública. A previdência pública possui dois regimes, o RGPS, Regime Geral de Previdência Social que engloba os trabalhadores da iniciativa privada, e o RPPS, Regime Próprio de Previdência Social que abrange os funcionários públicos, ambos deficitários e necessitando de significativos ajustes. O RGPS é administrado pelo INSS, Instituto Nacional do Seguro Social e o RPPS pelos respectivos governos. Hoje, o Brasil passa por um processo de análise de uma proposta de reforma previdenciária que, inevitavelmente, irá limitar ainda mais o acesso da população a benefícios. Considerando ainda o déficit dos regimes e as mudanças demográficas, como o notável o envelhecimento da população brasileira, o país deverá ter em breve um teto de remuneração menor e acesso a essa renda após uma idade mínima mais elevada que a atual, sendo discutida como 65 anos. Com todo este cenário, mais investidores deverão buscar soluções de previdência privada complementar.

No Brasil, a previdência privada é distribuída em entidades abertas e entidades fechadas. A previdência privada aberta, administrada por bancos e seguradoras, permite o acesso de qualquer investidor a planos individuais e coletivos. Já a previdência fechada é acessível apenas a grupos específicos com base em vínculos empregatícios e/ou associativos. A principal diferença entre os dois segmentos é o público alvo a quem se destinam os planos. No caso do segmento fechado, os planos atendem os participantes pertencentes a uma em presa ou um grupo de empresas, enquanto a previdência aberta pode atender participantes em geral.

Como a previdência fechada oferece acesso somente aos seus vinculados, podemos considerá-la como um benefício adicional aos empregados, como um plano de saúde, por exemplo. Em alguns casos, o patrocinador oferece um aporte adicional à contribuição do empregado, como forma de fortalecer o vínculo no longo prazo. Com esse formato, esses planos são incomparáveis com planos abertos aos demais investidores.

No segmento aberto, os planos de previdência são ofertados pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC's) ou sociedades seguradoras. Nesse segmento, os investimentos são feitos através dos Fundos de Investimento Especialmente Constituídos (FIE's). Estes veículos serão discutidos neste trabalho na sua forma mais ampla, uma vez que são disponíveis a toda a população, sem se restringir a nenhuma condição especial de participação.

Apesar de existir no Brasil desde os anos 40, o crescimento mais expressivo da previdência privada ocorreu após a estabilidade monetária no país nos anos 90. Segundo dados da Anbima [2], o crescimento da carteira de investimento previdenciários mostrou uma taxa anual composta (CAGR) de cerca de 17% ao ano nos últimos 10 anos, ante um crescimento de 9% nos Fundos de Renda Fixa, 2% nos Fundos de Ações e 8% no Fundos Multimercado, chegando a mais de R\$720 bilhões no final de 2017. O gráfico 1 mostra a evolução dos ativos nesta modalidade:

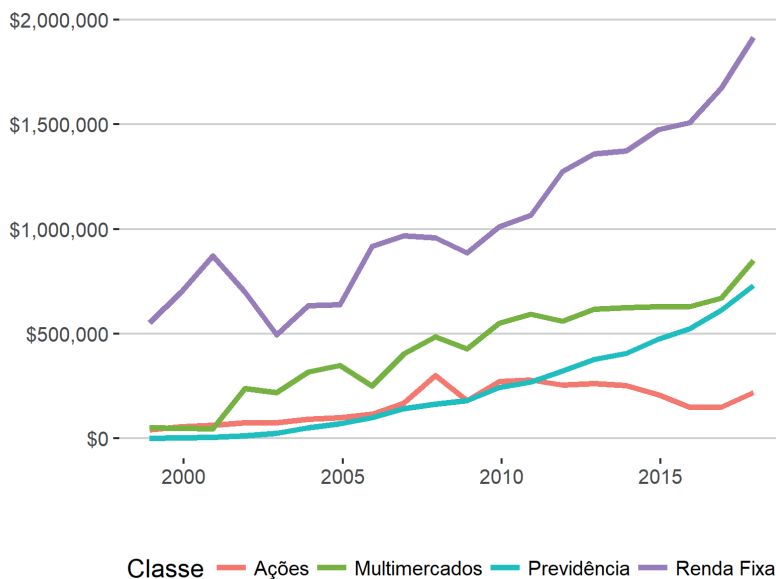


Figura 1: Crescimento dos Recursos na Previdência Privada Aberta no Brasil. Fonte: Anbima [2]

Apesar do investimento em previdência se caracterizar por uma poupança de longo prazo, a maior parte da alocação ainda se concentra em títulos de renda fixa. Embora as autoridades tenham incentivado o alongamento da poupança, como através da redução de Imposto de Renda sobre rendimentos de longo prazo, as carteiras de renda fixa ainda apresentam grande concentração de alocação de curto prazo [2].

Do volume total aplicado em fundos de previdência em Dezembro/2017, podemos observar uma significativa concentração na classe renda fixa, cerca de 94%. Apenas 5% dos recursos estavam aplicados em fundos de previdência multimercados e menos de 1% em fundos de ações.

Em uma comparação com os demais fundos abertos não previdenciários pela mesma classificação da ANBIMA e também regulados pela Instrução CVM555 ("ICVM555"), observamos um quadro diferente: uma concentração em renda fixa, mas bem menor, cerca 64%. No caso dos fundos abertos, a alocação em fundos multimercados é de 28,4% e em ações de 7,3%.

Classe	% em Fundos Previdenciários	% em Fundos Não-Previdenciários
Renda Fixa	93,90%	63,98%
Multimercado <sup>1</sup>	5,32%	28,37%
Ações	0,78%	7,31%

Tabela 1: Proporção de Recursos distribuídos entre classes para Fundos Previdenciários e Não-Previdenciários. Fonte Anbima [2]

Encontramos na alocação em fundos abertos, que além da auto poupança também se destina à reserva e disponibilidade de liquidez do investidor, uma maior diversificação. Por que não encontramos essa mesma diversificação nos fundos de previdência? Considerando que a previdência possui um horizonte de investimento ainda mais longo, não seria esperado um volume maior de investimentos em ativos com potencial de maior rentabilidade/risco? Possíveis respostas podem ser cogitadas, como uma "pseudo-segurança" nos investimentos por parte dos beneficiários e restrições nas possibilidades de investimentos dos gestores por parte do órgão regulador. Neste estudo, a análise ficará por conta da última alternativa, ou seja, como a regulação afeta a alocação dos recursos previdenciários.

1 Os Fundos "Balanceados" e "Data-Alvo" foram considerados nesta categoria.

## 2.1. Regulação Previdenciária

Uma das principais vantagens dos fundos de previdência está no benefício fiscal do diferimento de imposto de renda para pessoa física (IRPF). Os principais produtos ofertados no mercado de previdência privada aberto no Brasil, são o Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL) e o Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL), que apresentam cerca de 90% do patrimônio atual dos Fundos de Investimentos e cerca de 95% da venda de novos planos. A principal característica destes produtos é o fato de não haver ao longo do período de investimentos a incidência de imposto de renda sobre os rendimentos, na forma de come-cotas semestral, como ocorre nos fundos abertos não-previdenciários, mas sim a cobrança do imposto devido somente no momento do resgate.

Tal cobrança pode ser realizada em uma escala progressiva ou regressiva. A escala progressiva é a mesma utilizada para o cálculo do IR da pessoa física, entre 10% e 27,5%, a depender da renda mensal, definida pelo volume resgatado. Já a tabela regressiva parte de uma alíquota inicial de 35% até 10%, regredindo com base no tempo do investimento. Inicia-se em 35% para resgates no primeiro ano de investimento e reduz 5 pontos percentuais a cada 2 anos até o mínimo de 10% após 10 anos de investimento. Nesse caso, incentiva-se o poupador a ter um horizonte mais longo de investimento, característico do planejamento de previdência.

Adicionalmente, o PGBL permite a postergação da incidência de IRPF sobre os rendimentos totais do contribuinte, limitado a 12% da renda bruta anual, para o montante destinado a previdência, ao longo período de contribuição. Como trata-se de uma postergação e não isenção, no caso do PGBL, todo o montante é tributado no resgate e não somente os rendimentos como no caso do VGBL.

Os FIEs previdenciários são regulamentos pela Resolução 4.444 [4], além das regras comuns a todos os outros fundos de investimento no país. Esta resolução, publicada em novembro de 2015 e que entrou em vigor em maio de 2016, já pode ser considerada uma adequação da gestão de ativos dos fundos de previdência a uma nova realidade econômica, dando uma maior flexibilidade frente à legislação anterior. Podemos citar, por exemplo, o aumento de 49% para 70% no limite de alocação em renda variável e a possibilidade de destinar 10% desta parcela a ações no exterior, além da permissão para aplicação em *Exchange-Traded Funds* (ETF's), Certificados de Operações Estruturadas (COE's) e fundos de investimento imobiliários (FII's). Mas destacamos que maior flexibilização ficou restrita a um menor grupo de investidores, classificados como "Participantes Qualificados", aos quais limites maiores de alocação em ativos arriscados são permitidos.

Nesse caso, para o investidor comum, com volume menor de recursos, é ainda considerado inapropriado a alocação em certos ativos acima de certos limites. Estes limites estão descritos na Tabela 2 abaixo:

Modalidade	Participantes em Geral	Participantes Qualificados
Renda Fixa	100%	100%
Renda Variável	70%	100%
Imóveis	20%	40%
Inv. sujeitos à Variação Cambial	10%	10%
Outros	20%	40%

Tabela 2: Limites máximos aplicáveis para cada modalidade de investimento, conforme Resolução 4.444 [4].

No entanto, mesmo após a implementação da nova regra em 2016, dados relativos ao final de 2017 demonstram uma reduzida diversificação dos ativos, conforme ilustrado anteriormente. Podemos levantar algumas hipóteses, como o pequeno tempo desde a implementação, aliado a inércia do investidor em alterar seu plano já definido no ato da contratação do plano. Também ressaltamos uma procura maior por preservação de capital e comportamento de baixo risco em se tratando de previdência, o que para o gestor se traduz em uma maior alocação em renda fixa e manutenção de elevada liquidez.

Alguns estudos já levantaram os efeitos perversos da regulação no setor previdenciário no processo de busca da estabilidade do sistema. Coimbra e Toyoshima [14], por exemplo, analisaram organização e estruturação do setor, incluindo a rigorosa fiscalização exercida pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), e verificam que a intervenção dos órgãos reguladores, através da redução de exposição ao risco, acaba por gerar rentabilidades muito semelhantes entre os diversos fundos. Silver e Pant [25] analisaram a evolução da legislação britânica e seus efeitos desastrosos, segundo eles, sobre os fundos de pensão. Algumas medidas que visavam beneficiar os cidadãos tiveram efeitos negativos no longo prazo, como o aumento dos custos relacionados a compliance, a mudança no comportamento dos investidores e a diminuição da resiliência sistêmica. Outros estudos também avaliaram a participação dos reguladores nos mercados previdenciários em diversos mercados e, de forma geral, encontraram evidências de ineficiências causadas pelas autoridades [5, 6, 8, 9, 13, 14, 21, 24, e suas referências]

No Brasil, particularmente em 2017, apesar da restritiva legislação, a elevada rentabilidade dos títulos do governo resultaram em positivos

retornos para os cotistas da previdência. Mesmo em janelas de tempo mais alongadas, podemos observar elevado prêmio de retorno real, conforme ilustrado na Figura 2.

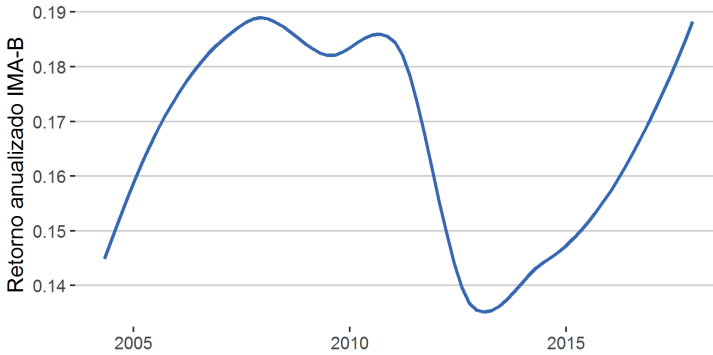


Figura 2: Índice de Renda Fixa (IMA-B) indexado à inflação (IPCA) entre 2004 e 2017.

Porém, o cenário que está se desenvolvendo para os próximos anos não deve se repetir dessa maneira. Além do cenário de baixos juros globais, a queda da taxa básica de juros e o possível ajuste fiscal podem deixar os juros no Brasil em um patamar mais baixo por um longo período de tempo. A evolução da taxa básica de juros pode ser visualizada no gráfico 3.

Atualmente, a Selic está no patamar de 7% para uma expectativa de inflação aproximada de 4% [3]. E mesmo os juros reais dos títulos de longo prazo estão, em média, também em torno de 4%. Neste cenário, os gestores de previdência devem realocar seus portfólios para manter um patamar de retorno melhor.

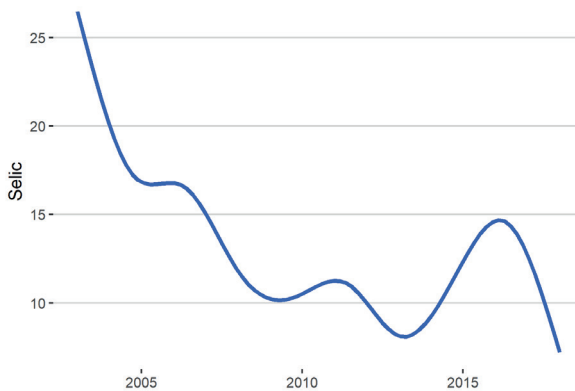


Figura 3: Série temporal da taxa básica de juros (Selic) suavizada.



### 3. Alocação de Recursos e Fronteira Eficiente em um Ambiente Regulado

Nesta seção, uma breve descrição da Teoria de Portfólio Moderna é revisada, seguida pela metodologia de escolha dos parâmetros do modelo é apresentada.

#### 3.1. Teoria de Portfólio Moderna

A teoria do portfólio moderna se baseia em um modelo matemático para construir uma carteira de investimentos otimizando a expectativa de retorno para um determinado nível de risco escolhido. A contribuição deste modelo está não na análise individual de cada ativo, mas como a combinação de ativos em um portfólio pode contribuir para otimizar a relação risco retorno da carteira. Esta teoria foi introduzida pelo economista Markowitz [22], que mais tarde levou o prêmio Nobel pela sua contribuição.

Segundo o autor, o retorno esperado de uma carteira será equivalente a média ponderada dos retornos esperados de seus ativos. Já o risco desta carteira depende, além da variância de cada ativo, também da correlação entre eles. No modelo proposto, o risco seria medido pela variância dos retornos da carteira. Com isso, o risco de um portfólio tende a ser menor que a média do risco dos ativos que o compõe. Matematicamente, o modelo pode ser descrito como:

$$\mathbb{E}(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i R_i = \tilde{w}' \tilde{R} \quad (1)$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n \rho_{i,j} w_i w_j \sigma_i \sigma_j = \tilde{w}' \Sigma \tilde{w}, \quad (2)$$

sendo  $R_p$  o retorno esperado no portfólio,  $w_i$ ,  $R_i$  e  $\sigma_i$ , o peso, o retorno esperado e o desvio-padrão de cada ativo na carteira, respectivamente, e  $\rho_{i,j}$ , a correlação entre os ativos  $i$  e  $j$ . Nas notações matriciais,  $\tilde{w}$ ,  $\tilde{R}$  e  $\Sigma$  representam o vetor de pesos, o vetor de retornos esperados e a matriz de variância-covariância, respectivamente.

Com base no modelo de otimização, podemos construir uma fronteira de eficiência, ou seja, uma combinação de ativos para cada risco que irá gerar o maior retorno possível. Nesse caso, assumimos que o investidor é avesso ao risco, ou seja, para um determinado retorno esperado, ele prefere o investimento de menor risco ou, de forma análoga, só aceitaria um investimento de maior risco, caso espere um retorno mais elevado. No gráfico 4, pode-se observar a curva traçada com dois ativos quaisquer, A e B. Esta mesma lógica pode ser extrapolada para mais ativos, aumentando apenas a capacidade computacional.

Sendo assim, de forma bastante simplificada, o desafio do gestor é encontrar a coleção de pesos ( $\tilde{w}$ ) que maximiza o retorno da carteira dado um determinado risco e utilidade do investidor. Neste trabalho, a função utilidade (quadrática) de Von-Neumann-Morgenstern será aplicada. Sabemos, porém, que restrições no modelo multivariado apresentado pelas equações 1 e 2 podem afetar de forma significativa as decisões de alocação e, conseqüentemente, as performances das carteiras. Como objetivo principal deste estudo, analisaremos como as restrições nos pesos ( $w_i$ s) afetam as tomadas de decisões dos gestores de previdenciários no Brasil.

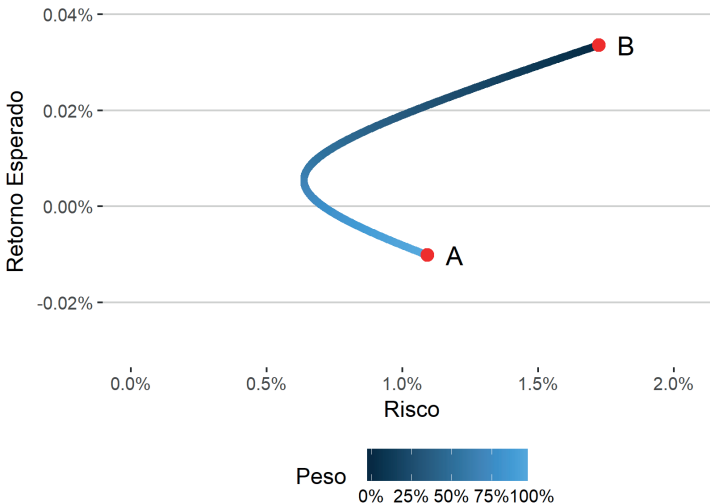


Figura 4: A fronteira eficiente construída com os ativos A e B.

Como vários ativos financeiros possuem características e comportamento muito similares entre si, o conceito de classe de ativos é bastante utilizado no mercado financeiro. Atualmente, existem diversas classes: as classes tradicionais, conhecidas como “clássicas”, são Renda Fixa e Ações (ou Renda Variável), mas encontramos também classes como Caixa e Equivalentes de Caixa, *hedge funds*, imobiliário, moedas, etc.

Tradicionalmente, os fundos mútuos serviram como veículos para investir em uma determinada classe particular, com os benefícios da diversificação. Recentemente, os ETF's (*Exchange-Traded Funds*) vêm ganhando espaço entre investidores por possuírem os mesmos benefícios de diversificação e gestão de fundos mútuos, assim como vantagens adicionais: liquidez, transparência e baixo custo[17]. Com estes veículos, os gestores e investidores em geral conseguem investir em diversas classes de ativos, replicando bem de perto a performance de um determinado índice de mercado.

Por estes motivos, será analisado o comportamento de portfólios construídos a partir de nove diferentes classes de ativos, representadas por índices de mercado descritos na Tabela 3. Estes índices serão considerados como “investíveis” ou “replicáveis” neste trabalho, para evitar a escolha de algum produto (ETF) em particular.

Classe	Índice
Ações	Ibovespa
Renda Fixa	IMA
Caixa e Equivalente	DI (1-dia)
Debêntures	IDA
Moeda (Dólar)	Dólar a Vista
Hedge Funds	IHFA
Imobiliário	IFIX
Ouro Financeiro	OZ1D
Investimento no Exterior	S&P500

Tabela 3: Descrição das Classes de Ativos utilizadas com os respectivos índices.

Sabe-se que existem inúmeros outros índices de algumas outras classes de ativos disponíveis no mercado nacional atualmente. No entanto, procuramos focar em ativos com bom nível de negociação e classes mais amplas, para evitar trabalhar com índices específicos de uma determinada subclasse, como IMA-B, por exemplo, que contempla apenas uma determinada parcela dos títulos públicos.

### 3.2. Estratégias dos Gestores: Escolha dos Parâmetros e Comparação de Performance

Para compararmos o processo de decisão de alocação de um mesmo gestor diferenciando apenas as restrições impostas pela legislação que rege os Fundos Previdenciários no Brasil, é necessário que o mesmo critério utilizado para alocação de um fundo não-previdenciário seja utilizado pelo

fundo previdenciário. Portanto, o critério de escolha dos pesos dos ativos, em última instância, deve ser o mesmo, exceto pelas restrições legais.

Seguindo as mesmas definições de Resolução 4.444 [4], foram consideradas três carteiras:

1. Não Previdenciária ou Irrestrita;
2. Previdenciária com Participantes em Geral;
3. Previdenciária com Participantes Qualificados.

Inicialmente, para cada carteira, será calculado o vetor de pesos ( $w_i$ ) que otimiza a alocação em cada trimestre baseado no último ano de retornos das nove classes de ativos envolvidas. Agrupados estes retornos, obtêm-se o retorno total do portfólio, que é anualizado para facilitar a compreensão e análise. Esta composição gera apenas uma série temporal para cada cenário, permitindo a visualização do caso em que o gestor define suas alocações de acordo com uma determinada metodologia.

No entanto, para analisar o comportamento aleatório e testar se a diferença entre as alocações são estatisticamente significativas, simulações seguidas de um teste de hipótese se fazem necessários. Neste estudo, o método adotado para as comparações das estratégias foi a simulação de Monte Carlo [27], em que as alocações foram definidas de forma aleatória e independente, ou seja, os pesos foram definidos de forma aleatória e independente nas carteiras não previdenciária, previdenciária geral e previdenciária qualificada, sendo rebalanceadas a cada trimestre. Sendo assim, cada iteração do algoritmo gera um retorno do portfólio no período  $T$  e, ao final de  $m$  iterações, é obtida uma distribuição para os retornos em cada carteira. Para garantir um mesmo critério de alocação em todos os cenários e, ao mesmo tempo, garantir uma cobertura do espaço amostral, consideramos permutações aleatórias destes pesos a cada período de rebalanceamento. Como tempo final de avaliação, foi escolhido um período que englobasse diferentes ciclos econômicos e um prazo razoável para investimentos de mais longo prazo.

Com as distribuições dos índices Sharpe anualizados, aplica-se o teste de Kolmogorov-Smirnov para verificar se essas distribuições seguem a distribuição Normal (ou Gaussiana) e comparar as distribuições par a par, i.e. sob a hipótese nula que as amostras aleatórias foram retiradas de uma mesma distribuição de referência. Posteriormente, caso a hipótese nula de normalidade seja rejeitada, avalia-se o teste U de Mann-Whitney para verificar se valores de uma distribuição são estatisticamente superiores

aos valores de uma outra distribuição, também par a par. As fronteiras eficientes de cada cenário obtidas nas simulações com melhores resultados (10% do total) foram criadas para visualizar se há diferença nos retornos do investidor, caso este consiga escolher os melhores gestores.

Deste modo, teremos (i) ilustrado como seriam os retornos de um gestor que utiliza uma determinada metodologia de alocação de recursos dadas as peculiaridades das restrições, (ii) simulado como seria a alocação aleatória de 150.000 portfólios com seus retornos/volatilidades e, por fim, (iii) testado estatisticamente os resultados das simulações de Monte Carlo mediante as hipóteses nulas. Assim, será possível verificar se realmente as restrições impostas pelo Regulador afetam as decisões de investimento.

## 4. Dados Históricos e Simulações

Os experimentos basearam-se nos ativos descritos na Tabela 3 no intervalo de janeiro de 2008 a dezembro de 2017. Mais precisamente, foi construída uma partição de dois níveis, janeiro/2008 a julho/2012 e agosto/2012 a dezembro/2017, devido à inexistência dos ativos IFIX e IDA em parte do período em questão. Os retornos diários dos nove ativos estudados estão representados na Figura 5 abaixo:

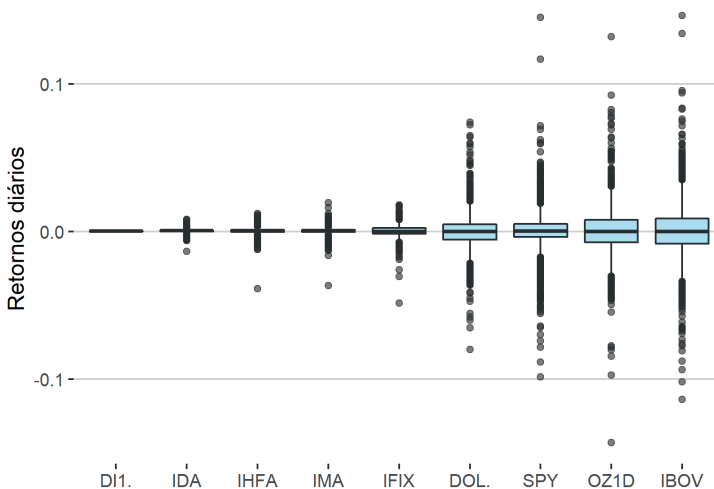


Figura 5: Gráfico Box-plot dos retornos dos ativos.

Para avaliar a atuação de um determinado gestor, estes retornos diários foram utilizados para calcular a carteira ótima entre cada período de rebalanceamento, i.e. cada trimestre, através de janelas deslizantes de um ano. Por exemplo, para calcular o vetor ótimo de pesos para o segundo trimestre de 2011 (2Q2011), o algoritmo se baseou nos dados entre o segundo trimestre de 2010 (2Q2010) e o primeiro trimestre de 2011 (1Q2011). Para o período subsequente, um trimestre de observações mais recente é incluído e o mais antigo é removido, de forma a manter sempre um ano de observações. O algoritmo utilizado para otimização considerou uma otimização *out-of-sample*, onde os pesos foram avaliados “fora da amostra”, no período posterior ao período dos dados que serviram de calibragem do modelo. Assim, pôde-se aproximar os resultados da atividade prática dos gestores de recursos. Através deste racional de alocação de recursos ao longo do tempo, obtém-se uma série de pesos para cada ativo durante todo o período de 40 trimestres, ou 10 anos. No gráfico 6 é possível verificar a diferença entre as possibilidades de alocação.

Pode-se observar que os retornos acumulados do cenário sem restrições (Não-Previdenciário) alcança os maiores retornos, seguido pela carteira de Proponentes em Geral (Prev. Geral) e Proponentes Qualificados (Prev. Qualificado). O melhor resultado do caso irrestrito ocorreu de acordo com o esperado, uma vez que o gestor tem possibilidades de investimento que propiciam maior retorno, mesmo tendo exposição a riscos maiores. No entanto, o comportamento dos casos regulamentados foi, à primeira vista, contrário ao inicialmente imaginado: o conjunto de restrições aplicado a proponentes qualificados atuou de tal maneira a deixar os resultados acumulados inferiores aos resultados gerado pelo conjunto de restrições aplicado a proponentes em geral. Este fenômeno pode ter sido causado por restrições em classes de ativos que atuam como minimizadoras de risco de outras classes de ativos, por exemplo, instrumentos de *hedge*, quando avaliados em um portfólio e não individualmente. Portanto, estes resultados indicam que pode haver uma necessidade de reavaliar tal diferenciação nos conjuntos de restrições. Esta atitude minimizaria as perdas como ocorreram em 2014 e 2017 que afetam o resultado da carteira a longo prazo.

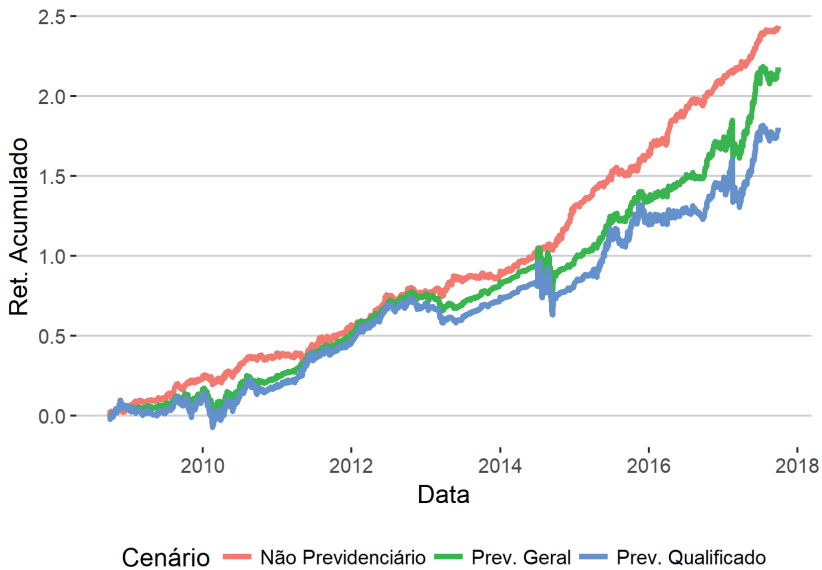


Figura 6: Retornos Acumulados entre Jan/08 e Dez/17 baseados na otimização dos pesos.

Nos gráficos 7, 8 e 9 é possível notar como os pesos estão distribuídos ao longo do tempo entre as nove classes de ativos analisadas.

É possível notar que os pesos se comportam de forma suave entre os períodos, o que remete ao perfil de alocação de fundos de previdência, onde o gestor evita rebalanceamentos abruptos na carteira em pequenos intervalos de tempo. Adicionalmente, visualiza-se a maior diversificação entre classes para a carteira de proponentes em geral se comparada com a carteira de proponentes qualificados.

Mesmo assim, não podemos afirmar que as restrições para proponentes qualificados são piores, uma vez que esta evidência foi observada apenas para um caso pontual e poderia, portanto, ter sido obtida devido ao acaso. Para avaliar corretamente a chance de aleatoriedade no processo, recorreu-se às simulações de diversos cenários e posteriores testes estatísticos.

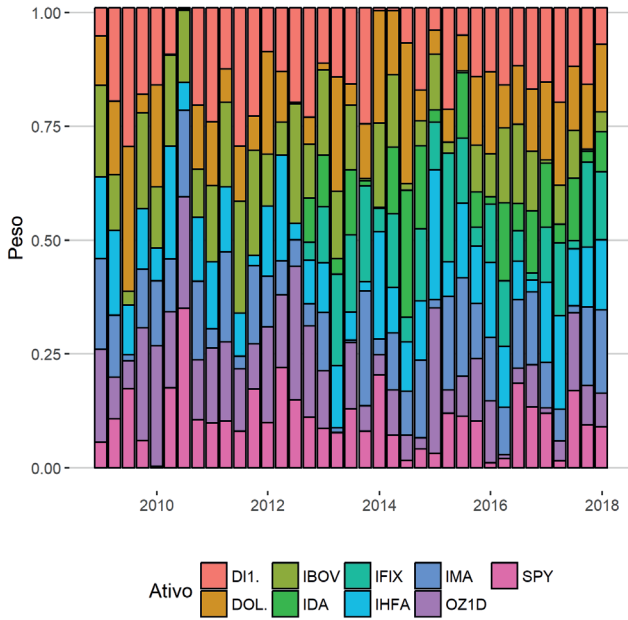


Figura 7: Pesos para o cenário não previdenciário.

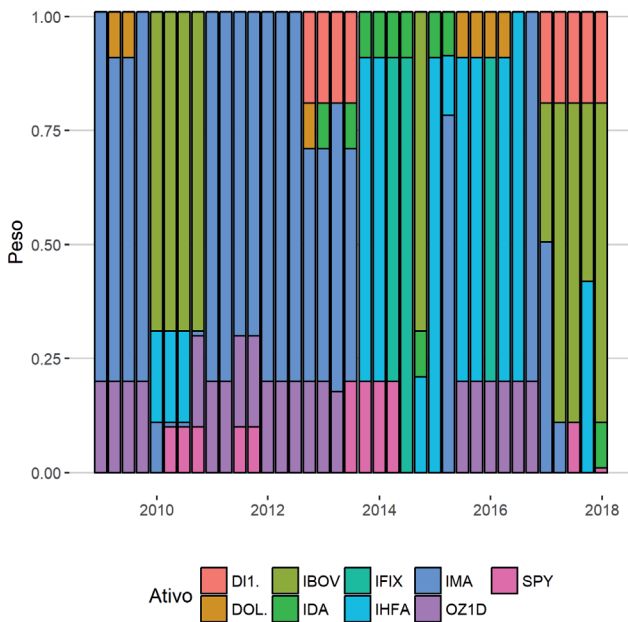


Figura 8: Pesos para o cenário regulamentado para proponentes em geral.



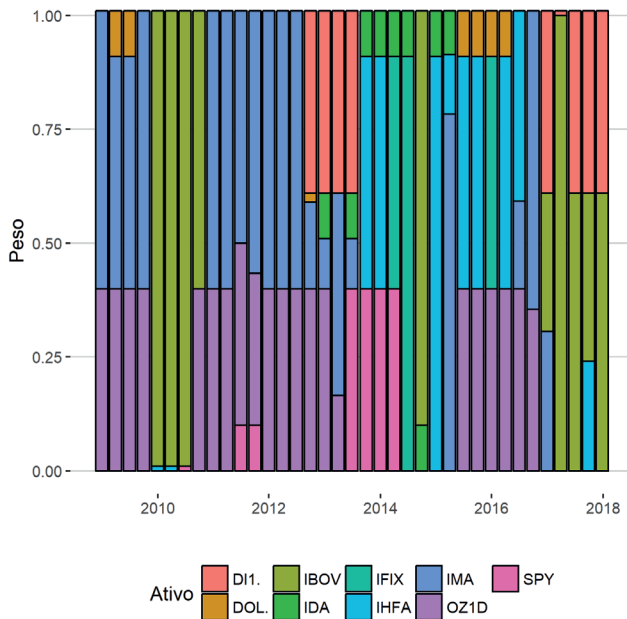


Figura 9: Pesos para o cenário previdenciário para proponentes qualificados.

Tendo analisado o caso de um gestor em particular, o estudo se volta para a comparação de gestores aleatórios, em que a decisão não se baseia em uma estratégia particular, como já descrita, mas sim, em estratégias aleatórias. Para isso, foram simulados 150.000 portfólios (ou seja,  $m = 150.000$ ) satisfazendo as restrições específicas de cada cenário, descritas na Tabela 2, onde em cada iteração os pesos alocados em cada ativo no trimestre subsequente foi definido de forma aleatória. Portanto, retornos e riscos totais no período de 10 anos ( $T = 10$  anos) foram obtidos e, conseqüentemente, o índice Sharpe de cada simulação (Figura 10).

Como boa parte da diferença entre os cenários ocorreu nas caudas das distribuições, o gráfico 11 auxilia na visualização das divergências dos índices Sharpe.

Para verificar se os resultados dos índices de Sharpe apresentavam distribuições (gráfico a direita da Figura 10) semelhantes, foi realizado o Teste de Kolmogorov-Smirnov (KS) para a normalidade das distribuições e entre elas

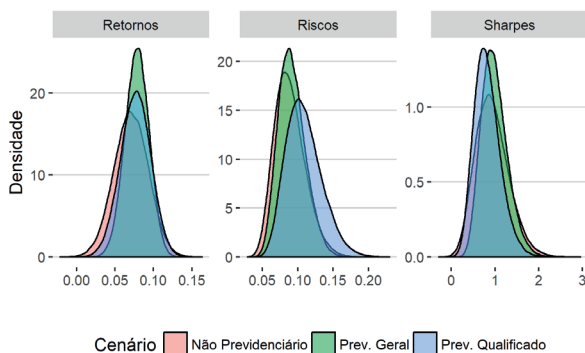


Figura 10: Densidades dos Retornos, Riscos e Sharpe para 150.000 simulações de Monte Carlo.

(par a par). Em todos os casos, a hipótese nula foi rejeitada para um intervalo de 95% de confiança (ou  $\alpha = 5\%$ ). Ou seja, as amostras não foram estatisticamente provenientes de uma distribuição Normal nem da mesma distribuição entre elas. Adicionalmente, o teste de Mann-Whitney foi aplicado para avaliar as diferenças de medianas, onde não foi possível, em nenhum caso rejeitar a hipótese nula que as medianas são iguais. No entanto, o teste Mann Whitney unicaudal, usado para testar a hipótese alternativa que a mediana de uma distribuição é maior que a mediana da outra distribuição, rejeitou a hipótese nula em todos os casos.

Os resultados dos testes estão descritos na Tabela 4:

		Não Prev. e Prev. Geral	Prev. Qualificado e Não-Prev	Prev. Qualificado e Prev. Geral
KS	D	0,11873	0,14686	0,2272
	p-valor	2,20E-16	2,20E-16	2,20E-16
U	W	1,24E+14	1,32E+14	1,48E+14
	p-valor	2,20E-16	2,20E-16	2,20E-16

Tabela 4: Valores das estatísticas de teste e p-valores. No teste U, foi considerado como hipótese alternativa  $M_b > M_a$ .

Isso evidencia que as distribuições possuem tendência central estatisticamente diferentes, sendo a distribuição de Sharpe de casos Prev. Geral a que apresenta o melhor resultado, seguida pelo caso irrestrito e Prev. Qualificado, respectivamente. Este resultado é interessante, pois mostra

que, caso a escolha do gestor ocorra de forma aleatória, o beneficiário final fica, de certa forma, protegido das decisões equivocadas dos mal gestores que possuem mais “liberdade” para atuar.

A partir das 15.000 melhores simulações, ou seja, 10% do total de simulações para cada cenário, é possível obter também estimativas suavizadas das fronteiras eficientes com o auxílio de um regressor local [11] (Figura 12). Este experimento evidencia que a diferenciação das fronteiras nos dois cenários previdenciários (com restrições) não passa de uma mera flutuação estatística.

Por outro lado, houve um descolamento significativo para o caso não previdenciário, que superou os demais. Considerando que o critério de diferenciação do portfólio foi somente a restrição de alocação, essa restrição imposta ao gestor gerou portfólios que, para o mesmo determinado nível de risco, teria um retorno menor para o investidor. De forma equivalente, pode-se dizer que a fronteira eficiente para o cenário irrestrito (não regulamentado) demonstrou resultados estatisticamente superiores aos cenários regulamentados, que não apresentaram diferença estatisticamente entre eles. Isso está relacionado com o fato desta distribuição possuir cauda superior mais pesada que as demais, conforme o Gráfico 11.

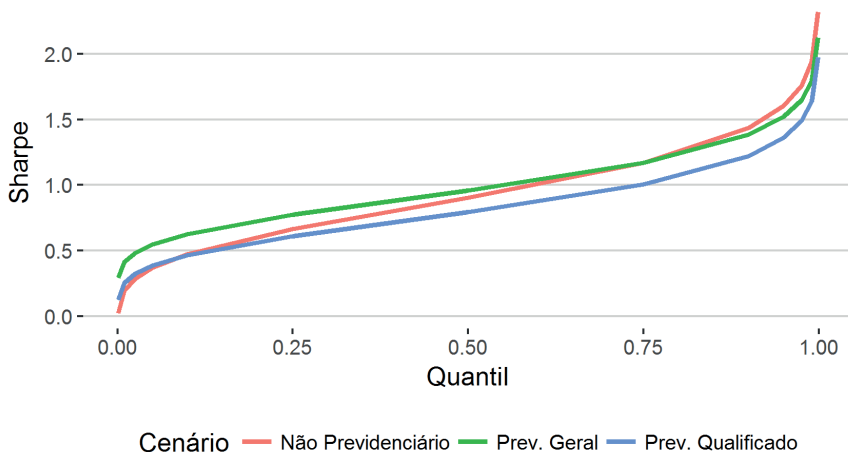


Figura 11: Quantis dos três cenários simulados.

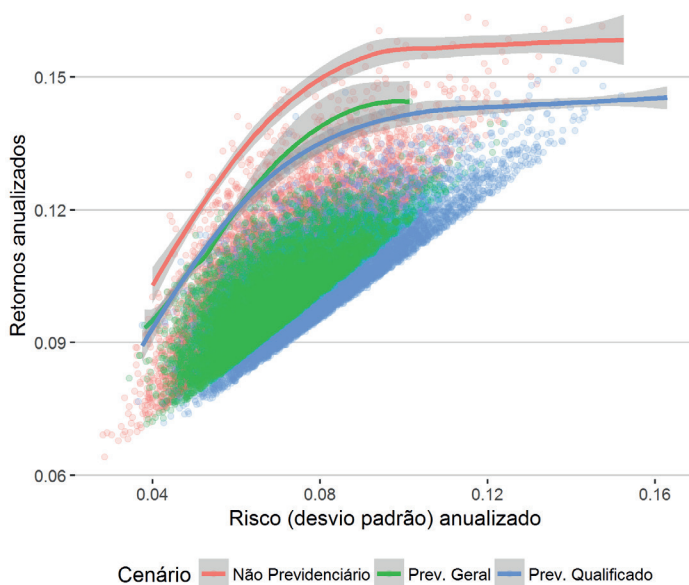


Figura 12: Fronteira eficiente para os 3 cenários avaliados. As regiões sombreadas em cinza ilustram o intervalo de confiança das curvas.

Tal estudo se torna relevante, pois mostra que, caso o gestor tenha competência para alocar, e não seja próximo à alocação aleatória, o investidor em fundos não-previdenciários obtém uma melhor relação risco/retorno no longo prazo.

## 5. Considerações Finais

Já observamos em análises históricas anteriores as diferenças entre a performance de fundos abertos e fundos previdenciários, destacando os retornos inferiores dos últimos. Neste estudo, foi analisada uma das possíveis razões: as limitações na alocação dos ativos pelos gestores devido à regulação restritiva.

Apesar do regulador trabalhar para o benefício e proteção do investidor, diversos trabalhos no Brasil e no exterior demonstraram que algumas restrições impostas podem produzir o efeito contrário. Neste caso, o investidor teria acesso a uma alocação mais eficiente, com maior retorno dado um risco desejado, caso o gestor tivesse maior liberdade na escolha dos ativos para o investimento do portfólio. Neste estudo, analisamos como as restrições regulatórias afetam as decisões dos gestores de recursos ao longo de 10 anos para os cenários em que i) não há nenhum tipo de restrição, ii) há restrições definidas para proponentes em geral em planos de previdência e iii) há restrições definidas para proponentes qualificados em planos de previdência.

Em primeiro lugar, foi apresentado o cenário em que um mesmo gestor rebalanceava sua carteira trimestralmente de acordo com dados reais de mercado.

Neste caso, os retornos obtidos quando não há nenhum tipo de restrição foram superiores aos demais conjuntos de retornos. Posteriormente, foram simulados 150.000 cenários com alocações aleatórias e se constatou que os índices Sharpe para os casos com restrição para proponentes em geral apresentou maior medida de tendência central.

No entanto, foi observado que a fronteira eficiente de um gestor que aloca de forma apropriada no cenário sem restrições foi superior às fronteiras eficientes obtidas nos cenários sob restrição regulamentar. Nos dois casos onde havia restrições, os resultados se mostraram estatisticamente similares, ou seja, os dois conjuntos de restrições acabam produzindo resultados similares ao longo prazo.

Este estudo, portanto, mostrou que recentes avanços na regulação previdenciária ainda podem ser melhorados de forma a beneficiar ainda mais o público em geral, uma vez que a diminuição das restrições de alocação indicou melhores resultados para os fundos.



## 6. Referências bibliográficas

- [1] AMARAL, T. (2013). **“Análise de Performance de Fundos de Investimento em Previdência”**, Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, 2013.
- [2] Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. <http://www.anbima.com.br>.
- [3] Banco Central do Brasil. <http://www.bcb.gov.br>.
- [4] Banco Central do Brasil (2015). **“Resolução no 4.444, de 13/11/2015”** <http://www.bcb.gov.br/460>
- [5] Beltrao, K., Leme, F., Mendonça, J., Sugahara, S. (2004). **“Análise da Estrutura da Previdência Privada Brasileira: Evolução do Aparato Legal”**, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Texto para Discussão, 1043.
- [6] Blome, S., Fachinger, K., Franzen, D., Scheuenstuhl, G., Yermo, J. (2007). **“Pension Fund regulation and Risk Management: Results from an ALM Optimisation Exercise”**, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 8, OECD Publishing, Paris.
- [7] Bodie, Z., Marcus, A., Merton, R. **“Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Tradeoffs?”**, NBER Working Paper Series, Working Paper no. 1719.470
- [8] Bouvatier, V., Rigot, S. **“Pension fund’s allocations to hedge funds: an empirical analysis of US and Canadian defined benefit plans”**, Applied Economics, 45, 3701-3710.
- [9] Campani, C., Costa, T. (2016). **“Pensando na Aposentadoria: PGBL, VGBL e Autoprevidência”**, Relatórios Coppead, Rio de Janeiro, UFRJ/COPPEAD,475 2016.
- [10] Carmel, E., Carmel, D., Leiser, D., Apivak, A. (2015). **“Facing a Biased Adviser While Choosing a Retirement Plan: The Impact of Financial Literacy and Fair Disclosure”**, Journal of Consumer Affairs, 49, issue 3, Fall 215, p.576–595
- [11] Cleveland, W.S. and Devlin, S.J. (1988). **“Locally weighted regression: an approach to regression analysis by local fitting.”** Journal of the American Statistical Association, 83(403)
- [12] Cobb, A. (2016). **“When Principals Conflict: Stakeholder Power, Executive Decision-Making, and the Manipulation of Pension Assumptions”** <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2763825>
- [13] Coelho, N., Camargos, M. (2013). **“Investimentos em previdência privada fechada: uma análise comparativa com outras opções de aplicações financeiras no Brasil”**, Revista Contemporânea de Economia e Gestão, vol. 10 (2).
- [14] Coimbra, L., Toyoshima, S. (2009). **“Uma Análise do Setor de Previdência Complementar Brasileiro”**, Revista de Economia Contemporânea, vol. 13 (3), 439-466, Rio de Janeiro.

- [15] Costa, T. (2015). **“Estudos Comparativos entre Planos Conservadores de Previdência Privada Aberta e Fundos Tradicionais de Renda Fixa, Dissertação (Mestrado)”**, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.
- [16] Guan, Y. and Lui, D. (2016). **“The Effect of Regulations on Pension Risk Shifting: Evidence from the US and Europe”**, *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(5) & (6), 765-799.
- [17] Hill, J., Nadig, D., Hougan, M. (2015). **“A Comprehensive Guide to Exchanged-Traded Funds (ETFs)”**, CFA Institute Research Foundation.
- [18] De Lima, A. (2006). **“Desempenho dos Fundos de Investimento do Tipo Previdência Privada”**, *Revista de Administração Mackenzie*, vol. 7, No. 2, 500 61-77.
- [19] Dias, L. (2006). **“Governance of Brazilian Pension Funds”**, *beppress Legal Series, Working Paper* 1447.
- [20] Mann, Henry B.; Whitney, Donald R. (1947). **“On a Test of Whether one of Two Random Variables is Stochastically Larger than the Other”**, *Annals of Mathematical Statistics*, vol. 18, No. 1, 50-60.
- [21] McCarthy, D., Miles, D. **“Optimal portfolio Allocation for Corporate Pension Funds,”** *European Financial Management*, vol. 19, No. 3, 599-629.
- [22] Markowitz, H. (1952). **“Portfolio Selection”**, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91.510
- [23] OECD (2015). **“Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment”**, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- [24] Silva, F. (2010). **“Impacto do Risco de Longevidade em Planos de Previdência Complementar”**, Universidade de São Paulo, Tese de Doutorado, 2010.
- [25] Silver, N., Pant, S. (2012). **“Regulation Without Reason: The Deleterious Effects of Government Regulation on Private Pension Provision”**, *Economic Affairs*, Vol. 32, Issue 3, pp. 50-57.
- [26] Strumskis, M, Balkevivius, A. (2016). **“Pension fund participants and fund managing company shareholder relations in Lithuania second pillar pension funds”**, *Intellectual Economics*, Vol. 10, Issue 1, pp. 1-12.
- [27] Vose, D. (2008). *Risk Analysis: “A Quantitative Guide, 3rd Edition, John Wiley & Sons”*.
- [28] Tongxuan (Stella) Yang (2005). **“Understanding the Defined benefit versus Defined Contribution Choice”**, Pension Research Council Working Paper, PRC WP 2005-4.
- [29] Yang, A., Júnior, L., Miranda, R., Chun, W.(2010). **“Comparação entre Fundos Previdenciários e Não Previdenciários”**, Working Paper, EESP, FGV, 2010.







# PORTABILIDADE – UMA PROPOSTA TÉCNICA PARA O BRASIL



Abraham Bragança de Vasconcellos Weintraub  
Arthur Bragança de Vasconcellos Weintraub  
Giuseppe Ludovico



**CFA Society  
Brazil**



# **PORTABILIDADE – UMA PROPOSTA TÉCNICA PARA O BRASIL**

**Abraham Bragança de Vasconcellos Weintraub**

**Arthur Bragança de Vasconcellos Weintraub**

**Giuseppe Ludovico**



**CFA Society  
Brazil**

Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik e QUOD!

ISBN 978-85-94022-06-6

Janeiro 2019

## Biografias

**Abraham Weintraub:** professor de economia da UNIFESP - Universidade Federal de São Paulo

**Arthur Weintraub:** professor de direito da UNIFESP - Universidade Federal de São Paulo

**Giuseppe Ludovico:** professor de direito da UNIMI - Universidade de Milão

Os autores agradecem as críticas e sugestões.



## Resumo

**ABSTRACT:** This paper evaluates the ambit of rollover within the Brazilian complementary retirement system. Presenting the legal, economic and actuarial framework to corroborate the technical and scientific aspects of the context, aspects of current limitations upon transferring monies between retirement plans are approached with the final scope of protecting participants. Tax exemption, and other elements that can perfect the system and new ideas are also presented.

**KEY-WORDS:** rollover; portability; retirement; actuarial law; economy.

**RESUMO:** Este artigo avalia o âmbito da portabilidade dentro do sistema de aposentadoria complementar brasileiro. Apresentando os quadros legal, econômico e atuarial para corroborar os aspectos técnicos e científicos do contexto, prisms das limitações atuais sobre a transferência de fundos entre os planos de aposentadoria são abordados com o objetivo final de proteger os participantes. A isenção de impostos e outros elementos que podem aperfeiçoar o sistema também são apresentados.

**PALAVRAS-CHAVES:** portabilidade; aposentadoria; direito atuarial; economia.



# Índice

<b>1. Introdução .....</b>	<b>10</b>
<b>Contrato previdencial privado na a Lei Complementar n. 109/2001 .....</b>	<b>10</b>
<b>Súmula 290 do Superior Tribunal de Justiça e real objetivo da portabilidade .....</b>	<b>14</b>
<b>Súmula 321 do Superior Tribunal de Justiça e a possibilidade de alteração judicial do contexto previdenciário complementar .....</b>	<b>18</b>
<b>Investimentos dos fundos de pensão e necessidades tempestivas .....</b>	<b>18</b>
<b>Aspectos econômicos e possibilidades de transferência de valores em portabilidade entre previdência complementar fechada e aberta .....</b>	<b>21</b>
Tabela I Quantidade de Beneficiários dos Fundos de Pensão no Brasil: .....	21
Tabela II Relação Entre os Ativos dos Fundos de Pensão e o PIB do Brasil.....	22
Tabela III Carteira Consolidada dos Fundos de Pensão por Tipo de Aplicação no Brasil (em %) .....	23
<b>A situação dos RPPS e os casos específicos do IPREM e do SPPREV. ....</b>	<b>24</b>
TABELA IV .....	24
<b>A portabilidade na disciplina europeia e italiana .....</b>	<b>29</b>
<b>Conclusão.....</b>	<b>34</b>
<b>Referências bibliográficas .....</b>	<b>36</b>
<b>Anexos.....</b>	<b>38</b>

## 1. Introdução

A metodologia a ser utilizada no presente artigo será a pesquisa lógico-dedutiva, de acordo com o método científico, com utilização de bibliografia especializada e de dados oficiais quantitativos e qualitativos.

A portabilidade consiste na possibilidade da transferência das reservas técnicas depositadas pelo participante ou em nome dele, das quais é titular, de um fundo/plano de previdência complementar aberto ou fechado para outro fundo/plano de previdência aberto ou fechado. Essa flexibilidade de transferência entre fundos/planos de previdência complementar, sejam de abertos ou fechados para abertos ou fechados deflui da não limitação legal. *Ubi lex non distinguit nec nostrum est distinguere*. A portabilidade permite liberdade de disposição dos recursos e a livre circulação de recursos previdenciários sem incidência de impostos, em prol do próprio participante (WEINTRAUB, 2005).

O presente texto apresentará quais são os aspectos legais e institucionais que impedem, atualmente, que participantes e beneficiários dos planos de previdência complementar fechada no Brasil (fundos de pensão) de transferir seus recursos de um fundo de pensão para outros fundos ou mesmo para planos de previdência complementar aberta.

### **Contrato previdencial privado na a Lei Complementar n. 109/2001**

O contrato de previdência complementar - que a Lei Complementar n. 109/2001 trata como “convênio de adesão” - tem como instituto obrigatório tanto na esfera aberta quanto fechada a portabilidade, advinda com a Lei Complementar n. 109/2001. Anteriormente à promulgação da Lei Complementar n. 109/2001, que de acordo com o art. 202 da Constituição de 1988 rege o sistema previdencial complementar brasileiro, a lei n. 6435/1977, que regia o sistema, não previa e muitos contratos inclusive vedavam a portabilidade. Antes da lei n. 6435/1977 a legislação que imperava o sistema complementar de previdência era o Código Comercial brasileiro de 1850, cujo texto primitivo previa até a disposição legal dos escravos.

Note-se que o modelo previdencial complementar brasileiro é uma emulação do sistema norte-americano, inclusive com cognatos perfeitos, tais como participante, contribuição definida, benefício definido, elegibilidade, etc, ou em traduções literais, como patrocinadora, portabilidade, resgate,

etc. A legislação, doutrina e jurisprudências sobre o tema no Brasil são muito recentes em termos de um sistema concreto e estruturado. Logo, para se entender o alicerce previdencial complementar brasileiro é preciso ter em mente a cópia dos padrões norte-americanos como regra geral.

Contudo, isso não significa que o modelo norte-americano deva continuar a servir de modelo, haja vista as mazelas que o sistema brasileiro sofreu recentemente em casos de má-gestão, corrupção, conflitos de interesses, entre outros. Nosso entendimento consiste na observação do modelo italiano como paradigma. Não somente porque o regime geral brasileiro ser pautado no modelo italiano, mas, outrossim, porque o sistema italiano ser embasado no que existe de mais moderno na legislação europeia, e pelo fato de que seu arcabouço jurídico ser de *civil law* e sua configuração demográfica do início dos anos 1990 ser virtualmente igual à configuração demográfica brasileira atual (Ludovico 2017).

A portabilidade é essencial ao novo contexto de proteção social do sistema, tendo como base o tripé: flexibilidade, segurança e transparência. Com a portabilidade, o participante encontra flexibilidade na transferência de suas reservas técnicas, segurança e transparência ao ter acesso às informações de seus investimentos e condições da entidade previdencial em relação a resultados atuariais ruins, podendo verificar a real situação do plano a qualquer tempo (WEINTRAUB 2003).

No campo dos fundos de pensão, previdência complementar fechada, o parágrafo 1o do art. 14, da Lei Complementar n. 109, não admite a portabilidade sem que haja cessação do vínculo empregatício do participante com o patrocinador, nos casos em que esta relação de trabalho existir. A cessação do vínculo associativo/profissional/classe não é necessária para portabilidade em fundos instituídos.

Os métodos de transferência de recursos previdenciais na portabilidade não estão bem assimilados no sistema, e há entidades que continuam relutando em efetuar a portabilidade com nítido receio de perda de recursos, cabendo nesses casos à PREVIC ou ao Poder Judiciário ordenar o cumprimento da lei.

## A portabilidade na Lei Complementar n. 109

A portabilidade é prevista no inciso II, do art. 14, da Lei Complementar n. 109, como instituto obrigatório do plano previdenciário: “portabilidade do direito acumulado pelo participante para outro plano”.

E o parágrafo 4o estabelece que a transferência de recursos do participante, quando efetuada para entidade aberta, somente será admitida quando: “a integralidade dos recursos financeiros correspondentes ao direito acumulado do participante for utilizada para a contratação de renda mensal vitalícia ou por prazo determinado, cujo prazo mínimo não poderá ser inferior ao período em que a respectiva reserva foi constituída, limitado ao mínimo de quinze anos, observadas as normas estabelecidas pelo órgão regulador e fiscalizador”.

Órgão regulador e fiscalizador no caso: Previc para os fundos de pensão, e Susep para previdência complementar aberta.

Inexistem restrições de portabilidade no que tange a valores de planos abertos para fechados e vice-versa, desde que os requisitos vinculatários do participante/patrocinadora ou do participante/instituidora sejam preenchidos. Nos casos dos planos fechados em fundos de pensão, a quebra do vínculo é o que em princípio daria ensejo à portabilidade. Mas essa premissa não se mantém como regra geral diante de uma análise dentro do direito atuarial. As restrições à portabilidade só podem existir em casos extremos. Ressalte-se que a portabilidade deve ser efetuada com o objetivo de adquirir outro plano previdenciário complementar, de renda mensal vitalícia ou por prazo determinado, com previsão de prazo de recebimento de benefício equivalente ao tempo de acumulação dos valores transferidos (mínimo de quinze anos). Isso se deve ao fato que o objetivo da lei, mens legis, é manter os recursos no sistema previdencial. Do contrário, a portabilidade seria uma simulação para fins de resgate para se evitar tributação.

A limitação de mínimo de quinze anos, que nos parece excessiva em termos de direito atuarial, visa manter os valores portados no âmbito da previdência complementar, haja vista que o art. 68, § 2º, da Lei Complementar 109 determina a não incidência de tributação e contribuições de qualquer natureza na portabilidade, preceituação que poderia até soar incoerente se ao participante fosse permitida a portabilidade com resgate imediato em seguida, como dito supra. Seria o equivalente do tax exemption

internacional: “Sobre a portabilidade de recursos de reservas técnicas, fundos e provisões entre planos de benefícios de entidades de previdência complementar, titulados pelo mesmo participante, não incidem tributação e contribuições de qualquer natureza.”

Como diferentemente ocorre no resgate, na portabilidade os valores permanecem dentro do sistema previdencial. Daí deflui o tratamento tributário diferenciado.

Antes da Lei Complementar n. 109 não havia previsão legal para a existência de fundos instituídos, e na hipótese de perda do vínculo empregatício do participante, as alternativas reais eram o auto patrocínio - onde o participante paga as duas contribuições, sua e da patrocinadora em seu nome, também, muito oneroso no médio e longo prazos; ou o resgate, que tem as alíquotas de 7,5%, 15%, 22,5% ou 27,5%. Ou seja, a portabilidade é a melhor alternativa em termos de manutenção de valores e de tributação.

Mesmo a CPMF (contribuição provisória de movimentações financeiras) não incidia no caso de portabilidade.

Como dito acima, a portabilidade é uma inovação legal no Brasil. Dentre os institutos obrigatórios que constam da lei, a escolha de auto patrocínio, vesting e resgate, é a alternativa que estaria mais próxima do objetivo de obtenção de benefício integral e continuidade dos valores no âmbito da previdência complementar. Por ser tão importante na proteção social do participante, e de acordo com a análise topológica e teleológica constitucional, a portabilidade deve ser totalmente focada nos interesses dos participantes, e não em critérios pouco técnicos ou corporativistas.

## Súmula 290 do Superior Tribunal de Justiça e real objetivo da portabilidade

A portabilidade seria a alternativa ideal para o participante transferir seus recursos, ou seja, aqueles que estão em seu nome (inclusive a parte que a patrocinadora contribuiu) dada a isenção tributária e liberdade de escolha para âmbito aberto ou fechado, não fosse uma barreira: a Súmula 290 do STJ. Tal Súmula limita a portabilidade aos valores contribuídos pelo participante quando há contribuição de patrocinadora.

Determina a Súmula 290 do STJ que: “Nos planos de previdência privada, não cabe ao beneficiário a devolução da contribuição efetuada pelo patrocinador”.

Como os institutos da portabilidade, resgate, vesting (benefício proporcional diferido) e autopatrocínio são oriundos do caráter institucional da previdência complementar, a importância de proteção social inculcida na portabilidade deve estar limitada justamente no escopo de interesse do participante. Ergo o fato da portabilidade ser inserida legalmente no contrato de adesão, independente do cunho volitivo das partes ou de questão de sinalágma.

Sendo o exemplo mais evidente do caráter institucional da previdência complementar, o instituto da portabilidade deve constar em todo contrato previdenciário complementar. Após o aparecimento da Lei Complementar n. 109, o âmago contratual teve de ser alterado.

A Lei Complementar n. 109, art. 69, estabelece que as contribuições vertidas para as entidades de previdência complementar, destinadas ao custeio dos planos de benefícios de natureza previdenciária, são dedutíveis para fins de incidência de imposto sobre a renda, nos limites e nas condições fixadas em **lei**.

“§ 1o Sobre as contribuições de que trata o caput **não incidem tributação e contribuições de qualquer natureza**.”

§ 2o Sobre a portabilidade de recursos de reservas técnicas, fundos e provisões entre planos de benefícios de entidades de previdência complementar, titulados pelo mesmo participante, **não incidem tributação e contribuições de qualquer natureza**” (grifos nossos)



Reitere-se que a portabilidade não deve ser confundida com resgate - a própria lei é redundante neste aspecto - e nem deve ser usada para resgatar valores rapidamente após a transferência. Não é essa a *mens legis*, e tal procedimento seria o desvirtuamento do instituto. Acerca de valores portáveis, e da liberdade do participante acerca de seu direito acumulado dever ser protegida, a Lei Complementar n. 109, parágrafo único do art. 15, diz: “direito acumulado corresponde às reservas constituídas pelo participante ou à reserva matemática, o que lhe for mais favorável”.

E expressão “o que lhe for mais favorável” pode ser interpretada em todo o contexto de portabilidade.

Sobre o tema, a Resolução MTPS/CNPC n.23, de 25 de novembro de 2015, faz as seguintes determinações: “Art. 1º A Resolução CGPC n. 6, de 30 de outubro de 2003, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, passa a vigorar com as seguintes alterações:

(...)

Art. 23. No caso de plano de benefício instituído por instituidor, o regulamento deverá prever prazo de carência para o pagamento do resgate, de no mínimo trinta e seis meses, contado a partir da data de inscrição no plano de benefícios.

§ 1º Em relação a cada uma das contribuições efetuadas por pessoas jurídicas ao plano de benefícios de que trata o caput, somente será admitido o resgate após o cumprimento de prazo de carência previsto no caput, contado da data do respectivo aporte.

(...)

§ 3º Os valores que compõem o saldo de conta do participante de plano de benefícios instituído por instituidor, decorrentes das contribuições normais previstas no plano de custeio, somente poderão ser resgatados em sua totalidade quando ocorrer o desligamento do plano de benefícios, observado o prazo de carência previsto em seu regulamento.

§ 4º O regulamento de plano de benefícios instituído por instituidor deverá facultar, a qualquer tempo, ao participante o resgate das seguintes parcelas do seu saldo de conta, a ser exercido durante a fase contributiva e sem a obrigatoriedade de seu desligamento do plano de benefícios: I - **valores oriundos de portabilidade** de recursos que tenham sido constituídos em entidades abertas ou entidades fechadas.

A previsão protege o direito de portar todos os valores contribuídos em nome do participante de fundo de pensão instituído. No caso de patrocínio, isso não se aplica infelizmente de acordo com a Súmula n. 290 do STJ. Direito acumulado, para fins de portabilidade, abarca todos os valores existentes no plano em nome do participante, deduzidas as taxas de administração e carregamento. Não obstante, diante da previsão da Súmula n. 290 do STJ, os valores contribuídos pela patrocinadora não poderiam ser portados.

Logo, a Súmula n. 290 do STJ indica que em casos de portabilidade ou mesmo de resgate, o participante não teria direito à parcela da contribuição efetuada pelo patrocinador. Tal Súmula causa graves efeitos sobre os direitos dos participantes e trabalhadores. Deve ser levado em conta o fato da contribuição da patrocinadora ser uma liberalidade contratual do empregador feita **em nome do participante** no que tange a valores de sua titularidade. No extrato do participante constam saldos discriminados das suas contribuições e do patrocinador; mas o extrato está no nome e sob a titularidade do participante.

Não há justificativa dentro do direito atuarial para se privar o participante, titular destes valores, de portar ou resgatar fundos em seu nome, pois tais montantes são tão seus quanto são os valores de participação em lucros e resultados, também outra liberalidade do empregador. Trata-se de verba alimentar inclusive. Os valores das contribuições da patrocinadora são de titularidade exclusiva do participante. São contribuições da patrocinadora feitas em seu nome, participante, tanto que existe extrato de tais contribuições, como dito acima. Não obstante, há segregação contábil dentro do extrato de tais contribuições de cada parte.

Não se pode evocar o mitigado grau de solidariedade ou mutualismo da previdência complementar. Os valores da patrocinadora estariam vinculados à entidade no sentido da manutenção de benefícios não programados - regime de repartição de capital de cobertura - como morte e invalidez. Deve haver justificativa jusatuarial, pois não se trata de repartição simples

Deve ou não haver a conservação dos valores no plano, evitando-se instabilidade coletiva para o bem do grupo? Se houver plano de benefício definido o raciocínio pode até ser plausível. Do contrário, o valor total deve ser plenamente acessível ao participante.

Fundos de pensão que tenham planos de benefício definido, envolvendo benefícios não programados em regime de repartição de capital de cobertura,

como morte e invalidez, poderiam ficar prejudicados com portabilidade em massa? O participante que morre, no exemplo de um plano deste tipo, ocasiona o recebimento pelo seu dependente de um benefício, mesmo não tendo contribuído necessariamente o suficiente para subsidiar atuarialmente o benefício. A questão central é que planos de benefício definido se tratam hoje de algo antiquado, atuarialmente insustentável na atual conjuntura demográfica mundial, e fadados ao déficit atuarial. Tanto assim que nos fundos instituídos, a Lei Complementar n. 109 até mesmo veda plano de benefício definido; somente podendo haver plano de contribuição definida.

Abra-se, portanto, a possibilidade de migração, de plano de benefício definido para contribuição definida. Quem quiser permanecer em plano de benefício definido fique. A experiência é no sentido de que a imensa maioria prefere migrar, pois os valores são individualizados.

Teleologicamente, a Súmula n. 290 do STJ pende para obstar a portabilidade ou o resgate da contribuição efetuada pelo patrocinador. Isso afronta os direitos atuariais básicos dos participantes. A patrocinadora contribui em nome do participante, não do fundo de pensão. Pela Súmula 290, a única maneira de usufruto destas contribuições efetuadas pela patrocinadora seria benefício integral ou proporcional.

O tratamento tributário da portabilidade simplesmente confirma que o intento do sistema é favorecer o participante, e não limitar sua liberdade de dispor dos valores em seu nome. Então, podemos dizer que a Súmula n. 290 do STJ é inconstitucional, dado que confronta o sistema de proteção social compreendido no tema.

## **Súmula 321 do Superior Tribunal de Justiça e a possibilidade de alteração judicial do contexto previdenciário complementar**

A 2ª seção do STJ, em 24 de fevereiro de 2016, decidiu cancelar a súmula 321, de 23 de novembro de 2005, e aprovar outra em seu lugar: “Súmula 321: O Código de Defesa do Consumidor é aplicável à relação jurídica entre a entidade de previdência privada e seus participantes.”

A nova súmula 563 tem a seguinte redação:

“O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às entidades abertas de previdência complementar, não incidindo nos contratos previdenciários celebrados com entidades fechadas.”

Dentro de um interregno relativamente muito pequeno em termos de alteração de súmulas, o STJ alterou seu entendimento pacificado. Com essa alteração, o participante que litigar com um fundo de pensão não terá a proteção do Código de Defesa do Consumidor. O fundo de pensão poderá contratar os melhores advogados contra pleitos de participantes. E os participantes não terão armas processuais ligadas ao Código de Defesa do Consumidor, tal como inversão de ônus da prova. Mais um fator de inibição de adesão ao sistema fechado.

## **Investimentos dos fundos de pensão e necessidades tempestivas**

No que diz respeito às questões de investimentos dos fundos de pensão, a legislação deixa pouca margem a investimentos ilíquidos. Na Resolução CMN n. 3.792/2009 há pouca margem de investimento em renda variável ou imóveis. A maior parte dos investimentos previdenciais nesse caso devem ser em títulos públicos. Se forem de longo prazo, devem sempre os investimentos priorizar o interesse do participante, que arcará com a realização do título se assim desejar.

Não obstante toda a limitação de investimentos em termos de risco controlado, da estrutura legislativa sofisticada e existência de instituições estatais de fiscalização (PREVIC, tribunais de contas, ministério público, polícia federal, etc) a recente onda de escândalos nos fundos de pensão mostra que o regime previdencial complementar fechado no Brasil é inviável.

A aglutinação de recursos nesse contexto sempre atraiu e atrairá focos de corrupção. Portanto, a alternativa plausível é a previdência complementar aberta, que não tem no Brasil nenhum histórico de corrupção ou má-gestão de recursos.

Fraudes e um grande número de escândalos de corrupção que vieram à tona no Brasil estão intrinsicamente relacionados aos fundos de pensão. Isso afetou não somente sua rentabilidade, mas a sustentabilidade de vários planos e a subsistência de seus participantes e beneficiários. A portabilidade poderia ter reduzido as fraudes, pois os saques obrigariam que os gestores relacionados parassem com seus atos. Ou ao menos daria a oportunidade aos participantes de se defenderem.

Para termos apenas um exemplo da dimensão deste problema no Brasil, podemos mencionar a Operação Greenfield, que é uma operação deflagrada pela Polícia Federal e pelo Ministério Público Federal, com o apoio da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Trata-se de uma equipe composta por mais de 600 profissionais entre policiais federais, inspetores da CVM, procuradores federais da CVM, auditores da PREVIC e procuradores da República.

Conforme a matéria da revista Exame de 11 de Dezembro de 2017, a força-tarefa sediada em Brasília começou suas investigações, em setembro de 2016, apurando dez operações feitas por Fundações ligadas a estatais: Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobras), Postalis (Correios) e Funcef (Caixa). Passado pouco mais de um ano, os procuradores da Operação Greenfield ampliaram o foco para 100 investimentos suspeitos. Segundo levantamento da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), os fundos de pensão fecharam 2016 com déficit de R\$ 70,6 bilhões. Em 2012, o problema era de “apenas” R\$ 9 bilhões. A força-tarefa também requisitou um incremento da equipe para apurar possíveis crimes em outros fundos de pensão.

Infelizmente, este é apenas um exemplo recente de uma série histórica de escândalos. A previdência complementar fechada é uma estrutura problemática *urbi et orbi*. Sofre críticas, mesmo quando não há fraudes, em vários países. Baixa rentabilidade, aquém da estimada, e déficit atuarial são frequentemente encontrados nos fundos de pensão pelo mundo. Importante reiterar que, no Brasil, os participantes dos fundos de pensão não são considerados clientes, não estando protegidos pelo Código de Defesa do Consumidor.

Atualmente, a impossibilidade de se exercer a portabilidade de forma ampla reduz o número de ingressantes. Muitos potenciais participantes têm se recusado a entrar em fundos, a despeito de todos os incentivos, como no FUNPRESP (fundo de pensão dos funcionários públicos federais). Ressalte-se que, apesar de terem a mesma função e formato, também abordaremos casos legalmente enquadrados como RPPS.

O FUNPRESP foi criado, em 2012, pelos governos Lula e Dilma para os funcionários públicos federais e não tem apresentado uma taxa de adesão satisfatória. Poucos querem arriscar suas economias ao se tornarem participantes. Mesmo com o Governo Federal igualando a contribuição do participante, pois para cada real contribuído pelo funcionário público, a União deposita o mesmo valor. Operando efetivamente desde fevereiro de 2013, tem como patrocinadores todos os órgãos do Poder Executivo Federal, suas autarquias e fundações, e ainda a Câmara dos Deputados, o Senado Federal e o Tribunal de Contas da União. Em março de 2017, o TOTAL de participantes era de apenas 40 mil pessoas (40.883), com um patrimônio total de R\$ 483 milhões.

Diante disso, surge a hipótese de que os potenciais participantes, apesar dos enormes incentivos, não investem nesta forma de Aposentadoria Complementar por receio de perder suas economias, devido à gestão inadequada do Fundo de Pensão ou do RPPS em questão. Tal hipótese parece pertinente, dado o receio de que uma estratégia pessoal, cujo horizonte temporal pode ultrapassar 50 (cinquenta) anos, seja afetada pela impossibilidade de sair de uma instituição diante da perda de confiança na gestão da mesma. Afinal, décadas de esforços e boa condução podem ser comprometidos por apenas 1 (um) ano de gestão temerária.

Há farta evidência empírica, comprovada academicamente, que uma maior liquidez de um ativo aumenta sua atratividade e eleva o número de investidores. Até mesmo Keynes, em sua Teoria Geral, já explicita a preferência pela liquidez. Assim, podemos generalizar que a portabilidade beneficiaria os Fundos de Pensão e os RPPS, elevando o total de participantes. Todavia, a magnitude deste aumento na demanda por Fundos de Pensão e por RPPS ainda precisaria ser estimada.

## Aspectos econômicos e possibilidades de transferência de valores em portabilidade entre previdência complementar fechada e aberta

**Tabela I** Quantidade de Beneficiários dos Fundos de Pensão no Brasil:

Ano	Participantes Ativos	Dependentes	Assistidos	População Total
Março/ 2010	1.949.893	3.385.100	639.045	5.974.038
Março/ 2011	2.146.780	3.578.326	664.469	6.389.575
Março/ 2012	2.288.330	3.696.504	677.255	6.662.089
Março/ 2013	2.315.398	3.676.414	696.879	6.688.691
Março/ 2014	2.373.838	3.704.957	699.837	6.778.632
Março/ 2015	2.542.448	3.909.342	736.070	7.187.860
Março/ 2016	2.542.055	3.908.049	735.569	7.185.673
Março/ 2017	2.560.397	3.955.191	752.942	7.268.530

Fonte: ABRAPP, Consolidado Estatístico.

Observando-se a tabela anterior, é perceptível o forte crescimento no número de beneficiários dos Fundos de pensão. No período, houve um aumento acumulado de 21,7%. Enquanto isso, a população brasileira passou de 190.732.694 pessoas, segundo o Censo de 2010, para 207.660.929, segundo a estimativa do IBGE ([ftp.ibge.gov.br/Estimativas\\_de\\_Populacao](ftp.ibge.gov.br/Estimativas_de_Populacao)), representando um crescimento de 8,9%. Com isso a participação de beneficiários na população brasileira saiu de 3,1% para 3,5%. Um aspecto positivo foi a elevação na participação de ativos no total de beneficiários, que saiu de 32,6% para 35,2%.

**Tabela II Relação Entre os Ativos dos Fundos de Pensão e o PIB do Brasil:**

Ano	Ativos das EFPCs (R\$ bilhões)	Ativos/PIB (%)
2010	558	14,4
2011	597	13,7
2012	668	14,2
2013	669	13,0
2014	700	12,7
2015	718	12,2
2016	790	12,6
Abril/ 2017	812	12,8

Fonte: IBGE/ ABRAPP, Consolidado Estatístico, abr/ 2017.

Todavia, este aumento de beneficiários em relação à população brasileira não foi proporcional à elevação dos ativos patrimoniais nos Fundos de Pensão em relação ao PIB do Brasil. No mesmo período houve uma queda de 14,4% para 12,8% do PIB. A população aumentou, porém, sua relevância econômica diminuiu.



**Tabela III Carteira Consolidada dos Fundos de Pensão por Tipo de Aplicação no Brasil (em %):**

Discriminação	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Abril/ 2017
Renda Fixa	59,8	61,0	61,7	60,4	64,2	70,7	72,4	73,6
Títulos públicos	17,1	15,8	15,4	10,5	12,4	15,5	17,4	17,4
Créditos Privados e Depósitos	4,5	4,8	5,1	4,2	4,0	3,6	3,2	3,0
Fundos de investimentos - RF	38,2	40,4	41,2	45,7	47,7	51,6	51,8	53,1
Renda Variável	32,5	30,1	28,6	29,0	24,7	18,5	18,1	17,2
Ações	16,4	14,0	13,9	13,2	11,5	8,5	9,5	8,6
Fundos de investimentos - RV	16,1	16,0	14,7	15,9	13,3	10,0	8,7	8,6
Investimentos Estruturados	2,0	2,3	2,7	3,0	3,3	2,9	2,2	2,1
Empresas Emergentes	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Participações	1,8	2,1	2,3	2,6	2,9	2,5	1,9	1,8
Fundo Imobiliário	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
Imóveis	3,0	3,6	4,0	4,5	4,7	4,8	4,3	4,2
Operações com participantes	2,5	2,6	2,5	2,7	2,8	2,8	2,6	2,6
Empréstimo a Participantes	2,1	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,5	2,4
Financiamento imobiliário	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Outros	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## A situação dos RPPS e os casos específicos do IPREM e do SPPREV.

O número total de previdências fechadas no Brasil é de 317 segundo a PREVIC, enquanto o número de RPPS é de 2093 (CADPREV- 2016), totalizando 2410 regimes previdenciários. Segundo o Tribunal de Contas da União (TCU) em uma avaliação realizada no ano de 2016, dentre os 2089 Regimes Próprios de Previdência Complementar listados, haviam 7,6 milhões de segurados, entre estes 5,1 milhões de servidores ativos, 1,9 milhão de aposentados e 623 mil pensionistas. O número é muito próximo ao do total de beneficiários dos fundos de pensão. Assim, a portabilidade poderia atingir 15 milhões de pessoas ou 7,2% da população brasileira!

A São Paulo Previdência – SPPREV, o maior RPPS do Brasil, é responsável por 903.816 segurados, dentre eles 504.206 servidores ativos, 269.261 inativos e 130.349 pensionistas, totalizando aproximadamente 12% do total nacional de funcionários públicos segurados; 9,88% dos servidores ativos; 14,17% dos aposentados e 20,92% pensionistas. (Dados referentes a 2013). Já o Instituto de Previdência Municipal de São Paulo - IPREM é responsável por 229.309 segurados, dentre eles 137.090 servidores ativos, 72.736 inativos e 19.483 pensionistas. Isto equivale a cerca de 3% do total nacional de segurados; 2,68% dos servidores ativos; 3,82% dos aposentados e 3,12% dos pensionistas. (Dados referentes a 2016). Comparados com o maior fundo de previdência fechado do país, em números de participantes, a POSTALIS, a SPPREV é superior ao dobro e o IPREM corresponde a 53% do total de participantes.

**TABELA IV**

	Ativos	Inativos	Pensionistas	TOTAL
SPPREV	504206	269261	130349	903816
POSTALIS	110782	299718	20657	431157
IPREM	137090	72736	19483	229309

Como já mencionado, o Brasil tem 2.093 entes federados com um respectivo Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), sendo sua composição: a União, os 26 Estados, o Distrito Federal e mais 2.065 Municípios. Assim, não foram todos os 5.569 Municípios que instituíram um RPPS, dada sua complexidade e a necessidade de prestarem contas ou serem fiscalizados pelo Ministério do Trabalho e da Previdência Social, pelos Tribunais de Contas e pelo Ministério Público. Apesar das semelhanças de escopo, há diferenças técnicas e legais entre um RPPS e um Fundo de Pensão. Todavia, os beneficiários de um RPPS também deveriam poder optar pela portabilidade.

Um dos princípios fundamentais de estruturação e organização dos RPPS é a obrigação da continuidade do equilíbrio financeiro e atuarial, conforme exigência do art. 40 da Constituição Federal, do art. 69 da Lei de Responsabilidade Fiscal e do art. 1º da Lei 9.717/1998 (conhecida como Lei Geral da Previdência no Serviço Público). Sendo necessária uma avaliação atuarial que consiste no confronto entre os compromissos assumidos junto a seus dependentes e os recursos necessários à garantia desses compromissos. Segundo Rodarte (2005), trata-se da constatação de equilíbrio através da equação Euleriana de Equilíbrio (matemática atuarial):

$$VACF = VABF$$

Receita Provável = Despesa Provável

Onde:

VACF: Valor Atual provável das Contribuições Futuras

VABF: Valor Atual provável dos Benefícios Futuros

Para que instituições de previdência honrem seus compromissos, é necessário que estatísticos e atuários determinem o valor presente de reservas de capital que a entidade deve dispor. No caso específico de um RPPS, ao contrário dos Fundos de Pensão, esta preocupação é ainda mais importante. Os beneficiários de um RPPS não participam do Regime Geral de Previdência Social – RGPS do Instituto Nacional de Seguridade Social – INSS.

**O IPREM**, que é o RPPS da cidade de São Paulo, é considerado uma das maiores instituições de previdência em termos mundiais. Possui mais de 100 mil participantes ativos e mais de 91 mil pessoas assistidas. Comparado com fundos de pensões privados, como a PREVI, o RPPS de São Paulo é 36.85% maior em participantes ativos. O atual plano de custeio já prevê contribuições do município de 22%, do servidor ativo de 11%, e dos inativos e pensionistas de 11%. Além disso, o município ainda destina recursos financeiros para financiar a insuficiência com o pagamento dos benefícios, representado em um déficit corrente anual da ordem de R\$ 6 bilhões.

O problema que ocorre com o **IPREM** é que praticamente não há ativos em seu balanço! Quando analisado seguindo a fórmula apresentada por Rodarte (2005) sobre a equação Euleriana de equilíbrio, o IPREM possuía em 2016 um déficit atuarial de assustadores R\$113.799.069.194,37, quase cento e quatorze bilhões de reais (Oliveira, Antônio Mário Rattes de).

Balanço Atuarial	
<b>Reservas matemáticas totais (A + B)</b>	R\$ 113.799.069.194,37
<b>Reservas matemáticas de benefícios a conceder (A) = (A2 + A3 - A1 - A4)</b>	R\$ 48.029.240.802,61
<b>Total do VP das Contribuições Futuras (A1)</b>	R\$ 14.741.421.361,48
VP das contribuições sobre salários	R\$ 12.133.372.564,79
VP das contribuições sobre benefícios	R\$ 2.608.048.796,69
<b>Total do VP dos Benefícios Futuros (A2)</b>	R\$ 75.893.640.285,55
VP das Aposentadorias	R\$ 67.316.489.515,82
VP das Pensões	R\$ 8.577.150.769,73
<b>VP das despesas administrativas (A3)</b>	R\$ -
<b>VP da compensação financeira a receber (A4)</b>	R\$ 13.122.978.121,46
<b>Reservas Matemáticas de benefícios concedidos (B) = (B1-B2)</b>	65.769.828.391,76
<b>Total do VP líquido dos benefícios concedidos (atuais aposentados e pensionistas) (B1)</b>	65.769.828.391,76
VP dos benefícios de aposentadoria	54.343.560.452,55
VP dos benefícios de pensão	14.107.195.684,16
VP das contribuições sobre benefícios (-)	2.680.927.744,95
<b>VP da compensação financeira a receber (B2)</b>	R\$ -
<b>VP dos parcelamentos (C)</b>	R\$ -
<b>Patrimônio Líquido (D)</b>	R\$ -
<b>Déficit atuarial (D + C - A - B)</b>	-R\$ 113.799.069.194,37

Fonte: Oliveira, Antônio Mário Rattes de ; Atuário - MIBA nº 1.162; Relatório da reavaliação atuarial instituto de previdência municipal de São Paulo. 2016

A **SPPREV** passou a existir, no atual formato, com a Lei Complementar nº 1.010 de 1º de junho de 2007. Trata-se da única gestora do Regime Próprio de Previdência dos Servidores Públicos (RPPS) e do Regime Próprio de Previdência Militar (RPPM). É responsável por administrar a folha de pagamento das pensões e aposentadorias da administração direta e indireta do Estado de São Paulo, bem como da Assembleia Legislativa, do Tribunal de Contas, das universidades, do poder Judiciário, do Ministério Público e da Defensoria Pública.

A avaliação atuarial da SPPrev apresenta números muito melhores que os do IMPREM. Todavia, não foi possível encontrar informações com total abertura de dados, projeções, ou composição da carteira de ativos. Por exemplo, o plano vinha gerando déficits correntes nos anos de 2011, 2012 e 2013, (dados disponíveis em “ANEXOS A, B, C e D”). Todavia, a partir do ano de 2014 o RPPS do Estado de São Paulo passou a ser superavitário, devido a uma diminuição de cerca de R\$ 2 bilhões na reserva técnica.

Trecho retirado de nota explicativa da SPPrev sobre tal manobra contábil:

*“Na época (2011) foi apontado pelo Ministério que o valor referente à provisão matemática da SPPREV seria da ordem de R\$ 1.556.416.896,00 de acordo com o DRAA preenchido no site do MPS. Ocorre que, analisando a memória de cálculo, em conjunto com o atuário responsável pela elaboração do Demonstrativo de Resultado da Avaliação Atuarial (DRAA) chegamos à conclusão diversa, qual seja, que o valor do saldo da provisão matemática deveria permanecer zerado. Dessa forma, dada a mudança de entendimento, voltamos a consultar o Ministério da Previdência Social acerca da regularidade do procedimento de contabilização da provisão matemática da São Paulo Previdência. No dia 18/02/2016 recebemos a seguinte resposta dos representantes do MPS: A Portaria MPS 509/2013 que dispõe sobre a adoção do Plano de Contas Aplicado ao Setor Público e das Demonstrações Contábeis Aplicadas ao Setor Público definidos no Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público da Secretaria do Tesouro Nacional no âmbito dos Regimes Próprios de Previdência Social - RPPS, em seu Art. 2º destaca que: Os RPPS adotarão as contas a estes aplicáveis, especificadas no Plano de Contas Aplicado ao Setor Público - PCASP estendido até o 7º nível de classificação, conforme a versão atualizada do Anexo III da Instrução de Procedimentos Contábeis no 00 (IPC 00) da Secretaria do Tesouro Nacional. Seguindo essa orientação, não há problemas do Saldo da conta Provisão Matemática Previdenciária estar zerada nos Demonstrativos Contábeis, já que a apresentação das subcontas suprima a necessidade de evidenciação (grifo nosso). Nesse caso, portanto, não haverá irregularização quanto ao Critério Demonstrativos Contábeis para emissão do*

*Certificado de Regularidade Previdenciária - CRP se o nível das contas estiverem de forma mais analítica. Diante desta resposta procedemos o lançamento do valor de R\$ 276.896.340 na conta 22721.02.04 \* (-) COMP PREVRIA DO PLANO FIN DO RPPS, zerando dessa forma a provisão matemática no exercício 2015.”* (disponível através do link: < [http://www.spprev.sp.gov.br/sic\\_2015/Notas\\_Explicativas.pdf](http://www.spprev.sp.gov.br/sic_2015/Notas_Explicativas.pdf) > Acessado em : 02/09/2017, 21:48

Assim, caso houvesse portabilidade, seria razoável supor que uma parcela razoável dos quase 1 (um) milhão de beneficiários da SPPREV elevasse o grau de demanda por transparência, qualidade das informações e governança, sob o risco de mandarem seus recursos para outra instituição de previdência. Evidentemente, isso pressupondo que a SPPREV esteja realmente em equilíbrio atuarial, com ativos minimamente líquidos e corretamente precificados.

## A portabilidade na disciplina europeia e italiana

A portabilidade da pensão complementar é um princípio fundamental, pois garante transparência, concorrência e a liberdade individual dos trabalhadores. A possibilidade do trabalhador de transferir a sua posição de uma forma previdencial para outra representa um instrumento indireto de controle e sanção sobre o funcionamento dos fundos/planos de previdência complementar, que garante níveis mais elevados de eficiência do sistema, de democracia e de pluralismo competitivo.

Na Europa a portabilidade da posição na previdência complementar representa também um instrumento necessário para evitar obstáculos à liberdade de circulação dos trabalhadores entre Estados-Membros, o que é garantido pelo artigo n. 45.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (Giubboni S., Orlandini, 2007, 11 ss.). É fato óbvio que os limites da portabilidade podem induzir os trabalhadores a uma menor mobilidade no temor de perder os recursos acumulados no fundo de previdência complementar. Quando os Estados-Membros decidiram individualizar seus programas de pensões complementares em um “segundo pilar” de previdência social, foi necessário impor aos mesmos Estados-Membros que evitassem, nas legislações nacionais, qualquer obstáculo à mobilidade, geográfica ou profissional, dos trabalhadores (Tursi A., 2013; Cinelli M., 2010; Emiliani S.P., 2011).

A Comissão Europeia deixou claro que, quanto mais a previdência complementar é “*an essential complement to the first-pillar pension scheme*”, tanto mais “*a lack of portability would leave the more mobile workers without adequate social protection*”, com a conseqüente necessidade de encorajar “*the portability of occupational pension rights so as to improve the social protection of mobile workers and their families*” (Comissão Europeia de 12 setembro de 2003, Second stage consultation of social partners on measures to improve the portability of occupational pension rights, SEC (2003) 916)<sup>1</sup>.

1. Segundo a Comissão «*the insufficient portability of occupational pensions can create important obstacles*», não só «*to the free movement of persons in the European Union*», mas também «*to workers' mobility*», poiché «*National mobility, just like cross-border mobility, is affected by the lack of portability*» (p. 3); «*The Commission believes that an action aimed at removing obstacles to pension portability should not be limited to cross-border mobility, but should cover both workers moving within a country and those moving across borders*» (p. 10).

Por estas razões, a recente Diretiva 2014/50/UE do Parlamento europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014, relativa aos requisitos mínimos para uma maior mobilidade dos trabalhadores entre os Estados-Membros, mediante a melhoria da aquisição e manutenção dos direitos a pensão complementar, prevê que “a fim de incentivar a mobilidade dos trabalhadores entre Estados-Membros, os mesmos Estados-Membros deverão esforçar-se por melhorar, tanto quanto possível, a transferibilidade de direitos adquiridos à pensão, sobretudo quando forem criados novos regimes complementares de pensão” e prevê ao artigo 4, que “Os Estados-Membros tomam as medidas necessárias para assegurar que: a) Se for aplicável um período de aquisição de direitos ou um período de espera, ou ambos, o período total combinado não possa em caso algum exceder três anos para os trabalhadores cessantes”<sup>2</sup> (Squeglia M., 2014).

Esta disposição impõe, assim, aos Estados-Membros a obrigação de garantir a portabilidade na previdência complementar após um período de permanência mínima de três anos, inclusive tanto os períodos de “espera” para a entrada no fundo, quanto aqueles de acumulação da contribuição<sup>3</sup>.

Além disso, a fim de criar maior liberdade e concorrência no mercado de previdência complementar, o Parlamento europeu e o Conselho adotaram em 14 de dezembro de 2016, a Diretiva 2016/2341 (IORP II) que altera a Diretiva anterior 2003/41/CE (IORP I), relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais. Entrando em vigor em 12 de Janeiro de 2017, a nova diretiva requer que até 13 de janeiro de 2019, todos os Estados-Membros da UE devem aprovar as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias para assegurar o cumprimento do seu conteúdo<sup>4</sup>.

---

2. São, portanto, contrárias à directiva algumas regras nacionais que prevêem períodos mais longos para a portabilidade das posições individuais: na França, antes da reforma introduzida pela lei de 21 de agosto de 2003, n. 775 (cd reforma Fillon) as formas de previdência complementar previam um período mínimo de dez anos (Occhino A., A. Bollani, 2013, 116), enquanto na Alemanha, no regime anterior a lei sobre a melhoria da previdência complementar empresarial (Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung: BetrAVG), as regras dos fundos de previdência complementar previam a extinção do direito a aposentadoria complementar em caso de perda dos requisitos além de um período de permanência mínimo de 5 anos (Ferraresi M., Vascello N., 2013, 243).

3. A directiva tem acolhido a sugestão da Comissão Europeia na comunicação de 12 de setembro de 2003, intitulada Second stage consultation of social partners on measures to improve the portability of occupational pension rights, SEC(2003) 916, 12.



A nova diretiva estabelece que “A existência de um genuíno mercado interno para a realização de planos de pensões profissionais continua a ser crucial para o crescimento econômico e para a criação de emprego na União, bem como para fazer face ao desafio do envelhecimento da população” e para garantir as condições necessárias para a liberdade de circulação, a diretiva reconhece aos fundos de pensões profissionais (IPP) o direito de gerir fundos ou planos de previdência complementar nos outros Estados-Membros ou de transferir fundos ou planos em outro Estado-Membro, assegurando um elevado nível de proteção e segurança dos beneficiários da previdência complementar.

A disciplina da portabilidade na Itália garante espaço amplo para a liberdade individual do trabalhador. Acredita-se amplamente na doutrina italiana que, numa perspectiva de pluralismo competitivo entre fundos e, mais geralmente, entre as várias formas de previdência complementar, a portabilidade da posição individual representa uma manifestação da “liberdade de escolha na alocação da poupança previdenciária” porque implica na possibilidade de escolha do trabalhador entre as várias “ofertas de investimento de poupança previdenciária entre varias formas complementares concorrentes” (Giubboni S., 2009; Cinelli M., Giubboni S., 2007; Giubboni S., 2008).

A liberdade de escolher o fundo de previdência complementar ou de mudar essa escolha já foi reconhecida pela lei n. 335, de 1995, que, adicionando um novo parágrafo 3-bis no artigo n. 10 do Decreto-Legislativo n. 124 de 1993 (que regulava os fundos de previdência complementar), determinou que os regulamentos dos fundos devem prever o direito do trabalhador de transferir a própria posição para outro fundo após um período de permanência mínima de três anos (nos primeiros cinco anos de operação financeira do fundo o período de permanência mínima era de 5 anos) (Pandolfo A., 2004).

---

4. A fim de reforçar o mercado europeu da previdência complementar deverá ser publicada em breve pela Comissão Europeia uma proposta legislativa para a criação de um produto de pensões individuais pan-europeu, o PEPP (*Pan-European Personal Pension product*), enquanto o 7 de março de 2017, a EIOPA, a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, lançou uma investigação para testar o interesse do mercado na criação eventual de um quadro regulamentar dos produtos pan-europeus de pensões profissionais com contribuição definida (*Pan-European occupational DC*).

Com a reforma posterior da previdência complementar de 2005, o legislador italiano procurou estender os limites da liberdade individual na escolha do fundo de pensão complementar. Em primeiro lugar, o decreto legislativo n. 252 de 2005 prevê que os fundos fechados ou abertos são equiparados aos planos de previdência individual, sendo todos incluídos na definição geral de “forma de previdência complementar”. O Artigo n. 14 do Decreto Legislativo regulamenta todos os aspectos da mobilidade e circulação no mercado da previdência complementar, estabelecendo que em caso de passagem para outro trabalho o empregado tem o direito de transferir a posição inteira no fundo de previdência complementar associado com a nova atividade.

A mesma norma reconhece o direito de resgate de 50% da posição em caso de perda do vínculo empregatício com um desemprego mínimo de 12 meses e máximo de 48 meses, e o resgate total em caso de invalidez permanente.

Além dessas hipóteses, a regra fundamental estabelecida pelo Artigo 14 é a seguinte: “Depois dois anos de participação em uma forma de previdência complementar o participante tem direito de transferir toda a posição individual acumulada para outra forma de previdência complementar”.

Após dois anos, por conseguinte, o trabalhador pode transferir os valores acumulados no fundo fechado para um fundo aberto ou de fundo aberto ou fechados para plano de previdência individual e vice-versa.

Para evitar que os regulamentos das formas de previdência complementar limitassem o direito de portabilidade, o mesmo Artigo 14 prevê que são ineficazes as previsões dos regulamentos que limitam o exercício desse direito ou que estabelecem custos adicionais em caso de transferência e garante a isenção de impostos sobre o capital transferido.

A disciplina italiana da portabilidade, portanto, parece mais avançada do que a disciplina europeia, prevendo um limite de permanência menor (dois anos) do que é exigido pela diretiva europeia (três anos).



## Conclusão

Uma análise inicial indicaria que a portabilidade, sob a ótica do participante, geraria um claro incremento em seu poder econômico. Apenas sob este prisma conservador, permitir a portabilidade seria como dar a liberdade dos beneficiários de poder optar em sair de uma situação de monopólio (Fundo de Pensão / RPPS) para, na pior das hipóteses, um oligopólio (PGBL). Saliente-se que não há casos na previdência aberta onde instituições geraram perdas significativas do principal investido. Isto é, não há destruição de parte expressiva das economias amealhadas durante a vida dos beneficiários. Discute-se a rentabilidade líquida, resultante da eficiência do serviço prestado e do preço cobrado. Já no caso dos fundos de pensão, são inúmeros os exemplos de problemas graves que comprometem a subsistência dos beneficiários. Saliente-se que isso não ocorre somente no Brasil. Os escândalos e críticas aos fundos de pensão ocorrem em grande quantidade pelo mundo, mesmo em países com quadros institucionais mais sólidos e desenvolvidos que o Brasil.

Todavia, a conclusão a que chegamos é que não apenas os participantes seriam beneficiados, mas todo o setor de Previdência Complementar, inclusive o segmento Fechado (Fundos de Pensão e RPPS) seria impactado positivamente. Tecnicamente, o menor risco gerado com a portabilidade elevaria o total de poupadores, aumentando a poupança interna e gerando *funding* para elevar a formação bruta de capital fixo (investimento) no país. Isso também elevaria o grau de eficiência dos investimentos a serem realizados, dada a redução nas fraudes e má gestão. Conforme apresentado, a portabilidade reduziria o risco de um potencial participante em investir em um Fundo de Pensão ou RPPS. O FUMPRESP, por exemplo, encontra dificuldades em captar recursos, apesar dos enormes incentivos oferecidos aos funcionários públicos federais. Há amplo respaldo acadêmico e empírico demonstrando que o investidor somente entra em lugares de onde possa sair.

Além disso, havendo portabilidade sem as limitações hoje existentes, poderiam ser reduzidas inclusive críticas quanto à existência de um oligopólio no setor da previdência complementar aberta. O livre trânsito entre os sistemas de Previdência Complementar Aberta e Fechada elevaria a quantidade de alternativas, elevando a concorrência e fomentando a busca de um preço-eficiente para o poupador. As pessoas elegíveis poderiam optar por levar mais recursos seus para serem geridos por Fundos de Pensão com boa *performance* líquida.

Uma última preocupação seria quanto a forma de efetivação da portabilidade. Inicialmente, a transição deveria ser realizada gradualmente, como ocorreu na Itália e na União Europeia, e apenas em Fundos de Pensão ou RPPS que estivessem em equilíbrio, cujos portfólio de ativos tivesse liquidez razoável e marcação a mercado atualizada. Isto é, apenas onde não houvesse necessidade de intervenção. Em instituições sabidamente com problema graves, como no Postalís, com programas de Benefício Definido, a portabilidade poderia gerar uma corrida de saques. Havendo déficit atuarial, o participante não poderia sacar o montante da contribuição acumulada pois, a conta certamente seria paga pelos últimos a resgatarem e pelos patrocinadores, que no caso seriam os entes federativos e as estatais.

## Referências bibliográficas

Cinelli M., Giubboni S., **Individuale e collettivo nella riforma della previdenza complementare: l'esperienza italiana in prospettiva europea**, in Sciarra S. (a cura di), **Solidarietà, mercato e concorrenza nel welfare italiano. Profili di diritto interno e comunitario**, Il Mulino, Bologna, 2007, p. 213 ss.

Cinelli M., **La previdenza volontaria nel sistema italiano e comunitario di sicurezza sociale**, in **La previdenza complementare** – Art. 2123, in Il Codice Civile. Commentario fondato da P Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2010

Emiliani S.P., **La portabilità dei fondi di previdenza complementare come «vantaggio sociale»**, in **Rivista del diritto della sicurezza sociale**, 2011, n. 3, p. 634 ss.

Exame; <https://exame.abril.com.br/brasil/operacao-greenfield-ampliara-em-10-vezes-o-numero-de-investigados/>

Ferraresi M., Vascello N., **Fonti normative e negoziali della previdenza complementare nell'ordinamento tedesco**, in Tursi A. (a cura di), **Le fonti normative e negoziali della previdenza complementari in Europa**, Giappichelli, 2013, 243 ss.

Giubboni S., **La previdenza complementare tra libertà individuale ed interesse collettivo**, Bari, Cacucci, 2009, pp. 192 ss.

Giubboni S., **La previdenza pensionistica complementare e le regole del mercato integrato**, in **Lavoro e Diritto**, 2008, p. 671

Giubboni S., Orlandini G. (a cura di), **La libera circolazione dei lavoratori nell'Unione europea**, Il Mulino, 2007

Ludovico, G. Mudanças Demográficas e Reformas da Aposentadoria na Itália. In **Revista Brasileira de Previdência** 2017: <http://www.prev.unifesp.br/index.php/64-italia>.

Maynard Keynes, J. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**.

Occhino A., Bollani A., **Previdenza e forme pensionistiche complementari in Francia**, in A. Tursi (a cura di), **Le fonti normative e negoziali della previdenza complementari in Europa**, Giappichelli, 2013, p. 116 ss.

Pandolfo A., **Trasferimento e riscatto della posizione individuale**, in **Bessone M., Carinci F. (a cura di)**, **La previdenza complementare**, Utet, Torino, 2004, p. 307 ss.

Squeglia M., **Prime osservazioni sulla nuova direttiva europea**

**sull'acquisizione e salvaguardia dei diritti pensionistici complementari, in Diritto delle Relazioni Industriali**, 2014, p. 865 ss.

Tursi A. (a cura di), **Le fonti normative e negoziali della previdenza complementari in Europa**, Giappichelli, 2013, tomo II.

Weintraub, A. B. de V. **Previdência Privada – Atual Conjuntura e sua Função Complementar ao Regime Geral da Previdência Social**. 2ª edição. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira. 2003.

Weintraub, A. B. V. **Previdência Privada: Doutrina e Jurisprudência**. 1ª. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

Weintraub, A. B. V. **Private pension law in Brazil and private pension systems in South America**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

RODARTE, João Roberto. **Seminário: Aspectos Atuariais em Fundos de Pensão. Associação Nacional dos Contabilistas das Entidades de Previdência**. São Paulo: ANCEP, 2005.

Ministério da Previdência Social. **Demonstrativo de resultados da Avaliação Atuarial**. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/regimes-proprios/demonstrativos-rpps/draa-2015/>.

Notícia publicada em 30/05/2016. **TCU vê desequilíbrios em regimes de previdência de servidores de estados**, DF e municípios. Disponível em <http://previdencia.prefeitura.sp.gov.br/tcu-ve-desequilíbrios-em-regimes-de-previdencia-de-servidores-de-estados-df-e-municipios/>.

**RELATÓRIO DA REAVALIAÇÃO ATUARIAL INSTITUTO DE PREVIDÊNCIA MUNICIPAL DE SÃO PAULO**. Disponível em: <http://previdencia.prefeitura.sp.gov.br/wp-content/uploads/2015/11/Estudo-Atuarial-2016.pdf>.

Conde, Newton Cezar, **Demonstrativo de Resultados da Avaliação Atuarial** – 2014. Disponível em: <[http://www1.previdencia.gov.br/sps/app/draa/draa\\_mostra.asp?codigo=29245&Tipo=2&acao=Imprimir](http://www1.previdencia.gov.br/sps/app/draa/draa_mostra.asp?codigo=29245&Tipo=2&acao=Imprimir) >.

IBGE, **Projeção da população por sexo e idade: Brasil 2000-2060** Unidades da Federação 2000-2030. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/imprensa>.

Dados Abertos, Estatística < <http://www.previdencia.gov.br/dados-abertos/>

GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO SECRETARIA DA FAZENDA SÃO PAULO PREVIDÊNCIA, Notas explicativas < <http://www.spprev.sp.gov.br/>.

História do Iprem < <http://previdencia.prefeitura.sp.gov.br/historia-do-iprem/>

## Anexos

<b>ANEXO A</b>				Valores em R\$
<b>GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO</b>				
<b>SÃO PAULO PREVIDÊNCIA - SPREV</b>				
<b>CONTAS DO EXERCÍCIO DE 2012</b>				
<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>				
ATIVO	PASSIVO			
TÍTULOS	TÍTULOS			
FINANCEIRO	FINANCEIRO			
DISPONÍVEL	DEPÓSITOS		186.924.890,28	
Bancos e Movimento	Consignações	1.075.244,27	111.230,82	
Aplicações Financeiras	Depósitos	69.417.351,71		
Disponibilidade em Trânsito		0,00		
		70.493.595,98		
<b>CRÉDITOS EM CIRCULAÇÃO</b>	<b>OBRIGAÇÕES EM CIRCULAÇÃO</b>			
Obrigações Patronal/Contribuição Servidor Ativo - RPPS/RPPM	Restos a Pagar	1.888.169.422,35	14.788.548,35	
Bancos e Movimentos e Oficiais	Salários a Pagar	6.706.338,14	1.874.190.239,47	
<b>CRÉDITOS JUNTO AO GOVERNO DA UNIÃO</b>	Obrigações a Pagar	1.894.875.760,49	304.112,04	
Créditos Diversos - Compensação Previdenciária		166.413.113,20		
<b>DEPÓSITOS REALIZÁVEIS A CURTO PRAZO</b>				
Depósitos e Cauções		44.310,00		
Bloqueio e Sequestro de Rendias p/Ord.Judicial		3.006,26		
		2.061.336.189,95	2.076.319.020,96	
		2.131.829.785,93		
<b>PERMANENTE (NÃO FINANCEIRO)</b>	<b>PERMANENTE (NÃO FINANCEIRO)</b>			
CRÉDITOS EM CIRCULAÇÃO	OBRIGAÇÕES EXIGÍVEIS A LONGO PRAZO			
Estoques - Materiais de Consumo	Provisões Matemáticas Previdenciárias	184.223,00	1.834.755.600,00	
Materiais a Classificar		531.631,19		
		715.854,19		
<b>INVESTIMENTOS DOS RPPS</b>				
IMOVEIS PARA INVESTIMENTOS		6.660.000,00		
<b>PRÉVIDA ATIVA</b>				
Créditos Inscritos na Div da Ativa		2.909.136,34		
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO				
Créditos do RPPS Junto aos Órgãos do GESP		630.808.309,27		
PERMANENTE				
IMOBILIZADO		4.807.890,41		
		645.901.190,21		
<b>ATIVO REAL</b>	<b>PASSIVO REAL</b>	<b>2.777.730.976,14</b>	<b>3.911.074.620,96</b>	
	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>			
	DÉFICIT OU SUPERÁVIT ACUMULADO		-1.133.343.644,82	
	<b>COMPENSADO</b>			
	PREVISÃO ORÇAMENTÁRIA DA RECEITA	19.772.315.104,00	19.772.315.104,00	
	EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA DESPESA	44.763.464.306,76	44.763.464.306,76	
	EXECUÇÃO DA PROGRAMAÇÃO FINANCEIRA	42.790.111.113,84	42.790.111.113,84	
	COMPENSAÇÕES PASSIVAS DIVERSAS			
	Direitos e Obrigações Contratuais	64.757.720,52	64.757.720,52	
	Responsabilidades p/Títulos	1.222.612,27	1.222.612,27	
		107.391.870.857,39	107.391.870.857,39	
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>	<b>110.169.601.833,53</b>	<b>110.169.601.833,53</b>	
DAF/GFC/GPC em: 31 de dezembro de 2012				
IDA ZACHARIAS	MARCOS DE OLIVEIRA CAMPOS		REINALDO DOS SANTOS LIMA	
ASSISTENTE TÉCNICO PREVIDENCIÁRIO II	GERENTE DE PLANEJAMENTO E CONTROLE		DIRETOR DE ADMINISTRAÇÃO E FINANÇAS	
CRCL19P115079/0-3				
	JOSÉ ROBERTO DE MORAES			
	DIRETOR PRESIDENTE EM EXERCÍCIO			



<b>ANEXO B</b>				Valores em R\$
<b>GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO</b>				
<b>SÃO PAULO PREVIDÊNCIA - SPREV</b>				
<b>CONTAS DO EXERCÍCIO DE 2013</b>				
<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>				
ATIVO		PASSIVO		
TÍTULOS	TÍTULOS	TÍTULOS	TÍTULOS	
<b>FINANCEIRO</b>		<b>FINANCEIRO</b>		
DISPONÍVEL		DEPÓSITOS		255.137.051,09
Bancos c/Movimento	407.395,53	Consignações		423.632,44
Aplicações Financeiras	66.258.181,81	Depósitos		255.560.683,53
Disponibilidade em Trânsito	0,00			
66.665.577,34				
<b>CRÉDITOS EM CIRCULAÇÃO</b>		<b>OBRIGAÇÕES EM CIRCULAÇÃO</b>		
CRÉDITOS DIVERSOS A RECEBER		Restos a Pagar		12.121.749,68
Obrigação Patronal/Contribuição Servidor Ativo - RPPS/RPPM	1.884.499.112,75	Salários a Pagar		2.069.997.572,70
Entidades Autárquicas e Oficiais	7.613.156,60	Obrigações a Pagar		3.591.474,38
Créditos a Receber	0,00	Outros Valores Pendentes		175.271,06
1.892.112.269,35				
<b>CRÉDITOS JUNTO AO GOVERNO DA UNIÃO</b>				
Créditos Diversos - Compensação Previdenciária	169.948.189,67			
<b>DEPÓSITOS REALIZÁVEIS A CURTO PRAZO</b>				
Recursos Vinculados	556.284,29			
Valores Pendentes	156.491.346,96			
2.219.108.090,27				
2.285.773.667,61				
<b>PERMANENTE (NÃO FINANCEIRO)</b>		<b>PERMANENTE (NÃO FINANCEIRO)</b>		
CRÉDITOS EM CIRCULAÇÃO		OBRIGAÇÕES EXIGÍVEIS A LONGO PRAZO		
BENS E VALORES EM CIRCULAÇÃO		Provisões Matemáticas Previdenciárias		2.063.721.383,00
Estoques	213.913,39	Sentenças Judiciais		79.872,54
213.913,39				
<b>INVESTIMENTOS DOS RPPS</b>				
IMOVEIS PARA INVESTIMENTOS	512.321.600,00			
<b>DÍVIDA ATIVA</b>				
Créditos Inscritos na Div da Ativa	2.891.986,01			
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	314.730.420,54			
Créditos do RPPS Junto aos Órgãos do GESP				
PERMANENTE				
IMOBILIZADO - Bens Móveis	5.627.422,02			
835.785.341,96				
<b>ATIVO REAL</b>	<b>3.121.559.009,57</b>	<b>PASSIVO REAL</b>		<b>4.405.248.006,89</b>
		<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		
		DEFICIT OU SUPERAVIT ACUMULADO		-1.283.688.997,32
		<b>COMPENSADO</b>		
		PREVISÃO ORÇAMENTÁRIA DA RECEITA		22.284.826.656,00
		EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DA DESPESA		57.005.701.173,83
		EXECUÇÃO DA PROGRAMAÇÃO FINANCEIRA		46.731.418.170,31
		CONTROLES ESPECÍFICOS		60.878.623.980,57
		CONTAS DE CONTROLE ESPECÍFICOS		119.067.726,91
		COMPENSAÇÕES PASSIVAS DIVERSAS		
		Direitos e Obrigações Contratuais		50.933.290,29
		Títulos e valores sob Responsabilidades		1.237.959,63
		<b>TOTAL</b>		<b>187.071.808.959,54</b>
		<b>TOTAL</b>		<b>190.193.367.969,11</b>
DAF/GFC/GFC em 31 de dezembro de 2013				
PA ZACHARIAS				
ASSISTENTE DE CONTABILIDADE	ANDRÉ MOURA ROBLES			
CRCLSP115079/0-3	GERENTE DE FINANÇAS E CONTABILIDADE	MARCOS DE OLIVEIRA CAMPOS		
		GERENTE DE PLANEJAMENTO E CONTROLE		
		JOSÉ ROBERTO DE MORAES		
		DIRETOR PRESIDENTE EM EXERCÍCIO		
		REINALDO DOS SANTOS LIMA		
		DIRETOR DE ADMINISTRAÇÃO E FINANÇAS		

**ANEXO C**  
GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO  
SÃO PAULO PREVIDÊNCIA - SPREV  
CONTAS DO EXERCÍCIO DE 2014  
BALANÇO PATRIMONIAL  
REVISADO EM 11.09.2015

Valores em R\$

ATIVO	EXERCÍCIO ATUAL		EXERCÍCIO ANTERIOR		PASSIVO	EXERCÍCIO ATUAL		EXERCÍCIO ANTERIOR	
	ESPECIFICAÇÕES					ESPECIFICAÇÕES			
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>		<b>2.011.736.145,56</b>	<b>2.285.987.581,00</b>	<b>2.444.349.759,81</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>		<b>2.444.349.759,81</b>	<b>2.341.446.751,35</b>	<b>2.341.446.751,35</b>
<b>DISPONÍVEL</b>					<b>OB. TRAB. - PREV. E ASSISTENCIAIS A PAGAR CP</b>		<b>2.444.349.759,81</b>	<b>2.341.446.751,35</b>	<b>2.069.997.572,70</b>
CAIXA E EQUIVALENTE DE CAIXA		76.156.868,55	66.665.577,34	31.591,15	Salários a Pagar, Aposentadoria e Pensão Mensal		2.134.768.812,41	2.069.997.572,70	327.843,61
Conta Única		63,48	31.591,15	31.591,15	Encargos a Pagar		103.446,21	327.843,61	12.121.749,68
Bancos c/ Movimento		3.213.093,31	375.804,38	375.804,38	Restos a Pagar		9.013.279,39	12.121.749,68	3.591.474,38
Aplicações Financeiras		72.943.711,76	66.258.181,81	66.258.181,81	Demais Obrigações a Curto Prazo		2.473.342,15	3.591.474,38	254.984.478,54
<b>DEMAIS CRÉDITOS E VALORES A CURTO PRAZO</b>		<b>1.932.364.397,67</b>	<b>1.892.668.593,60</b>	<b>1.892.668.593,60</b>	Consignações		297.638.097,67	254.984.478,54	423.632,44
Depósitos Restituíveis e Valores Vinculados		620.723,95	556.284,29	556.284,29	Dépósitos		352.781,98	423.632,44	
Obrigação Patronal/Contribuição Servidor Ativo - RPPS/RPPM		1.920.058.891,52	1.884.499.112,75	1.884.499.112,75					
Ente dados Autárquicas e Oficiais		8.374.782,20	7.613.156,60	7.613.156,60					
Créditos a Receber de Alienação de Imóveis		3.310.000,00	-	-					
<b>CRÉDITOS JUNTO AO GOVERNO DA UNIÃO</b>		<b>2.957.124,90</b>	<b>169.948.189,67</b>	<b>169.948.189,67</b>					
Créditos Diversos - Compensação Previdenciária		2.957.124,90	169.948.189,67	169.948.189,67					
Estoques		257.754,44	213.913,39	213.913,39					
VPD PAGAS ANTECIPADAMENTE		-	156.491.346,96	156.491.346,96					
<b>ATIVO NÃO-CIRCULANTE</b>		<b>835.571.428,50</b>	<b>835.571.428,57</b>	<b>835.571.428,57</b>	<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>				
<b>ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>		<b>3.030.894,30</b>	<b>317.622.406,55</b>	<b>317.622.406,55</b>	<b>OBRIGAÇÕES EXIGÍVEIS A LONGO PRAZO</b>				
Créditos a Longo Prazo		-	314.730.420,54	314.730.420,54	Provisões Matemáticas Previdenciárias		252.098.652,00	2.063.721.383,00	2.063.721.383,00
Créditos do RPPS, juntos aos Órgãos do GESP		-	-	-	Sentenças Judiciais		248.248.652,00	-	79.872,54
Dívida Ativa Não Tributária		3.030.894,30	2.891.986,01	2.891.986,01	Provisão P. Riscos Trabalhistas		3.850.000,00	-	-
<b>INVESTIMENTOS DOS RPPS</b>		<b>579.002.723,88</b>	<b>512.321.600,00</b>	<b>512.321.600,00</b>	<b>PASSIVO REAL</b>		<b>2.696.448.411,81</b>	<b>4.405.248.006,00</b>	<b>4.405.248.006,00</b>
Imóveis para Investimentos		579.002.723,88	512.321.600,00	512.321.600,00	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>				
<b>IMOBILIZADO</b>		<b>6.319.652,47</b>	<b>5.627.422,02</b>	<b>5.627.422,02</b>	<b>Resultados Acumulados</b>				
Bens Imóveis		6.319.652,47	5.627.422,02	5.627.422,02	Exercícios Anteriores		-1.283.688.997,32	-1.283.688.997,32	-150.345.352,50
<b>DEMAIS CRÉDITOS E VALORES A LONGO PRAZO</b>		<b>164.523.761,17</b>	<b>164.523.761,17</b>	<b>164.523.761,17</b>	Resultado do Exercício		1.425.887.635,74	-150.345.352,50	-1.133.343.644,82
Créditos Previdenciários - Compensação Previdenciária		164.523.761,17	164.523.761,17	164.523.761,17	AJUSTES DE EXERCÍCIOS ANTERIORES		-74.033.872,85	-1.133.343.644,82	-1.283.688.997,32
<b>TOTAL</b>		<b>2.764.613.177,38</b>	<b>3.121.559.009,57</b>	<b>3.121.559.009,57</b>	<b>TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		<b>2.764.613.177,38</b>	<b>3.121.559.009,57</b>	<b>3.121.559.009,57</b>
<b>ATIVO FINANCEIRO</b>		<b>2.008.168.391,12</b>	<b>2.285.773.667,61</b>	<b>2.285.773.667,61</b>	<b>PASSIVO FINANCEIRO</b>		<b>2.445.346.725,37</b>	<b>2.341.446.751,35</b>	<b>2.341.446.751,35</b>
<b>ATIVO PERMANENTE</b>		<b>756.444.786,26</b>	<b>835.785.341,96</b>	<b>835.785.341,96</b>	<b>PASSIVO PERMANENTE</b>		<b>252.098.652,00</b>	<b>252.098.652,00</b>	<b>252.098.652,00</b>
<b>SALDO PATRIMONIAL</b>							<b>67.167.800,01</b>	<b>-1.283.688.997,32</b>	<b>-1.283.688.997,32</b>

DAF/GFC/GPC em: 31 de dezembro de 2014  
IDA ZACHARIAS  
ASSISTENTE TÉCNICO PREVIDENCIÁRIO II  
CRCISPI115079/0-3

ANDRÉ MOURA ROBLES  
GERENTE DE FINANÇAS E CONTABILIDADE

MARCOS DE OLIVEIRA CAMPOS  
GERENTE DE PLANEJAMENTO E CONTROLE

REINALDO DOS SANTOS LIMA  
DIRETOR DE ADMINISTRAÇÃO E FINANÇAS

JOSÉ ROBERTO DE MORAES  
DIRETOR PRESIDENTE EM EXERCÍCIO

## ANEXO D

GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO  
SÃO PAULO PREVIDÊNCIA - SPPREV  
CONTAS DO EXERCÍCIO DE 2015  
BALANÇO PATRIMONIAL  
REVISADO EM 02.05.2016

Valores em R\$

ATIVO		EXERCÍCIO ANTERIOR		EXERCÍCIO ATUAL		EXERCÍCIO ANTERIOR		EXERCÍCIO ATUAL	
ESPECIFICAÇÕES		EXERCÍCIO ANTERIOR		EXERCÍCIO ATUAL		EXERCÍCIO ANTERIOR		EXERCÍCIO ATUAL	
ATIVO CIRCULANTE		2.011.736.145,56		2.869.432.578,64		2.624.060.928,73		2.444.349.759,81	
DISPONÍVEL		76.156.868,55		101.314.115,89		2.608.423.358,15		2.444.349.759,81	
CAIXA E EQUIVALENTE DE CAIXA		63,48		482.660,71		2.134.768.812,41		103.446,21	
Conta Única		3.213.093,31		165.049,18		662.575,87		9.013.279,39	
Bancos c/Movimento		72.943.711,76		100.665.516,32		2.787.352,09		2.473.342,15	
Aplicações Financeiras		1.932.364.397,67		889,68		27.938,84		-	
Disponibilidade em Trânsito		620.723,95		2.687.865.512,88		3.272.849,56		297.638.097,67	
DEMAIS CRÉDITOS E VALORES A CURTO PRAZO		1.920.058.891,52		803.268,44		75.013,20		352.781,98	
Depósitos Restituíveis e Valores Vinculados		8.374.782,20		2.675.510.577,98		15.637.570,58		-	
Obrigação Patronal/Contribuição Servidor Ativo - RPPS/RPPM		3.310.000,00		8.141.666,46		15.637.570,58		-	
Entidades Autárquicas e Oficiais		-		3.310.000,00		-		-	
Créditos a Receber de Alienação de Imóveis		-		-		-		-	
CRÉDITOS JUNTO AO GOVERNO DA UNIÃO		2.957.124,90		7.512.113,39		-		-	
Créditos Diversos - Compensação Previdenciária		2.957.124,90		7.512.113,39		-		-	
Estoques		257.754,44		343.215,64		-		-	
VPD PAGAS ANTECIPADAMENTE		-		72.397.620,84		-		-	
ATIVO NÃO-CIRCULANTE		752.877.031,82		841.696.756,58		3.338.738,71		252.098.652,00	
ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO		3.030.894,30		1.363.534,38		-		248.248.652,00	
Créditos a Longo Prazo		-		1.084.577,47		-		-	
Dívida Ativa Tributária		3.030.894,30		278.956,91		3.038.738,71		-	
Dívida Ativa Não Tributária		-		-		300.000,00		3.850.000,00	
INVESTIMENTOS DOS RPPS		579.002.723,88		626.568.000,00		-		-	
Imóveis para Investimentos		579.002.723,88		626.568.000,00		-		-	
IMOBILIZADO		6.319.652,47		6.222.148,59		-		-	
Bens Móveis		6.319.652,47		6.222.148,59		-		-	
DEMAIS CRÉDITOS E VALORES A LONGO PRAZO INTER OF SS UNIÃO		164.523.761,17		207.543.073,61		-		-	
Créditos Previdenciários - Compensação Previdenciária		164.523.761,17		207.543.073,61		-		-	
TOTAL		2.764.613.177,38		3.711.129.335,22		2.627.399.667,44		2.764.613.177,38	
DAF/GFC/GPC em: 31 de dezembro de 2014		-		-		-		-	
IDA ZACHARIAS		-		-		-		-	
ASSISTENTE TÉCNICO PREVIDENCIÁRIO II		-		-		-		-	
CRC13P115079/0-3		-		-		-		-	
MARCOS DE OLIVEIRA CAMPOS		-		-		-		-	
GERENTE DE FINANÇAS E CONTABILIDADE		-		-		-		-	
MARCOS DE OLIVEIRA CAMPOS		-		-		-		-	
GERENTE DE PLANEJAMENTO E CONTROLE		-		-		-		-	
REINALDO DOS SANTOS LIMA		-		-		-		-	
DIRETOR DE ADMINISTRAÇÃO E FINANÇAS		-		-		-		-	
JOSÉ ROBERTO DE MORAES		-		-		-		-	
DIRETOR RESPONSÁVEL EM EXERCÍCIO		-		-		-		-	





# REGIME DE CAPITALIZAÇÃO NA PREVIDÊNCIA PÚBLICA: UMA ANÁLISE DE EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS



Carlos Heitor Campani  
André Rodrigues Pereira



CFA Society  
Brazil



# **Regime de Capitalização na Previdência Pública: Uma Análise de Experiências Internacionais**

**Carlos Heitor Campani**

**André Rodrigues Pereira**



**CFA Society  
Brazil**

São Paulo - SP, Brasil, 2019



Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik

Número ISBN: 978-85-94022-07-3

São Paulo - SP, Brasil, julho de 2019

## Biografias

### **Carlos Heitor Campani**

Professor de Finanças do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), especialista em Previdência Pública e Privada.

### **André Rodrigues Pereira**

Mestre pelo Coppead-UFRJ e Tecnologista do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).



# SUMÁRIO

<b>Resumo</b> .....	<b>13</b>
<b>1. Introdução</b> .....	<b>14</b>
<b>2. Os Pilares de um Sistema Previdenciário</b> .....	<b>17</b>
<b>3. O Sistema de Capitalização na Previdência Pública: Experiência Internacional</b> .....	<b>19</b>
3.1. Chile .....	19
3.2. Argentina .....	25
3.3. Polônia.....	29
3.4. Lituânia.....	33
3.5. Austrália .....	37
3.6. Holanda .....	40
<b>4. Análise Comparativa</b> .....	<b>43</b>
Quadro 1: Comparativo entre os sistemas previdenciários nacionais.....	43
Gráfico 1: Razão de dependência de idosos .....	48
Gráfico 2: Razão das despesas públicas previdenciárias pelo PIB do país .....	48
Quadro 2: Taxas de reposição (em 2016) .....	50
<b>5. Conclusão</b> .....	<b>50</b>
<b>6. Referências bibliográficas</b> .....	<b>55</b>



# **Regime de Capitalização na Previdência Pública: Uma Análise de Experiências Internacionais**

**Carlos Heitor Campani**

**André Rodrigues Pereira**



## Resumo

Este estudo depreende os principais entraves e soluções existentes para a implementação de um pilar de capitalização no sistema previdenciário público a partir da análise comparativa de seis das principais experiências internacionais. Pelo fato de o Brasil estar tendo essa discussão de forma um pouco tardia em relação à maioria das maiores economias mundiais, entendemos que o país pode ao menos se beneficiar da experiência internacional, em busca de um sistema previdenciário sustentável e equilibrado. Os seguintes pontos de atenção ficaram claros ao longo do estudo: (1) deve haver mecanismos que coíbam taxas de administração altas; (2) a transição para inclusão do pilar de capitalização deve apresentar custos suportáveis; (3) a população mais pobre não deve ter sua aposentadoria exposta aos riscos de mercado, devendo ter um patamar mínimo condizente de aposentadoria; e (4) o sistema previdenciário deve manter mecanismos de redistribuição de renda, de forma que os mais ricos paguem mais em prol dos mais pobres. Em nossa opinião, baseado nesta pesquisa, o sistema mais próximo do ideal seria um de repartição desidratado (com teto da ordem de 2 salários mínimos e alíquotas maiores para os maiores salários) aliado a um pilar complementar de capitalização para salários acima deste teto.



## 1. Introdução

O sistema de previdência social por repartição simples foi introduzido por Bismarck na Alemanha ao final do século XIX e sua insustentabilidade tornou-se notória com o envelhecimento da população pela melhoria das condições de saúde (e ausência de grandes guerras ou epidemias drásticas), e com a queda histórica da natalidade em muitos países. A pressão fiscal resultante gerou uma nova onda de reformas encabeçada pelo Chile em 1981 com a privatização e transformação de sua previdência em um regime de capitalização. A partir dos anos 90, diversos países seguiram seu exemplo, cada um à sua maneira, e muitos passaram a adotar um sistema misto de previdência pública e privada ou mesmo integralmente capitalizada. A partir de 1994, o Banco Mundial passou a advogar pela adoção desse modelo misto, também conhecido como multipilar, através de seu manual “Averting the old age crisis”, acelerando, assim, a adesão ao redor do mundo.

Quase quatro décadas depois do Chile, o Brasil se restringiu a realizar reformas paramétricas, conseguindo apenas adiar o problema, que, por isso, sempre teima em reaparecer. Diversas oportunidades de alterar o sistema foram perdidas, desde a Constituição de 1988, passando pela prevista revisão das regras constitucionais cinco anos após sua aprovação, chegando até as emendas constitucionais aprovadas posteriormente. Nenhuma, seja por falta de força política ou por falta de interesse, conseguiu tornar a previdência brasileira sustentável.

Historicamente, momentos de crise fiscal e alto desemprego, além da eleição de novos governos, são propícios para reformas estruturais com a promessa de dias melhores. De fato, muitos países aproveitaram esses momentos para aprovar alterações profundas em suas previdências, já outros, como no caso do Chile, tiveram estas reformas realizadas durante períodos de governos autoritários.

Dito isto, o sistema previdenciário brasileiro dificilmente terá um momento mais propício que o atual para o seu aprimoramento, uma vez que se unem o desejo da população pela melhora no nível de emprego e na economia (após uma das maiores recessões já registradas na história do Brasil, com queda do produto interno bruto de 3,5% em 2015 e 3,3% em 2016) a um governo recém empossado, que coloca como meta fundamental justamente a aprovação de um novo sistema de previdência mais sustentável e justo.

Cabe ressaltar que o conceito de justiça na previdência social não é unânime. Enquanto para alguns a justiça reside na ligação mais direta possível entre as contribuições realizadas e os benefícios futuros, outros

consideram o sistema previdenciário mais justo aquele que corrige injustiças sociais através de sua progressividade, ou seja, através da transferência de renda dos mais ricos para os que mais necessitam.

Uma vez que no regime de capitalização as contribuições realizadas por cada indivíduo são acumuladas em fundos e capitalizadas ao longo da vida para o pagamento de suas respectivas aposentadorias no futuro, este é considerado o mais justo sob a primeira ótica, mas perde o mecanismo de transferência de renda. Já no regime de repartição simples, as contribuições da atual força de trabalho são usadas para custear os benefícios dos atuais aposentados. Assim, este regime pode ser ou regressivo ou progressivo dependendo do desenho utilizado. Para que seja progressivo, é preciso que o valor presente dos benefícios pagos aos que possuem baixos rendimentos seja maior que o valor presente de suas contribuições.

Este estudo compreende o conceito de justiça conforme a primeira ótica, sustentando, porém, a necessidade de benefícios previdenciários básicos e da assistência social na diminuição da pobreza e das desigualdades através da melhor distribuição de renda. Em outras palavras, entendemos que um bom sistema previdenciário é aquele o mais justo possível dentro da primeira ótica, mas que promova a distribuição de renda através de mecanismos eficientes de transferência de renda.

Em vista disso, este trabalho procura subsidiar o debate público quanto à inclusão de uma estrutura de capitalização dentro da previdência brasileira. Para isso, serão analisados e comparados casos internacionalmente representativos de países que já aderiram a alguma forma de capitalização em seus sistemas. Pretende-se, assim, descobrir alguns dos principais entraves para sua implementação, os argumentos contrários e a favor, as consequências de tal reforma na economia dos países e os pontos fracos e fortes em cada desenho para a sustentabilidade do sistema.

Selecionamos e analisamos seis dentre diversos países que incluíram alguma forma de capitalização nas suas previdências: Chile, Argentina, Polônia, Lituânia, Austrália e Holanda. Para a seleção destes países, foram considerados a diversidade entre os desenhos dos sistemas, o contexto histórico vivido durante a reforma, as consequências da reforma para o país e sua representatividade regional.

Mais especificamente, o Chile foi escolhido por ser uma das primeiras economias a transformar seu sistema previdenciário de repartição simples para capitalização e, por isso, ter influenciado diversas reformas posteriores tanto regionalmente quanto mundialmente. A Argentina é um dos casos latino-americanos mais emblemáticos na tentativa de adaptar e aprimorar o exemplo chileno à sua realidade. Colômbia e Peru são outros países que

adotaram o sistema de capitalização. A Argentina foi escolhida devido à interessante análise em relação à reversão do regime de capitalização nos anos 2000.

Já a Lituânia e Polônia se destacam pelos impactos e influências da transformação de seus sistemas econômicos no desenho da previdência. Na Lituânia, tem-se também o atrativo da completa voluntariedade à adoção a capitalização. Já a Polônia possui como atrativo adicional o fato de ter adotado um sistema que inclui contas nocionais.

Por fim, tanto o sistema previdenciário australiano quanto o holandês são exemplos recorrentemente classificados como dos mais sustentáveis do mundo. O primeiro é fortemente fundamentado no regime de capitalização enquanto o segundo associa dentro do sistema os regimes de repartição e capitalização.

A partir da análise comparativa dos países citados, debatemos as opções disponíveis na implementação de um regime de capitalização no Brasil e propomos as linhas gerais do que julgamos ser o mais eficiente sistema, a saber, que maximiza o valor para a sociedade.

## 2. Os Pilares de um Sistema Previdenciário

Inspirado nos modelos de previdência mais sustentáveis na época e pela reforma chilena, o Banco Mundial organizou em seu estudo “Averting the old age crisis”, de 1994, os principais argumentos a favor de um modelo multipilar e os maiores problemas enfrentados por sistemas de pilar único, principalmente, os de repartição simples com benefícios definidos.

Entre os problemas que tornam a repartição simples insustentável, destacam-se, em uma lista não exaustiva: o envelhecimento populacional, a queda da natalidade, a desaceleração do crescimento dos salários e o mau gerenciamento das receitas previdenciárias durante o período em que o sistema é superavitário (seja pelos incentivos políticos perversos para pagar generosos benefícios às primeiras gerações, seja por investimentos improdutivos). Ademais, geralmente o desenho desse tipo de sistema não contempla o equilíbrio atuarial.

Dessa forma, o fardo do passivo atuarial recai nos ombros das novas gerações, que são obrigadas a contribuir cada vez mais e receber cada vez menos e mais tarde, gerando insatisfações com o sistema, o que, por sua vez, aumenta a resistência a novas reformas paramétricas. O crescimento das alíquotas faz os segurados enxergarem suas contribuições mais como um imposto do que como o preço a ser pago para ter direito aos benefícios futuros, incentivando, assim, a evasão sempre que possível. Esta evasão se mostra, entre outras formas, através da migração dos trabalhadores para o mercado informal, que pelos altos custos previdenciários se torna a única alternativa para muitos. Além de tudo, esses altos custos também podem ser fonte de pressão política por parte de setores econômicos com a justificativa de que precisam ser agraciados com isenções para manter sua competitividade.

As isenções e evasões colocam ainda mais pressão sobre o governo, que é obrigado a utilizar parte de seu orçamento para cobrir os crescentes déficits. Isso, em conjunto com a redução das remunerações líquidas dos contribuintes pelas altas alíquotas de impostos, impacta negativamente a poupança doméstica em duas frentes: a das famílias e a do governo. Por fim, o sistema tem sua falência escancarada por não ser mais capaz de cumprir sua função de redistribuição, poupança e seguro.

O modelo defendido pelo Banco Mundial integraria, em sua forma mais básica, três pilares. O primeiro seria um benefício público básico financiado por impostos ou arranjado conforme uma repartição simples para evitar a pobreza entre os idosos. O segundo pilar seria a espinha dorsal do sistema de previdência, onde a contribuição seria mandatória para contas

individualizadas em fundos previdenciários privados que capitalizariam o montante para custear os benefícios no futuro. Por fim, o terceiro pilar suplementaria os benefícios através de contribuições voluntárias pelos indivíduos para fundos previdenciários de sua escolha.

Os aspectos positivos desse sistema multipilar seriam, portanto, a capacidade de corrigir os pontos negativos apontados anteriormente, o que tornaria o sistema por si só mais sustentável. O primeiro pilar seria fundamental pelo aumento da cobertura do sistema e pela redução da pobreza entre os idosos. Além disso, garantiria um valor mínimo e funcionaria como um mecanismo de redistribuição de renda para os mais pobres. Já o segundo e terceiro pilares reduziriam os custos trabalhistas, revertendo o ciclo vicioso, e trariam maior responsabilidade individual ao criarem uma ligação estreita entre contribuições e benefícios. Por fim, o governo teria sua despesa previdenciária reduzida no médio e longo prazo, o que aumentaria a poupança nacional. Enquanto isso, as contribuições individuais passariam a fomentar um mercado financeiro mais dinâmico, ao mesmo tempo em que permitiriam a expansão do financiamento de projetos de longo prazo de maturação, tais como os de infraestrutura.

Na prática, as reformas realizadas pelos países na implementação de um sistema multipilar trouxeram diversas nuances em relação ao modelo básico apresentado pelo Banco Mundial. De uma maneira geral, podemos falar em pelo menos quatro diferentes pilares, a saber: benefício público não contributivo (pilar 0), benefício público contributivo por repartição simples (pilar 1), benefício por capitalização obrigatória (pilar 2) e benefício por capitalização voluntária (pilar 3).

O pilar 0 é utilizado em alguns países e oferece benefícios da assistência social que não requerem contribuição como benefício básico. Os benefícios do pilar 0 podem ser universais ou então direcionados para a população mais carente através de requisitos de máxima renda e máximo patrimônio. Seus valores podem ser fixos ou indexados como uma fração do salário mínimo ou de outra quantia nocional. O pilar 1 é desenhado como uma repartição simples e exige contribuições ao sistema.

Os pilares 2 e 3 são arranjos na forma da capitalização. A principal diferença entre eles reside na obrigatoriedade da contribuição. Uma outra diferença é a maior flexibilidade do pilar voluntário devido ao menor rigor regulatório. Os fundos previdenciários referentes ao pilar 2 podem, dependendo do país, ser oferecidos pelo mercado privado (segundo regulações governamentais) ou pelo próprio governo. Já no pilar 3, os fundos geralmente são privados, mas, em geral, supervisionados pelo governo.

Conforme descrições constantes nos estudos “Pensions at a Glance 2017”, da OCDE, e Moore (2011), o sistema dos EUA apresenta um pilar 1 que garante benefícios variáveis de acordo com a renda do segurado, porém com taxas de reposição decrescentes para faixas salariais crescentes até determinado teto salarial (de 118.500 dólares em 2016). Além disso, tal pilar garante um suplemento de 17% a 25% do salário nacional médio para idosos de baixa renda. Por fim, como não há contribuição obrigatória para fundos previdenciários, chega-se direto ao pilar 3 composto por contribuições voluntárias a planos privados, tais como os enquadrados pela seção 401(k) do código interno de receitas estadunidense.

O sistema no Reino Unido pode ser, para efeitos práticos, resumido com informações da OCDE (2017) e de Guardiancich (2010), através de um primeiro pilar formado por benefícios básicos, com o intuito de prover um recurso mínimo. Para os que ganham acima de um patamar mínimo, foi estabelecida a inscrição automática em um arranjo público por repartição simples que repõe parte dos salários no momento da aposentadoria. O trabalhador, no entanto, é estimulado pelo governo para optar por sair desse último arranjo público caso entre em um fundo previdenciário privado. Devido ao forte estímulo existente (em que pese não ser obrigatório), pode-se classificar esses fundos como um segundo pilar. O terceiro pilar seria, por sua vez, destinado apenas às contribuições realmente voluntárias e sem o estímulo fiscal do pilar anterior.

No caso alemão, de acordo com a OCDE (2017) e Boersch-Supan & Juerges (2011), o principal pilar é o primeiro. Este pilar por repartição simples e benefício definido utiliza um sistema de pontos que busca tornar o sistema redistributivo, porém mantendo certa ligação entre o valor das contribuições e dos benefícios. Há ainda um pilar 0 de assistência social focado nos idosos mais necessitados. Por fim, o pilar 3 é subsidiado pelo governo, e busca complementar a renda dos aposentados através de contribuições voluntárias para fundos previdenciários.

## **3. O Sistema de Capitalização na Previdência Pública: Experiências Internacionais**

### **3.1. Chile**

Até a década de 80, o sistema de aposentadoria chileno era a clássica repartição simples. Apesar das altas alíquotas de contribuição para a época, entre 16% e 26% dos salários apenas para a previdência, chegando a incríveis 54,4% para a seguridade social como um todo em 1973, o sistema

já entrava em colapso. Por exemplo, o governo cobriu um déficit de 4% do PIB em 1971, enquanto o passivo atuarial estimado alcançava 100% do PIB no mesmo ano (Edwards, 1998).

Dessa forma, em linha com as reformas liberais iniciadas no começo da década de 70, o governo Pinochet aproveitou seu caráter autoritário, considerado por analistas como um facilitador para reformas radicais (Rein & Turner, 2001), para aprovar uma mudança estrutural no seu sistema previdenciário. A reforma consistiu na transformação de um arranjo público para uma capitalização privada individual totalmente financiada pelos trabalhadores. O objetivo da reforma era sanar o problema fiscal previdenciário, bem como suas distorções distributivas. Além disso, havia intenção de reduzir o papel do estado na economia chilena, como feito nas demais reformas em outras áreas.

O novo sistema possui três pilares, porém não há o pilar 1, somente um pilar 0 é utilizado como recurso para prover renda a idosos necessitados ou que não alcançaram o mínimo estabelecido (Rocha, Vittas & Rudolph, 2010). O segundo pilar consiste na capitalização individual obrigatória através de entidades privadas, enquanto o terceiro consiste de uma contribuição voluntária para fundos previdenciários.

A reforma estabeleceu que os trabalhadores que entraram no mercado de trabalho antes do fim de 1982 teriam cinco anos para migrar, caso quisessem, para o novo sistema. Os novos entrantes na força de trabalho, por sua vez, não teriam acesso ao sistema antigo. Ao se aposentar pelo novo sistema, o segurado teria duas opções: comprar em uma seguradora, com o saldo de seu fundo de capitalização, o recebimento de anuidades pelo resto da vida (sem direito a herdeiros), ou fazer um planejamento de saques programados, calculados conforme a matemática atuarial. De acordo com esta segunda opção, caso o segurado sobrevivesse além do atuarialmente esperado e não possuísse mais recursos, o governo pagaria um benefício mínimo, caso contrário o segurado poderia deixar o saldo remanescente para seus herdeiros.

Foi determinada, ainda, a idade mínima de 65 anos para homens e 60 para mulheres com no mínimo vinte anos de contribuições. No entanto, é possível uma aposentadoria antecipada desde que os fundos acumulados sejam suficientes para garantir uma taxa de reposição de pelo menos 70% pelo resto da vida esperada. Ainda existe a possibilidade de saques em montantes fixos, porém é necessário que os benefícios atinjam 50% do salário médio e 110% do salário mínimo.

Já a alíquota de contribuição para os empregados não autônomos foi estipulada em 10% e estimava-se na época que os altos retornos esperados

dos fundos seriam mais que suficientes para garantir taxas de reposição mais elevadas para os benefícios na aposentadoria. Por conta disso, os que migraram para o novo sistema tiveram um aumento imediato de 11% nos salários líquidos em média, o que propulsionou a migração. Ainda que todos entrantes no mercado de trabalho antes de 1983 possuíssem cinco anos para decidir quanto a migração para o novo regime, 36% dos trabalhadores decidiram se transferir para a capitalização antes mesmo de começar a contar o prazo, ou seja até o fim de 1982. Ademais, os que optaram por migrar tiveram depositados em suas contas títulos públicos emitidos que renderiam 4% em termos reais como compensação pelas contribuições já realizadas, em que pese tal taxa estar abaixo da média à época. O valor dos títulos depositados foi calculado, em conjunto com outros fatores, com base na média salarial das contribuições.

Fiscalmente, o governo passou a ter duas novas fontes de pressão orçamentária por conta da transição do sistema de repartição para capitalização: a queda da receita previdenciária com o desvio das contribuições para a capitalização e a remuneração dos títulos que financiaram a transição. Segundo Mesa-Lago (1996), tais déficits devem inviabilizar a mesma transição em muitos países que já se encontram com orçamentos deficitários.

Após a efetivação da reforma, o Estado passou a ter as seguintes atribuições: manter o sistema antigo para os que permaneceram nele, prover assistência social aos idosos necessitados, regular e monitorar os fundos previdenciários, e garantir um benefício mínimo para os participantes mais pobres que não atingiram um saldo mínimo estabelecido em suas contas de capitalização, mas que contribuíram por pelo menos 20 anos para o sistema. Nesse último caso, o governo complementa a renda até atingir o patamar mínimo.

Cabe ressaltar que, como não havia obrigatoriedade de contribuição pelos trabalhadores autônomos, o benefício mínimo proposto criava um risco moral para que estes contribuíssem apenas até atingir o tempo mínimo para aposentadoria, uma vez que o governo complementaria a renda. Como solução, o valor deste benefício deveria aumentar conforme o crescimento do número de contribuições para, assim, incentivar a contribuição pelo maior período possível antes de se aposentar.

O governo, ao exercer seu papel de regulador, estabeleceu que cada entidade de previdenciária constituísse apenas um fundo e que os segurados tivessem liberdade para trocar quando quisessem de administradora, por até quatro vezes ao ano. O intuito era estimular a competição entre elas de forma que cobrassem as menores taxas de administração possíveis.



No entanto, devido a esta liberdade de escolha, foram realizados altos investimentos em propaganda e vendas pelas entidades como forma de captar clientes e ganhar escala. Os resultados concretos foram altos custos administrativos e concentração de mercado, sendo estas, duas importantes críticas à reforma chilena.

Outro ponto criticado foi a instituição de um retorno mínimo para os fundos previdenciários. Caso o retorno fosse 50% ou 2 pontos percentuais (o que fosse menor) abaixo da média dos fundos previdenciários, o fundo deveria realizar uma retirada da “reserva de investimentos” para recompor os rendimentos. Esta reserva foi instituída pelo órgão regulador e financiada pelos próprios recursos do fundo sempre que os retornos fossem 50% ou 2 p.p. acima do retorno médio dos fundos (o que fosse maior). Se a reserva do fundo não fosse suficiente para cobrir essa diferença, ele seria liquidado e o governo complementaria a diferença entre o retorno do fundo e a média dos fundos previdenciários, além de transferir os saldos para um novo administrador.

A regra de um fundo por administradora, a taxa mínima de retorno e a alta rigidez nos limites impostos para os portfólios dos fundos geraram um forte incentivo a uma baixa diversificação das opções para os segurados. Entre as soluções sugeridas estavam a modificação da regra de retorno mínimo para trazer eficiência para o sistema, já que permitiria que investidores pudessem escolher os fundos de acordo com seus perfis de risco, e ter uma instituição pública para gerenciar os fundos. Outro ponto seria limitar a capacidade de transferência dos participantes com o intuito de se reduzir os custos administrativos das instituições, reduzindo gastos com, por exemplo, propaganda para atração de novos clientes e os custos diretos gerados pela migração constante, tanto de entrada quanto de saída de clientes. Com as novas regulamentações a partir dos anos 90, este cenário começou a melhorar, observando-se uma gradual redução das taxas.

A pioneira reforma previdenciária foi considerada como uma das principais responsáveis pelo sucesso econômico posterior do país. Foram creditados a ela o desenvolvimento do mercado financeiro nacional, o crescimento da poupança nacional no médio prazo, a redução dos passivos governamentais e outras melhorias nos indicadores econômicos como crescimento do PIB, redução do desemprego e aumento real acelerado dos salários pela queda nos encargos trabalhistas. O exemplo chileno incentivou outros países latino-americanos a adotarem medidas mais liberais a partir dos anos 90, cada um à sua maneira, em suas previdências com o intuito de impulsionar a economia e atrair investimentos estrangeiros. Entre os principais exemplos da América do Sul, encontram-se a Colômbia, o Peru e a Argentina. Estes países optaram, no entanto, por manter um pilar público de repartição

simples desidratado e uma capitalização privada menos relevante que a chilena como forma de reduzir a pressão fiscal de curto e médio prazo.

A poupança nacional chilena cresceu de 10% em 1986 para quase 29% em 1996. Boa parte se deveu ao aumento da poupança pública, de 0,1% do PIB em 1983 para mais de 5% em 1993. Isso gerou um ciclo virtuoso, no qual o aumento da poupança facilita o financiamento de novos investimentos, levando a um crescimento da economia, o que, por sua vez, tende a aumentar a poupança novamente. Além disso, os trabalhadores passaram a ver suas contribuições mais como uma compensação para o futuro do que como impostos, o que desincentiva a evasão e a informalidade.

Como coexistiam em 1994 aposentados pelos dois sistemas, é possível comparar a taxa de reposição de suas aposentadorias. Em dezembro daquele ano, as aposentadorias pelo sistema de capitalização eram 42% mais altas, enquanto nos casos de incapacidade essa diferença aumentava para 61%. Por fim, o mercado financeiro se desenvolveu bastante, principalmente para o financiamento de projetos de longo prazo para os quais os fundos previdenciários tinham capacidade de suprir. Este ponto isso foi fundamental para a continuidade das privatizações ao ajudar no financiamento da expansão da infraestrutura privada.

Apesar dos aspectos positivos relatados, é preciso apontar as críticas ao desenho desse sistema. Mesa-Lago (2012) relata que, por ter sido realizado sob um regime autoritário, não houve um debate com a sociedade. Alguns pontos críticos elencamos a seguir: a cobertura do novo sistema foi menor do que o regime antigo, atingindo menor fração da sociedade laboral; como forma de conseguir apoio para a reforma, os militares e policiais ficaram de fora, mantendo um regime de benefícios definidos; sistemas privados não costumam ter o caráter solidário do público, assim, toda a redistribuição de renda se deu através de escassos programas sociais não contributivos; o regime de capitalização aumentou a desigualdade entre os gêneros: porque muitas mulheres paravam de contribuir durante o tempo que se dedicavam a cuidar dos filhos e porque tinham uma idade mínima menor e maior participação no mercado informal, as mulheres acumulavam saldos mais baixos que os homens em seus fundos; pelos retornos financeiros terem sido menores do que os previstos no momento da reforma, apenas metade dos segurados conseguiriam, segundo estimativas, atingir o saldo mínimo para aposentadoria, de 62% do salário mínimo (em 2007); parte dos segurados não teria direito à complementação do benefício mínimo por não terem conseguido contribuir por 20 anos, além de não serem considerados pobres o suficiente pelos parâmetros vigentes para receberem assistência social.

Por conta dessas e outras críticas, foi feita uma nova reforma em 2008,

já sob um regime democrático, estimulada pelo aumento da concentração e lucro das entidades previdenciárias e pela queda dos custos de transição que liberaram espaço fiscal para que novas políticas assistências mais abrangentes fossem adotadas (Rofman, Fajnzylber & Herrera, 2008). Dessa forma, regras foram criadas para aprimorar a regulação e supervisão, além de estimular a competição entre as entidades de previdência e, assim, reduzir os custos administrativos. Por exemplo, foi permitida a terceirização, por parte das administradoras, de uma série de funções secundárias e foi estabelecido um único tipo de taxa para remuneração para as administradoras, de forma a tornar os custos delas mais transparentes e, portanto, mais fáceis de serem comparados. Além disso, os limites para investimento em cada ativo foram flexibilizados, destacando-se o aumento para investimentos no exterior.

Com o intuito de melhorar a cobertura do sistema, tornou-se obrigatória a participação dos trabalhadores autônomos e foi estabelecido um subsídio para trabalhadores jovens de baixa renda. A cobertura aumentou ainda mais se considerada a expansão da assistência social com a criação de dois novos programas que substituíram o antigo, eliminando a lista de espera e as restrições orçamentárias que impediam sua universalização. A pensão solidária básica (PBS) instituída oferece um benefício 50% maior que o programa anterior, aumentando seu potencial de redução da miséria, para os 40% mais pobres que tenham 65 anos e residido por pelo menos 20 anos no país. O alcance foi gradualmente estendido até chegar a abarcar os 60% mais pobres em 2011. Também foi criada a contribuição provisional solidária (APS) que substituiu o benefício mínimo garantido existente: os requisitos são os mesmos do PBS, porém seus valores são mais elevados, e suplementam a aposentadoria de forma declinante até que a soma dos dois atinja um determinado teto.

As desigualdades entre gêneros, por sua vez, diminuíram com a criação de políticas sociais como o voucher de maternidade e a contribuição adicional subsidiada para mulheres. Além disso, os fundos previdenciários passaram a ser considerados na divisão de bens em caso de divórcio. O terceiro pilar foi aprimorado com o uso de incentivos fiscais para empresas que criarem planos coletivos para seus empregados, nos quais as contribuições de seus empregados seriam igualadas pelos empregadores até certo limite. Para aumentar a contribuição por parte de trabalhadores de classe média ou baixa que possuem baixa alíquota de tributação, foi dada a opção de usar o benefício fiscal da dedução de impostos no ato da contribuição ou da retirada. Além disso, em alguns casos, trabalhadores receberiam um bônus financiado pelo Estado sobre as contribuições para esses fundos.

Dando continuidade ao aprimoramento do sistema previdenciário chileno,

uma nova reforma foi proposta e levada para debate no Legislativo em 2018. Dentre os principais pontos, se destacam a criação de uma contribuição por parte dos empregadores de 4% sobre os salários (o que aumentaria em 40% o fluxo de recursos para as contas de capitalização dos trabalhadores), o fortalecimento da APS e da PBS (com aumento do valor dos benefícios e expansão do programa), e o incentivo à aposentadoria tardia (através de contribuições adicionais por parte do governo para os anos adiados além da idade mínima).

### 3.2 Argentina

O sistema argentino baseado em repartição simples foi um dos primeiros a serem criados na América Latina. Mantendo sua característica vanguardista, o país também foi um dos primeiros na região a aderir, em 1993/94, à uma reforma estrutural em seu sistema previdenciário lançando mão do sistema de capitalização.

A Argentina adotou um sistema inspirado no chileno, porém com algumas modificações. A principal é que o novo sistema manteve o regime por repartição simples e tornou opcional a adesão do contribuinte a um regime de capitalização privado. Outra diferença está no patamar de retorno que as administradoras de fundos previdenciários deveriam alcançar: não poderia ser 70% ou 2 p.p. (o que for menor) abaixo da média de retornos desse mercado. Caso contrário, para garantir esse mínimo, fundos especiais de flutuação, reservas legais obrigatórias ou até o capital próprio da administradora deveriam ser usados para recompor o retorno mínimo.

As principais falhas do sistema antigo que serviram como argumentos para a reforma foram, conforme Cottani & Demarco (1998): o desequilíbrio financeiro crônico inerente ao regime de repartição simples; o descumprimento costumeiro da lei, em relação à taxa de reposição (entre 70% e 82%) estabelecida para as aposentadorias; as diversas desigualdades, como aposentadorias mais generosas para funcionários públicos; e a baixa poupança nacional. Como a economia argentina era financiada basicamente pela poupança externa, havia bastante instabilidade devido a mudanças na liquidez internacional. Consequentemente, os investimentos eram baixos, o que, por sua vez, afetava o crescimento da economia.

Segundo Rofman, Fajnzylber & Herrera (2008), como desenhado em 1993, o primeiro pilar possuía duas partes. A primeira era obrigatória para todos os segurados e consistia numa pensão pública básica (PBU)

por repartição simples, que não tinha ligação com o salário individual, de valor igual a 28% do salário médio nacional. A segunda parte era opcional: o segurado poderia continuar contribuindo para o esquema público por repartição simples e receberia uma pensão por permanência adicional (PAP), proporcional ao salário e ao número de contribuições. Na prática, caso essa fosse a opção, não haveria muita diferença entre um pilar único por repartição simples clássico e a soma do PBU com o PAP. Porém, se o segurado preferisse, ele poderia desviar parte de suas contribuições para uma capitalização gerida privadamente, na qual a soma de suas contribuições, capitalizadas, custearia sua aposentadoria complementando o PBU. Os trabalhadores que escolhessem o esquema público ao entrar no mercado de trabalho podiam migrar para o pilar 2, porém o contrário não era possível. O pilar 3 consistia nas contribuições voluntárias para fundos previdenciários como forma de aumentar o valor da aposentadoria. Por fim, ainda é possível considerar como pilar 0 um benefício de assistência social, com valor correspondente a 66% da aposentadoria mínima, para idosos necessitados com 70 anos ou mais e sem outras formas de renda (após a reforma, o número de beneficiários foi limitado a quarenta mil).

O novo sistema de pensão seria financiado por uma contribuição de 11% dos empregados e 16% os empregadores sobre os salários, sendo 27% no caso dos autônomos. Já os requisitos para aposentadoria passaram a ser idade mínima de 65 anos para homens e 60 para mulheres, com, no mínimo, 30 anos de contribuição. Dessa forma, a reforma aumentou em cinco anos a idade e em dez anos o tempo mínimo de contribuição em relação ao que vigorava anteriormente. Como forma de amenizar o impacto inicial, essas mudanças foram implementadas ao longo de 15 anos. Além disso, como compensação pela mudança na forma de cálculo do benefício, que passaria a ter como base a média da renda recebida pelo trabalhador nos últimos 10 anos de contribuição ao invés do maior salário, foi instituída a pensão compensatória (PC) que abrange aos que atendem os critérios de aposentadoria e tenham contribuído para o regime público antigo.

A adesão inicial à capitalização foi considerável, começando em 53,1% dos segurados em setembro de 1994 e chegando a 71,4% em junho de 1997 e 75% em 2006 (Araz, 2012). Isso se deveu, em grande medida, pela necessidade dos novos integrantes da força de trabalho de expressarem sua vontade de filiação ao regime público. Caso fossem omissos, seriam direcionados à capitalização, o que caracterizava uma adesão automática.

Apesar disso, a quantidade de afiliados cresceu aquém do potencial. A recessão de 1995 aumentou o desemprego e a informalidade, afetando

a cobertura por parte do sistema previdenciário, que já vinha caindo desde antes da reforma. Ademais, após o aumento do tempo mínimo de contribuição para 30 anos, muitos passaram a não conseguir atingir o tempo mínimo necessário para se aposentar, impactando ainda mais a cobertura, principalmente entre os mais pobres.

Mais uma crítica feita foi a falta de reajuste dos benefícios. Como a indexação destes a qualquer parâmetro era proibida por lei, os reajustes foram adiados sempre que possível. A título de exemplo, o piso da aposentadoria, estabelecido em 150 dólares na reforma, passou a representar 50% da média salarial em comparação aos 60% dos primeiros anos. O governo, então, se viu obrigado a aumentar esse valor para acalmar os ânimos e compensar a inflação. No entanto, apesar dos reajustes, o poder de compra não foi reestabelecido, quando comparado com o começo dos anos 90.

Em que pese o fato dos segurados que aderiram à capitalização terem conseguido manter parte de seus benefícios em linha com o mercado, uma vez que os saldos eram reajustados pelos rendimentos financeiros, estes foram afetados pela falta de reajustes no PBU. A representatividade desse benefício caiu, ao longo do tempo, de 28% da média salarial, chegando a 15% no fim de 2007. Ainda assim, os maiores prejudicados, num primeiro momento, foram os que optaram pelo PAP, que além das perdas pelo PBU ainda foram diretamente impactados pelo processo inflacionário vivido no começo dos anos 2000, já que o cálculo do benefício utilizava a média dos salários, sem qualquer forma de indexação, dos últimos dez anos antes da aposentadoria. A redução dos benefícios foi em magnitude tal que os gastos do governo diminuíram com a crise de 2002.

A relativa proteção dos capitalizados não durou muito tempo. Como os contribuintes passaram a assumir riscos em troca do retorno financeiro, o calote argentino em sua dívida, por conta da crise financeira de 2001, atingiu em cheio os fundos previdenciários. As críticas relacionadas à grande volatilidade do mercado financeiro e às altas taxas de administração pagas aos administradores dos fundos (em torno de 3,3% dos salários entre 1994 e 1997), em conjunto com as fortes perdas provocadas pelo calote, deram o início a uma série de mudanças que vieram a reverter a reforma realizada em 1993/94.

A partir de 2005, as seguintes mudanças entraram em pauta: foram reestabelecidos os regimes especiais de pensão como os do magistério, de membros do judiciário, de diplomatas, entre outros; foi dada a oportunidade aos contribuintes do regime de capitalização de voltar para o de repartição

simples; foram transferidos para o sistema público os segurados que tivessem menos de dez anos até a aposentadoria e possuíssem contas de capitalização com saldos baixos; além disso, os novos entrantes no mercado de trabalho foram automaticamente inseridos no regime público, podendo, num primeiro momento, ainda optar pelo sistema de capitalização. Em relação a este: foi estabelecido um teto de custo administrativo para os fundos previdenciários igual a 1% do salário; eliminou-se o papel das seguradoras e foi criado um sistema de auto-seguro coletivo para todos os participantes dos fundos; e foi estabelecido um investimento mínimo de 5% em projetos produtivos e de infraestrutura.

As contra reformas continuaram com a aprovação de uma série de leis e decretos que aumentaram consideravelmente o número de beneficiários. Essas leis permitiram, por exemplo, que trabalhadores autônomos que não tinham contribuído o suficiente se aposentassem imediatamente assim que assumissem uma dívida relativa às contribuições faltantes. Dessa forma, a dívida assumida começaria a ser paga com uma fração dos recursos das aposentadorias fornecidas. Ademais, foi eliminado o limite máximo existente para a quantidade de benefícios assistenciais. Os indivíduos que tinham menos de cinco anos para aposentadoria e haviam cumprido os outros requisitos, poderiam se aposentar ainda que com o benefício reduzido.

Em 2007, uma nova reforma da previdência instaurou-se, com os seguintes objetivos: aumentar a cobertura do sistema; garantir a escolha dos cidadãos entre o regime de capitalização e o de repartição simples; aumentar o equilíbrio e a transparência do sistema; aumentar as taxas de reposição; assegurar um financiamento genuíno do sistema; diminuir os custos administrativos do sistema de capitalização administrado pelo setor privado; aprofundar o papel do Estado; e garantir um benefício mínimo para todos os beneficiários da previdência sem distinção de regime.

Entretanto, nenhuma dessas medidas considerou seu impacto fiscal, de forma que houve um aumento imediato dos gastos com os novos benefícios, levando as despesas a dobrarem entre 2006 e 2008. Por outro lado, era esperado que a receita aumentasse com as novas contribuições para a repartição simples devido à desidratação do sistema de capitalização, afinal o passivo atuarial correspondente só seria cobrado no futuro.

Em 2008, a Argentina fez mais uma reforma. Aprovada facilmente pelo apoio popular, todos os fundos previdenciários foram nacionalizados e os contribuintes da capitalização forçadamente transferidos para a repartição



simples. Enquanto o Chile rejeitava, em debates contemporâneos, a transformação do seu sistema em repartição simples, buscando aprimorá-lo em vez de voltar atrás, a Argentina ia no sentido contrário: as sucessivas perdas sofridas pelos fundos argentinos, exacerbadas pela crise financeira internacional de 2007-08, tornaram politicamente fácil convencer a população quanto à necessidade de um plano de “resgate” aos fundos. Pesou ainda o fato de os recursos estatizados poderem suprir a necessidade fiscal do governo no curto prazo, em um momento de crise financeira e limitada capacidade de captação internacional.

Já em 2017, a Argentina se viu obrigada a reformar novamente sua previdência. Dessa vez, apenas mudanças paramétricas foram feitas, sendo a principal delas no reajuste dos benefícios, que passaram a ser atrelados em boa parte ao índice de preços ao consumidor e em menor escala ao índice de salários da economia. A grande questão é saber por quanto tempo ainda esses paliativos conseguirão evitar a necessária substituição da repartição argentina por um novo sistema mais sustentável.

### 3.3 Polônia

A tendência mundial de reforma mostra que as mudanças demográficas vividas na maioria das sociedades tornaram os sistemas por repartição simples e de benefícios definidos inevitavelmente insustentáveis. A Polônia, no entanto, contava ainda com alguns agravantes além de sua acelerada transição demográfica e seus gigantescos déficits. Entre os principais, destacam-se: a grande recessão gerada pela mudança do regime socialista para o capitalista, a extensão da previdência à população rural e a rápida expansão do mercado informal. Suas despesas com o sistema previdenciário, por exemplo, subiram de 6,5% do PIB em 1989 a 15% em 1995. As receitas, por sua vez, representavam 7,8% em 1989 e 11,8% em 1995.

Reformas paramétricas como mudanças na idade mínima de aposentadoria, no cálculo dos benefícios, nas regras de indexação e nos requisitos de elegibilidade foram, recorrentemente, realizadas com o intuito de dar alguma sobrevida ao sistema, que, apesar de ainda ser passível de existência por mais alguns anos, estava atuarialmente quebrado.

Finalmente, decidiu-se, em 1999, por uma reforma estrutural que teria o desafio de resolver não só o problema das altas despesas, mas também os desincentivos ao trabalho e à poupança. Estes problemas estavam relacionados aos privilégios de certas categorias; às altas alíquotas de contribuição, que implicavam em elevados custos trabalhistas; à reduzida



ligação, herdada do período soviético, entre contribuições e benefícios; aos fracos requisitos estabelecidos para aposentadorias por incapacidade; às altas taxas de reposição dos benefícios; e às baixas idades efetivas de aposentadoria. O último caso torna-se bastante evidente pelo fato de cerca de 25% da força de trabalho estar coberta por alguma forma de aposentadoria antecipada.

Como solução, propôs-se a transição para um sistema multipilar. O primeiro pilar consistiria no tradicional regime público de repartição simples, mas com regras mais consistentes. Para o segundo pilar, seria criado um regime mandatário de capitalização privada. Já o terceiro pilar seria formado a partir de contribuições voluntárias.

Além de corrigir as falhas citadas anteriormente, o novo sistema tinha entre seus objetivos liberar espaço orçamentário para maiores investimentos em educação e infraestrutura, incentivando o crescimento econômico no médio e longo prazo, além de conscientizar a população trabalhadora sobre a importância dos investimentos voluntários (Gomulka, 2000). Ademais, pela nova previdência considerar, diretamente, todas as contribuições feitas tanto no pilar público quanto no privado, esperava-se haver mais transparência e menos incentivo à evasão. Segundo Góra (2003), nesse novo sistema de aposentadorias por idade baseado em contas individualizadas, a contribuição de cada segurado seria dividida entre duas contas, de um total de 19,52%, 12,22% iria para as contas nocionais e 7,3% para a capitalização privada. Enquanto no regime antigo apenas os empregadores contribuía, no novo, esta tarefa foi dividida com os empregados.

A parte da contribuição destinada à repartição simples era “convertida” em quase-títulos do governo, não negociáveis no mercado, que tinham como taxa de retorno o crescimento dos salários no país. Havia, também, uma complementação estatal caso o montante acumulado pelo indivíduo não alcançasse um patamar mínimo estabelecido. O retorno da capitalização privada, por sua vez, dependia do retorno financeiro dos investimentos realizados pelos fundos previdenciários.

Na implementação do novo sistema em 1999, o antigo foi mantido apenas os nascidos antes de 1948, sem possibilidade de migração para o novo. Para todos os outros, o sistema antigo foi extinto. Quem nasceu entre 1949 e 1969 poderia optar entre migrar, reajustando, as contribuições já realizadas para o sistema ou dividi-las entre os sistemas de repartição e de capitalização. No caso dos nascidos depois de 1969, a contribuição seria automaticamente dividida. Os trabalhadores rurais continuariam a

ser cobertos por um sistema especial. Por sua vez, apenas os militares e policiais que entraram de 1999 em diante seriam incluídos no novo sistema (Góra, 2003).

A idade mínima estabelecida permaneceu em 65 anos para homens e 60 para mulheres. Porém, com o fim dos privilégios de aposentadoria antecipada, a idade mínima efetiva subiu em cinco anos se comparada à média anterior de 59 para homens e 55 para mulheres. Já a base para o cálculo do benefício passou da média dos 10 últimos anos no sistema antigo para o que foi acumulado nos fundos. O pagamento mensal do benefício seria baseado no saldo acumulado das duas contas e dividido conforme a expectativa de sobrevida.

Assim como na proposta do Banco Mundial, esse novo sistema também buscava diversificar os riscos ao manter apenas uma parte exposta ao mercado financeiro enquanto o reajuste da outra parte estaria exposto ao desempenho dos salários no mercado de trabalho como um todo.

Um dos aspectos positivos da introdução das contas nocionais, como substituta do benefício definido, foi a melhora no equilíbrio atuarial do sistema, interrompendo o crescimento do passivo. Como os segurados receberiam apenas o saldo acumulado, com os devidos reajustes, eliminaram-se, virtualmente, os riscos da concessão de aposentadorias sem a respectiva contribuição.

Por outro lado, cabia ainda pagar o passivo já acumulado. Porém, ao contrário de uma privatização total da previdência, o desvio de recursos para o mercado financeiro foi consideravelmente menor. Dessa forma, o custo da transição é reduzido, uma vez que, as contribuições para o sistema público de repartição simples entram, na prática, no orçamento do governo e, portanto, podem ser utilizadas para custear as aposentadorias em vigor.

Um dos desafios poloneses na criação dos fundos previdenciários do segundo pilar foi o prematuro mercado financeiro. Inexistente até os anos 90, apenas começou a se desenvolver após a redemocratização. Os bancos de varejos eram pouco desenvolvidos, uma vez que boa parte da população preferia guardar moeda estrangeira em espécie para fugir da corrosão causada nas contas em moeda nacional. Ademais, existiam basicamente apenas duas seguradoras estatais que ofereciam principalmente seguros de bens materiais (Chlon-Dominczak & Strzelecki, 2000).

Assim como no Chile, foram criadas regulamentações que estabeleciam um retorno mínimo para o fundo, tendo como parâmetro a média de mercado. No caso polonês, no entanto, a média considerada na avaliação era a dos dois últimos anos, o que deveria deixá-lo mais flexível relativamente ao chileno. Fundos de garantia e reservas também foram instituídos para socorrer quando houvesse necessidade.

Nos três países, Chile, Argentina e Polônia, havia muita rigidez nos limites de portfólio, o que, em conjunto com as regras de retorno mínimo, levavam os fundos a terem um perfil de risco e retorno muito parecidos. Dessa forma, boa parte dos investimentos se concentrou em títulos públicos. Adicionalmente, como só era permitido aos participantes escolher apenas um fundo por vez, além da pouca diversidade nos portfólios, também houve uma concentração das contribuições na mão de poucos fundos. Em consequência, as altas taxas de administração também foram um dos principais motivos de reclamação, e regulações do governo tiveram apenas efeitos moderados na redução desses custos (Fultz, 2012).

Após a crise financeira mundial de 2007-08, a queda dos ativos dos fundos privados e a revisão nas estimativas de retorno geraram um novo debate nacional quanto a viabilidade do segundo pilar. Nos arredores, por exemplo, a Hungria decidia, em 2010, nacionalizar os fundos previdenciários. Depois de alguns anos de discussão, decidiu-se por reduzir, em 2011, a fatia de contribuição destinada aos fundos previdenciários privados. Ainda que parte da sociedade defendesse que esta ainda era uma ferramenta relativamente nova e, portanto, precisava amadurecer, as alíquotas foram reduzidas dos 7,3% vigentes para apenas 2,3%. A diferença seria, então, destinada a subcontas do sistema público do primeiro pilar. O reajuste das contribuições ao primeiro pilar também foi alterado, passando a ser crescimento nominal do PIB no lugar do crescimento dos salários nacionais.

Égert (2012) argumenta que essa opção foi adotada como forma de evitar descumprir sua própria Constituição e o acordo com a União Europeia, que impunha um limite para o déficit público. O caminho mais fácil, ao invés de reduzir os benefícios pagos, foi, então, desidratar o segundo pilar pois, no curto prazo, as maiores contribuições ao primeiro pilar entrariam nos cofres do governo e, portanto, reduziriam o déficit público naquele momento, o que de fato ocorreria. Era uma saída um tanto quanto perigosa pois, como no caso argentino, uma severa conta a pagar estava sendo jogada para as próximas gerações.

Alguns dos motivos apontados como obstáculos para o sucesso do

segundo pilar foram: o endividamento do governo para cobrir a queda da receita causada pelo desvio de parte das contribuições para o regime de capitalização privado; a disputa política motivada por interesses de curto prazo; e o impasse político quanto à imposição de um teto para as taxas administrativas, o que permitiu que estas fossem mantidas em patamar altíssimo pelas administradoras, o que gerava, claro, descontentamento geral.

Por fim, em 2014 o governo transformou o segundo pilar em voluntário. Caso o contribuinte desejasse continuar contribuindo para o fundo previdenciário, deveria preencher um formulário expressando essa vontade, caso contrário o saldo do fundo seria transferido para o primeiro pilar. Com essa mudança, apenas 15% dos indivíduos permaneceram no segundo pilar (Kurach, Kusmierczyk & Papla, 2018).

Apesar das críticas ao sistema de capitalização obrigatória e de sua desidratação, Drahekoupil & Domonkos (2012) acreditam ser possível que no futuro venham propostas para reforçar o pilar voluntário, uma vez que o sistema de repartição começará, com o tempo, a demonstrar sinais de desequilíbrio financeiro. De fato, tem se discutido na Polônia uma nova reforma da previdência com a criação de um novo pilar, que seria de participação opcional, mas de inscrição automática. Neste caso, os empregados contribuiriam com no mínimo 2% de seus salários, enquanto empregadores contribuiriam com 1,5%. Além disso, os níveis de contribuição que contariam com vantagens tributárias seriam aumentados. Espera-se, com isso, que se estimule o segundo pilar, potencializando o desenvolvimento do mercado financeiro nacional, ajudando no movimento de volta ao sistema de capitalização e dando sobrevida ao sistema atual de repartição simples.

### **3.4 Lituânia**

A recessão econômica na primeira metade dos anos 90 nos países bálticos foi ainda mais grave que em outras ex-repúblicas soviéticas (Fultz, 2006). Assim como a Polônia, a Lituânia enfrentou muitos desafios durante a transição para uma economia de mercado, a destacar: o aumento do desemprego, da pobreza, da desigualdade e da mortalidade, além da queda da natalidade. Ademais, o sistema previdenciário, herdado dos tempos soviéticos, era caracterizado por privilégios para categorias específicas, aposentadorias antecipadas e fraca conexão entre o valor das contribuições e dos benefícios.

Apesar da expectativa de vida e a natalidade serem relativamente favoráveis antes dos anos 90 quando comparadas a outros países europeus, a trajetória de queda dos nascimentos se acentuou de forma tão drástica que as previsões passaram a indicar um declínio populacional já nas próximas décadas. A população idosa projetada para 2050 alcançaria um quarto da população total. Outro fator que impactou negativamente o tamanho da população ativa foi a emigração para outros países europeus.

No cenário econômico, os países bálticos tiveram tremendas perdas. A Lituânia, por exemplo, beirou o colapso econômico entre os anos de 1990 e 1994. Somente a partir de 1995, a economia voltou a crescer. Tal crescimento, no entanto, foi interrompido pela crise russa, de forma que apenas após os anos 2000, as economias do mar báltico passaram a mostrar crescimento mais sustentável. Neste período, o governo da Lituânia conseguiu controlar suas finanças: sua dívida pública tem se mantido abaixo de 25% do PIB.

O mercado de trabalho também sofreu com a mudança de regime político. O desemprego aumentou, impactando a arrecadação do sistema de previdência nacional. Outro fator que impactou na arrecadação foi a privatização das empresas e o surgimento dos trabalhadores autônomos. Isso representava uma menor capacidade de controle e, portanto, de arrecadação se comparado com o regime socialista de empresas estatais. Ademais, como os custos trabalhistas eram altos, ao mesmo tempo em que os salários eram baixos, tanto as empresas quanto os trabalhadores tinham fortes incentivos para atuarem no mercado informal. Por fim, muitos trabalhadores emigraram para outros países europeus em busca de melhores oportunidades.

Decidiu-se, então, por dar início a uma série de reformas na previdência como forma de corrigir as notáveis falhas existentes e substituir o legado soviético. À vista disso, pode-se dividir esta série em três etapas até a introdução da capitalização. A primeira, realizada pouco depois da redemocratização, institucionalizou um sistema clássico de repartição simples, sem muitas mudanças em relação ao que era vigente anteriormente. Estabeleceu-se, porém, uma contribuição de 30% para os empregadores e 1% para os empregados para a segurança social, sendo, respectivamente, 22,5% e 1% para a previdência social.

A segunda etapa, de 1995, foi mais profunda, ainda que majoritariamente paramétrica. Os benefícios e seus requisitos foram alterados, separando os contributivos dos assistenciais. Instituiu-se na repartição simples que o contribuinte só poderia se aposentar caso tivesse contribuído para a

previdência por pelo menos quinze anos no momento em que alcançasse a idade mínima estabelecida. Quanto à idade mínima, foi aprovado o aumento desta para 62,5 e 60 anos (homens e mulheres respectivamente). Manteve-se a permissão para que se continuasse trabalhando após a aposentadoria, porém os benefícios integrais só eram pagos aos que, trabalhando, tivessem completado 65 anos. Ademais, as aposentadorias antecipadas foram extintas.

O pilar 1 foi separado em duas partes. A primeira consistia em um benefício básico, que não poderia ser menor que 110% do nível mínimo de subsistência estabelecido pelo governo. A segunda parte, suplementar, era baseada no tempo de trabalho e nos salários do contribuinte. A fórmula de reajuste foi estipulada de maneira que o benefício básico seria indexado à inflação enquanto o suplementar, ao crescimento salarial na economia.

Para receber o benefício integral, seria necessário contribuir por 30 anos, 15 anos de contribuição apenas daria direito a um valor parcial. Já aqueles que não atingiam o período mínimo de contribuição receberiam apenas 90% do benefício básico, a título de assistência social. De maneira geral, para o cálculo do benefício suplementar, seriam utilizados como base os dez melhores anos de remuneração dentre os quinze últimos, ou então a média de todos os anos após 1994.

Apesar destas mudanças, os problemas logo apareceram. O fundo de seguridade social apresentava déficit, a cobertura do sistema era precária e, logo, o governo teve que começar a atender os agricultores mais pobres com recursos do próprio estado. O sistema começava a colapsar. Uma nova reforma começou então a ser discutida entre 2003 e 2004.

Cabe ressaltar que as discussões em relação à privatização da previdência não eram novas. Grupos favoráveis vinham estimulando o debate desde 1994, inspirados pela reforma chilena e pelos argumentos promovidos pelo Banco Mundial. Até que, em 2000, foi implementada uma lei que criava a base legal para a criação de fundos previdenciários. Estes fundos operariam como instituições financeiras responsáveis por gerenciar e investir as contribuições previdenciárias dos indivíduos, com vantagens tributárias. Os principais argumentos a favor da capitalização privada compulsória eram: o crescimento da poupança interna, a redução da evasão, o equilíbrio fiscal e atuarial da previdência e o aumento dos benefícios recebidos pelos aposentados.

Por fim, em 2003-04, a terceira etapa de uma sequência de reformas desde a redemocratização foi iniciada com a privatização parcial da previdência. No entanto, como não se chegou a um consenso no debate sobre a obrigatoriedade da contribuição para a capitalização privada, estabeleceu-se sob a nova lei que, diferentemente da maioria dos países com sistemas multipilar, todas as pessoas da Lituânia, independentemente da idade, poderiam optar entre aderir ao novo pilar de capitalização ou manter o antigo. Foi ainda criado, mesmo que pouco desenvolvido, o terceiro pilar, sendo formado pelas contribuições voluntárias adicionais e por fundos de pensão para algumas classes. Além disso, foi reestabelecida a possibilidade de aposentadoria antecipada desde que cumpridos alguns requisitos e com desconto no benefício para cada ano encurtado.

A cada ano, durante alguns meses, era dada a oportunidade para o contribuinte mudar do regime público para o de capitalização. Porém, uma vez adotado o sistema parcialmente privado, não poderia voltar para o pilar único de repartição. Além disso, não foi permitida nenhuma migração entre os fundos privados nos três primeiros anos de adesão. A partir de 2006, foi permitida uma mudança por ano. Cabe ressaltar que era permitida a mudança livre entre os fundos de uma mesma administradora. Toda administradora deveria oferecer pelo menos um fundo conservador que investisse apenas em títulos públicos da Lituânia ou da OCDE.

Quanto às taxas de administração destes fundos, foi estabelecido um teto igual a 10% da contribuição ou 1% dos ativos dos fundos. Já as tabelas de mortalidade, usadas no cálculo dos benefícios mensais, seriam separadas entre homens e mulheres. O saldo acumulado poderia ser deixado como herança em caso de morte durante o período de acumulação; no entanto, isso não era permitido caso a fatalidade ocorresse durante o período de recebimento. As contribuições de 2,5% dos salários no primeiro ano da reforma, porém alcançando 5,5% por volta de 2007, eram desviadas da parte destinada ao regime público e direcionadas para o fundo de capitalização da escolha do segurado.

A recepção do público foi bastante favorável: ao final de 2003, 38,3% dos segurados pelo sistema público decidiram aderir ao sistema de capitalização. Em meados de 2004, esse número aumentou para 47,6% e seguiu aumentando ano a ano. A cobertura efetiva, baseada no número de inscritos no novo regime, alcançou 86% da força de trabalho em 2016 (Pastukiene, 2017). A voluntariedade de contribuição para alguns segmentos da força laboral (como, por exemplo, os autônomos) é o desafio para que tal valor suba ainda mais. Deve-se ressaltar a importância da

propaganda massiva do governo para os altos índices de adesão atingidos, principalmente entre a população mais jovem, mostrando que mesmo sistemas voluntários podem ser bem-sucedidos.

No curto prazo, o desvio de parte das contribuições para o sistema privado aumentou o déficit da previdência. Não obstante, no médio prazo, as despesas deverão começar a cair pela redução dos benefícios públicos pagos.

Assim como a Polônia, devido à crise financeira internacional de 2007-08, a Lituânia se viu obrigada a reduzir o direcionamento para os fundos privados de 5,5% para 2% na segunda metade de 2009, chegando a 1,5% em 2012 (Volskis, 2012). Espera-se que somente em 2020 se volte ao patamar de 3,5%.

Por fim, existe um debate quanto à diversificação dos investimentos. Por um lado, os administradores dos fundos previdenciários da Lituânia têm mais liberdade (em comparação, por exemplo, aos três países citados anteriormente) para investir no exterior, gerando uma alocação mais eficiente do ponto de vista da performance do fundo. Por outro lado, críticos acreditam que a Lituânia deveria estimular investimentos produtivos internos de longo prazo para reverter os benefícios da poupança social para o próprio país.

### **3.5 Austrália**

Atualmente, a Austrália possui um sistema de três pilares, onde o primeiro é uma aposentadoria pública, financiada não pelas contribuições, mas por impostos gerais, que provê benefícios básicos mínimos para a população idosa carente. Ou seja, o pilar 1 não existiria em sua forma clássica, sendo tais benefícios melhor classificados como pilar 0. O segundo pilar, espinha dorsal do sistema australiano, consiste em fundos previdenciários de capitalização, conhecidos por “superannuation”. Já o terceiro é composto por contribuições voluntárias para os “superannuations” ou para outros fundos previdenciários de escolha do segurado. Importante notar que os servidores públicos possuíam um regime próprio que incluía o pagamento de benefícios definidos, sendo reformado ao longo dos anos e migrando para contribuição definida para novos entrantes.

Em relação ao pilar 0, apesar dos benefícios por idade terem sido introduzidos no país em 1909, sua estrutura inicial foi desenhada apenas



para trazer algum alívio à pobreza na terceira idade. Somente com a progressiva flexibilização dos requisitos de renda e patrimônio para o recebimento dos benefícios que o programa passou a ser mais abrangente, com sua cobertura saindo de 30% para 85% da população idosa em meados de 1980. Recentemente, este patamar foi reduzido com o enrijecimento das restrições, chegando a cerca de 70% no começo dos anos 2000 (Whiteford & Angenent, 2002).

Além de servirem como parâmetro de acesso ao benefício básico, a renda e o patrimônio do idoso também são utilizados no cálculo de seu valor. Assim, quanto maior a renda ou o patrimônio, menor o benefício recebido. Em média, os valores se encontravam entre 20% e 25% do salário médio da economia e eram reajustados pela inflação. Em 2012 foi estabelecido que casais que recebessem a pensão por idade teriam direito a 19% cada um, ou seja, 38% dos salários médios para o casal.

Vale ressaltar que apesar dos valores desses benefícios serem baixos, há outras formas de subsídios para os idosos relacionados, por exemplo, ao transporte e à saúde. Ademais, em contraste com muitos países, a grande maioria dos idosos possui casa própria, o que implica numa despesa mensal menor. Ainda assim, pelo baixo valor, existia um terceiro pilar voluntário, antes mesmo da criação do segundo pilar, com um saldo de ativos razoável para a época, girando em torno de 20-25% do PIB até o começo dos anos 80 e subindo para acima de 25% na segunda metade da mesma década (Edey & Simon, 1996).

Como boa parte da população idosa dependia desses benefícios de assistência social, houve uma preocupação, desde o começo dos anos 80, quanto a sustentabilidade deste programa caso a longevidade e a razão de dependência continuassem a aumentar. Dessa forma, optou-se pela criação de um sistema previdenciário obrigatório que seria financiado pela poupança individual e capaz de custear a aposentadoria do segurado. O objetivo de aumentar a poupança nacional, após o déficit das contas correntes se tornar aparente, também pesou nessa escolha, uma vez que a poupança do país se situava historicamente abaixo da média da OCDE, devido, principalmente, à baixa poupança pública.

Pode-se dizer, assim, que o segundo pilar começou a surgir em 1985-86, de maneira ainda centralizada durante as negociações salariais entre empregadores e empregados, quando o governo concordou com o pedido dos representantes trabalhistas e estabeleceu uma contribuição compulsória de 3% dos salários, pagos pelos empregadores, para fundos

previdenciários. Não obstante, apenas em 1991-92 foi determinada por lei a expansão da obrigatoriedade da contribuição dos empregadores para todos seus empregados entre 17 e 70 anos que ganhassem mais do que 450 dólares australianos por mês, o que deu as características básicas presentes ainda hoje. A nova legislação também instituiu os fundos previdenciários privados (“superannuations”), destinados a receber as contribuições obrigatórias (Gallery & Gallery, 2005).

As alíquotas de contribuição para os “superannuations” começaram no patamar de 3% em 1992, subindo até 9% em 2002. Nessa época, outras tentativas de aumento para até 15% ocorreram, porém foram barradas com o argumento de que caberia ao próprio cidadão decidir se queria uma aposentadoria menor ou maior. Por fim, decidiu-se subir gradativamente as taxas, a partir de 2013, até atingir 12% em 2025 (Ingles & Stewart, 2016). Após a crise financeira internacional, surgiu o receio de que os níveis de contribuição precisariam ser aumentados de forma a se alcançar aposentadorias suficientemente altas que garantissem uma mínima qualidade de vida, do ponto de vista australiano.

Cabe ressaltar que as alíquotas de contribuição obrigatória incidem até um teto do salário. A partir desse montante, o governo fornece um subsídio sobre as contribuições voluntárias realizadas por segurados com remunerações abaixo de determinado patamar.

O intenso debate em torno do aumento das alíquotas mostra a tendência australiana de oferecer bastante liberdade de escolha. A desregulamentação do mercado buscou dar flexibilidade tanto para os segurados quanto para as administradoras de fundos previdenciários em relação às opções de investimentos. Ademais, em diversos momentos, o governo estimulou a divulgação de mais informações pelos fundos, aumentando a transparência, e criou programas de educação financeira para que os investidores pudessem tomar suas decisões da melhor maneira possível.

Outro exemplo do viés liberal, através de três pontos, é a responsabilidade do contribuinte quanto ao seu futuro. No primeiro ponto, o indivíduo é responsável por escolher o nível de contribuição necessário para se aposentar e se será necessário fazer contribuições adicionais voluntárias para complementar. Em segundo lugar, o segurado terá que escolher para qual fundo irá contribuir. Por fim, escolhido o fundo, ele terá que decidir entre as opções de investimento oferecidas pelo fundo.

Se o indivíduo não optar, as opções padronizadas entram em cena. Na primeira escolha, o padrão é não haver contribuições extras. Se as contribuições forem insuficientes, o contribuinte terá que encarar outra decisão quando atingir a idade de aposentadoria: se aposentar e depender do benefício básico do governo ou continuar trabalhando para complementar sua renda. Se o indivíduo não escolher o fundo, suas contribuições serão destinadas a um fundo decidido pelo empregador. Por último, um portfólio de investimento padrão é sempre adotado pela administradora do fundo para o caso de o segurado não indicar suas preferências de investimento.

No segundo pilar, os saques podem começar a ser feitos a partir dos 60 anos de idade e, apesar de ainda existirem fundos previdenciários que pagam benefícios definidos, de maneira geral o valor dos benefícios depende das contribuições capitalizadas ao longo do tempo (Guest, 2013). Em relação ao benefício básico, as idades mínimas, que eram de 65 anos para homens e 60 anos para mulheres já em 1995, deverão aumentar gradativamente até alcançarem 67 anos para ambos os sexos em 2023.

Apesar do sistema australiano de benefícios ter requisitos de renda e patrimônio máximos que podem desincentivar os esforços de poupança e trabalho entre os idosos, por ser um programa focado, a despesa tem se mantido num patamar relativamente baixo quando comparado a países que optaram por um benefício universal. As despesas com os benefícios da segurança social como um todo, por exemplo, tem estado um pouco acima de 6% do PIB. Já o custo fiscal das aposentadorias por idade projetado deve subir, entre 2010 e 2050, 2,2 pontos percentuais do PIB, de 1,7% para 3,9%.

Outro ponto importante para a sustentabilidade do sistema público foi a criação, em 2006, de um fundo soberano financiado com os superávits fiscais e com a privatização da empresa pública Telstra. A título de exemplo, os 51% da empresa australiana destinados a capitalização do fundo correspondiam, em 6 de junho de 2019, a aproximadamente 60 bilhões de reais, ou seja, o equivalente a três vezes o valor de mercado da participação da União na Eletrobrás no mesmo dia. Soma-se a isso a cobertura do segundo pilar, que gira em torno de 80%, o que deve reduzir a dependência da população em relação aos benefícios governamentais no futuro.

### **3.6 Holanda**

A Holanda possui um sistema previdenciário formado por três pilares: um benefício básico de repartição simples e obrigatório, um sistema de capitalização quase obrigatório e uma capitalização voluntária individual

e privada. As principais características desse sistema foram estabelecidas depois da segunda guerra mundial (Kremers, 2002). O primeiro pilar, público, foi instituído, por exemplo, em 1957. Em relação ao segundo pilar, antes mesmo de ser formalmente instituído pelo governo, já existiam algumas empresas com fundos de pensão para sustentar seus funcionários após a aposentadoria.

Mais especificamente, o primeiro pilar é financiado através do orçamento governamental e de contribuições pagas pelos empregados (de 17,9% dos salários, até determinado teto). Esses benefícios, sujeitos à incidência do imposto de renda e indexados ao salário mínimo, tinham como objetivo prover renda básica aos idosos. Cada ano residido na Holanda, entre os 15 e 65 anos, acumula 2 pontos percentuais no valor do benefício, de forma que é preciso morar por 50 anos no país para alcançar o valor integral. Assim, caso o segurado more no exterior ou decida se aposentar precocemente, não atingirá a aposentadoria integral neste pilar.

Devido ao envelhecimento dos cidadãos, é esperado que o número de idosos acima de 65 anos suba de 22% da população em 2000 para 40% em 2050. Por conta disso, o governo começou a tomar iniciativas para amenizar o impacto fiscal desse movimento. A partir de 1998 foram feitos esforços para reduzir a dívida pública até 2020, onde o montante economizado seria destinado a um fundo para cobrir despesas futuras com o primeiro pilar.

Para estimular o adiamento das aposentadorias e o aumento da taxa de participação dos idosos na força de trabalho, há uma recompensa para os empregadores que contratarem indivíduos acima da idade mínima e ainda um bônus de 6,5% incorporado ao valor do benefício básico para os que trabalharem após a idade de aposentadoria mínima. Há, em contrapartida, uma redução de mesmo montante para os que se aposentarem precocemente. Por fim, a idade mínima deverá aumentar até atingir 67 anos em 2025. Espera-se que essas alterações consigam desestimular e compensar os custos das aposentadorias antecipadas, criadas no começo dos anos 80 (à época, com o intuito de facilitar o emprego dos mais jovens).

O segundo pilar, considerado um dos mais desenvolvidos da Europa e fundamental para suplementar os benefícios do primeiro pilar, é composto por fundos previdenciários ocupacionais instituídos por cada empresa ou setor de atividade junto a administradoras externas. Apesar de, em princípio, ser opcional, o governo costuma determinar como compulsória a criação desses fundos pelas empresas que pertençam a determinados setores econômicos. Como a filiação dos trabalhadores é obrigatória em

todas as empresas que oferecem planos de pensão, a cobertura do segundo pilar chega a mais de 90% da força de trabalho.

O marco regulatório, fundamental para a solidez desse pilar, também estabelece que planos subfinanciados tem um ano para corrigir o problema, caso contrário podem sofrer intervenção do agente regulador. O financiamento dos fundos de pensão costuma ser dividido entre empregados e empregadores, respectivamente em um e dois terços nos planos de contribuição definida. No caso das empresas de menor porte, geralmente são contratadas companhias de seguro para cobrir integralmente as aposentadorias de seus empregados. Com o intuito de fortalecer ainda mais o pilar, novas regras foram criadas, em 1998, para aumentar a transparência e permitir a saída de empresas dos fundos previdenciários que estiverem com retornos abaixo da média de mercado.

A maioria desses fundos possui, ainda hoje, um esquema de benefícios definidos. No entanto, com o aumento da sobrevida e as mudanças nas características do mercado de trabalho, a contribuição definida tem aumentado sua popularidade. Como forma de melhorar o controle de custos e riscos, os planos de previdência também estão mudando o parâmetro de cálculo do benefício: do salário final para a média das remunerações ao longo da carreira.

O terceiro pilar costuma ser adotado por indivíduos não totalmente cobertos pelos dois primeiros pilares. Pessoas que queiram suplementar seus rendimentos para a aposentadoria também tendem a contribuir voluntariamente para fundos previdenciários, de forma a aproveitar os incentivos fiscais oferecidos.

Dessa forma, os três pilares do sistema previdenciário, em conjunto, costumam se destacar internacionalmente pelo seu tamanho em relação ao PIB do país. Nota-se, por exemplo, que o segundo pilar tinha, antes da crise financeira internacional de 2007-08, o passivo de 500 bilhões de euros coberto por ativos no montante de 657 bilhões. Em 2040, estima-se que os benefícios do segundo pilar devam alcançar 12,9% do PIB, enquanto os do primeiro pilar, 9% do PIB (Anderson, 2011).

Entre as principais vantagens do sistema holandês, citam-se: a proteção contra pobreza através dos benefícios universais do primeiro pilar; o alto nível de cobertura do sistema; e o fornecimento de benefícios com elevada taxa de reposição na aposentadoria, porém sem comprometer o orçamento

governamental, uma vez que são pagos pelos fundos de pensão privados. Nos anos 2000, por exemplo, a maioria dos países da OCDE tinha uma taxa de reposição entre 70-80%, enquanto a Holanda, por sua vez, se encontrava na parte de cima desse percentual.

Por outro lado, como os benefícios da aposentadoria dependem fortemente da capitalização dos fundos previdenciários, o sistema foi, assim como em outros países, severamente atingido pela crise financeira internacional de 2007-08. Em consequência, os fundos foram obrigados a, temporariamente, aumentar a contribuição, desindexar e reduzir os benefícios. Como resposta a essa crise e às anteriores, o pilar de capitalização acabou por se revigorar, quase que paradoxalmente. Importantes atores, tais como agentes do mercado, o governo e até mesmo os sindicatos, entendiam o sistema de capitalização como um grande avanço para o país. Por sua vez, a sociedade demonstrou consciência da importância de manutenção desse pilar para a economia e para as aposentadorias.

## 4. Análise Comparativa

O quadro 1 a seguir compara os seis países analisados entre si e com o Brasil no início de 2019.

**Quadro 1: Comparativo entre os sistemas previdenciários nacionais**

	Chile	Argentina	Polônia	Lituânia	Austrália	Holanda	Brasil
Início da capitalização	1980/81	1993/94	1999	2003/04	1991/92	1998**	N/A
Idade Mínima*	65H/60M	65H/60M	65H/60M	62,5H/60M	60H/60M	65H/65M	Não tem
Pilar 0	X	X		X	X	X	X
Pilar 1		X	X	X		X	X
Pilar 2	X	X	X	X	X	X	
Pilar 3	X	X	X	X	X	X	X

Fonte: Elaboração própria.\* No momento da implementação da capitalização. Idade mínima para o benefício integral, já que em alguns países há a possibilidade de aposentadoria antecipada, porém com desconto no valor recebido. \*\* Como a capitalização ocupacional surgiu de forma privada e anterior a essa data, este ano foi selecionado pelo fortalecimento do marco regulatório que aprimorou e expandiu o segundo pilar.

À primeira vista, é possível perceber grande convergência ao se comparar os sistemas de previdência em diferentes países. Porém, há de se considerar diversos outros aspectos além da estrutura dos pilares e das idades mínimas a fim de se analisar a sustentabilidade e o sucesso ou fracasso de uma reforma. A título de exemplo, os pilares chilenos e australianos parecem similares. Há um benefício público focado nos mais necessitados, uma capitalização mandatória que corresponde pela maior parte dos rendimentos dos aposentados e uma contribuição voluntária para os que pretendem suplementar suas rendas. Porém, seria inadequado simplesmente concluir que ambos tiveram ou mesmo terão resultados semelhantes em suas reformas.

O Chile saiu de uma estrutura de repartição simples como pilar único, convertendo-o para capitalização, enquanto a Austrália apenas acrescentou um segundo pilar ao seu sistema. No primeiro caso, há um custo de transição considerável, que, dependendo da capacidade fiscal do governo, pode comprometer a viabilidade da reforma em poucos anos. No segundo, além de não haver custo de transição para o governo, as despesas com assistência social poderão ser mais bem direcionadas, uma vez que muitos dos que necessitavam da assistência terão acumulado algum saldo no momento da aposentadoria: na pior hipótese, precisarão apenas de um auxílio complementar.

Se o custo de transição for insuportável ou houver uma crise financeira severa nos primeiros anos após a reforma, os políticos poderão se sentir tentados a nacionalizar os fundos privados. Dessa forma, obteriam recursos no curto prazo, aliviando as contas do governo e evitando um corte politicamente desgastante de despesas, enquanto os custos da retomada do regime por repartição simples apenas viriam no futuro, após o fim de seus mandatos. A mudança do regime de repartição para o de capitalização é politicamente mais difícil pois o custo da mudança vem no curto prazo, enquanto os benefícios aparecem no longo prazo. Já a volta do regime de capitalização para a repartição é politicamente tentadora, já que desafoga os gastos públicos no curto prazo, cobrando a conta no longo prazo.

O principal exemplo na América Latina vem da Argentina. Ainda que sua reforma tenha sido menos pretensiosa que a chilena, o desarranjo fiscal que culminou no calote em sua dívida foi o primeiro passo para a reversão total da capitalização. Outro ponto foi sua necessidade fiscal durante a crise internacional de 2007-08, que contribuiu para a nacionalização dos fundos. No Chile, esse risco fiscal foi reduzido através das reformas liberalizantes do período, que, ao diminuírem o tamanho do Estado na economia,

permitiram a este suportar os custos inerentes à mudança da repartição para a capitalização. O forte crescimento e a estabilidade econômica nas décadas seguintes também foram fundamentais para o êxito da reforma. Outro ponto indispensável é a reforma paramétrica do regime de repartição, que continuará existindo durante a transição, para que se reduza o passivo a ser suportado. Sem esta, uma tentativa de inserir a capitalização, ainda que de forma menos incisiva que a chilena, tenderá ao fracasso.

No caso australiano, o risco da nacionalização é bem menor. Além de seu regime de capitalização não ser o substituto de um arranjo prévio generoso, a cultura do país tende a ser mais liberal, advogando pela importância da responsabilização individual. Basta notar que o principal debate político no país, mesmo após a crise financeira internacional, está relacionado à obrigatoriedade da contribuição para os fundos previdenciários, e não a sua nacionalização. Portanto, percebe-se que a visão da população tende a ser mais condescendente à capitalização do que outros países com instituições paternalistas. Ou seja, a resistência tende a ser menor no caso australiano que no chileno ou argentino, pois no primeiro percebe-se a capitalização como um meio de se obter os rendimentos desejados no período de aposentadoria.

A Holanda, assim como a Austrália, teve custos pequenos de transição, dado que o segundo pilar apenas foi acrescentado com pouca ou nenhuma alteração do primeiro. Ademais, fundos previdenciários de capitalização já existiam antes mesmo de serem estabelecidos como quase mandatários no país. Portanto, a reforma consistiu principalmente na expansão desses fundos e na criação de um marco legal mais adequado.

A principal estratégia da Polônia e da Lituânia, além do ajuste fiscal através da redução do papel do Estado para amenizar os custos de transição, foi manter uma repartição simples menor, reduzindo o impacto de curto prazo dos desvios das contribuições. Além disso, no primeiro caso, optou-se por transformar o pilar público em uma contribuição definida para, dessa forma, melhorar a ligação entre contribuições e benefícios, o que tende a diminuir a evasão e estimular o adiamento da idade efetiva de aposentadoria. A Lituânia, por sua vez, decidiu por tornar a adesão aos fundos de capitalização privados opcional para todos os segurados, atuais e futuros, suavizando a transição.

A Argentina, por sua vez, adotou uma estratégia semelhante à Lituânia quanto à possibilidade de escolha de um sistema público e privado. Porém, a inscrição no sistema privado, no caso latino americano, era automática,



o que é capaz de gerar uma adesão maior ao novo regime e, portanto, um maior custo de transição. O principal problema para a reversão da reforma, no entanto, foram os insuficientes esforços para a correção do desequilíbrio fiscal que vinha desde os anos 80 no país.

Feita a ressalva quanto à importância do contexto histórico, da cultura e das instituições, cabe ainda expandir o conceito de sustentabilidade. Além do seu aspecto fiscal, a sustentabilidade deve considerar a capacidade de o novo sistema previdenciário resistir às contrarreformas no futuro. Ou seja, de nada adianta a reforma buscar a melhora nas contas do governo nos médio e longo prazos se antes dos efeitos se tornarem aparentes o arcabouço legal for desfeito. Obviamente, pequenas alterações devem ser feitas ao longo do tempo para aprimorar a previdência, uma vez que é difícil prever todas as consequências da reforma, abrindo espaços para melhorias. Logo, para que o sistema reformado persista é preciso aprender com os erros passados de outros países e apresentar resultados econômicos positivos o mais breve possível, mostrando, assim, para a população a imprescindibilidade desta nova previdência para o desenvolvimento social e econômico do país. Especificamente, no caso da capitalização, é necessário também, além de estar atento ao custo de transição, a aceitação pela população e a capacidade dos fundos previdenciários suportarem crises financeiras, com uma exposição controlada ao risco.

No caso chileno, o ganho imediato de salário líquido foi o primordial incentivo para a forte adesão de seus cidadãos. Há de se considerar também o fato de o novo sistema ter sido introduzido em um governo autoritário, o que inibiu posições contrárias durante o debate e nos anos seguintes, até que seus efeitos positivos na economia já fossem perceptíveis. A insatisfação posterior surgiu principalmente pelas altas taxas de administração que reduziam os retornos dos segurados, mas também pela baixa cobertura aos mais necessitados. A queda da popularidade do novo sistema aumentou ainda mais quando se percebeu que os saldos acumulados gerariam baixas taxas de reposição para a maioria. Por fim, pela reconhecida importância desse sistema por parte da população para a bonança econômica do país, houve resistência ao retorno da repartição simples, levando a nova reforma de 2008 a focar no aprimoramento e na correção de seus problemas.

Já na Austrália e na Holanda, o debate girou preponderantemente em torno da obrigatoriedade ou não das contribuições. Devido à baixa contribuição voluntária, menos que o necessário para uma taxa de reposição decente, decidiu-se pela implementação da capitalização mandatória. Como os benefícios públicos não eram tão generosos se comparados aos

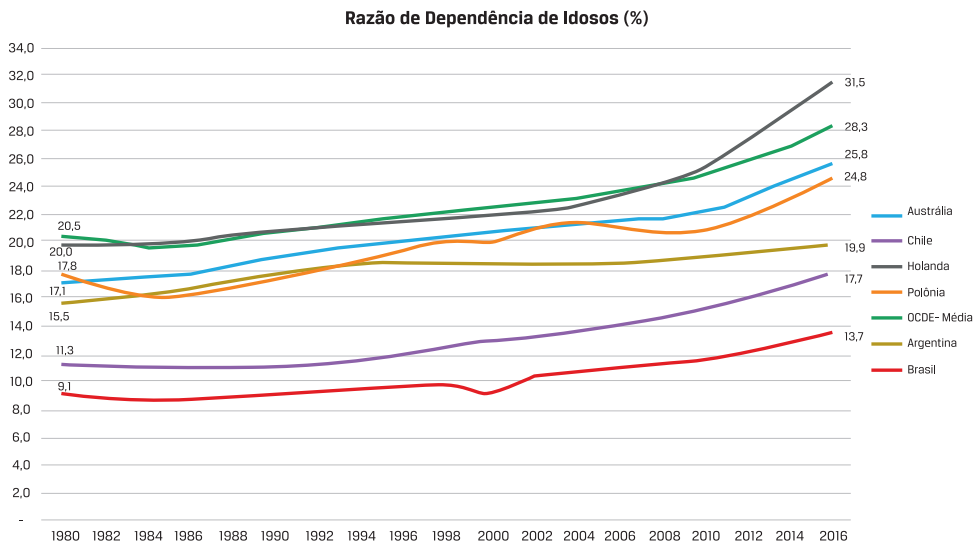
dos outros países estudados, a resistência à inclusão deste pilar foi menor. O fortalecimento da capitalização após a crise mundial pode ser citado como um exemplo da incorporação desse regime na cultura desses países.

Tanto na Polônia quanto na Lituânia, a percepção dos segurados era de que suas contribuições para o sistema previdenciário, devido à sua grande progressividade, pouco se diferenciavam dos impostos em geral. Dessa forma, a instituição de um novo sistema que vinculava melhor a contribuição ao benefício foi bem aceita. Outro ponto relevante foi o trauma do período soviético, que levou a uma maior aceitação de ideias liberais por parte da população como forma de rejeição à experiência sofrida. Mesmo com a desidratação da capitalização após a crise de 2007-08, para o cumprimento dos limites fiscais impostos pela União Europeia, a ideia da importância desse instrumento se estabeleceu nesses países. Dessa forma, são previstas novas reformas para aprofundar e incentivar novas contribuições a esse sistema.

Por último, apesar da inscrição automática como forma de influenciar a adesão ao regime de capitalização, não houve tempo hábil para o amadurecimento deste na Argentina. As falhas em sua implementação o deixaram vulnerável a crises, que não tardaram em aparecer. Logo, o fim do sistema passou a agradar aos dois lados, pois o governo conseguiria um alívio fiscal de curto prazo e os segurados teriam sua exposição aos riscos do mercado financeiro eliminados: não sobrou ninguém que defendesse o sistema.

Em termos práticos, a situação atual dos países estudados, comparativamente ao Brasil, pode ser analisada através dos gráficos 1 e 2, apresentados a seguir.

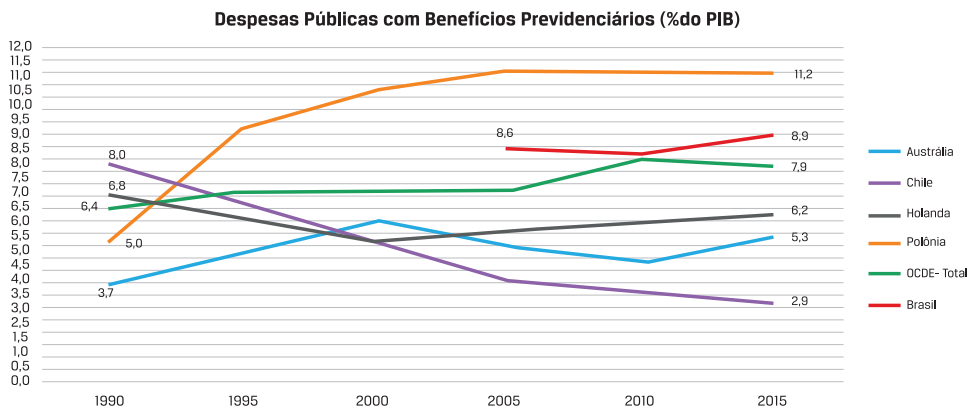
## Gráfico 1: Razão de dependência de idosos (número de idosos com 65 anos ou mais a cada 100 pessoas entre 20 e 64 anos)



Fonte: Base de dados OCDE, elaboração própria. Não foram encontrados os dados da Lituânia. A média OCDE é alta devido a países não analisados neste artigo, tais como Japão, França e Alemanha, por exemplo.

O gráfico 1 mostra o aumento da razão de dependência de idosos (definida como o número de idosos com 65 anos ou mais a cada 100 pessoas entre 20 e 64 anos) desde os anos 80 em todos os países analisados e no Brasil. Por esse indicador, o caso brasileiro aparentaria ser o menos grave até o momento. Esperar-se-ia, portanto, que pelo menos sua despesa com benefícios previdenciários em relação ao PIB fosse menor do que seus pares analisados. Notoriamente, este não é o caso (vide o gráfico 2), o que ajuda a explicar a gravidade da situação previdenciária brasileira caso nada seja feito.

## Gráfico 2: Razão das despesas públicas previdenciárias pelo PIB do país



Fonte: Base de dados OCDE, elaboração própria. Não foram encontrados dados da Argentina, da Lituânia e do Brasil. Os dados do Brasil a partir de 2005 foram calculados pelos autores com dados encontrados nos sites do Tesouro Nacional e do IBGE.

Segundo o gráfico 2, baseado nos dados disponíveis na OCDE, todos os quatro países apresentados conseguiram ao menos manter sob controle a trajetória de suas despesas públicas com o pagamento de benefícios previdenciários em relação ao PIB. Um feito que merece destaque, considerando o acelerado aumento na razão de dependência mostrado anteriormente. Dito isto, o Chile consegue, ainda assim, se sobressair pela redução relativa da despesa, conforme o número de segurados da repartição simples diminui.

O Brasil, por sua vez, apresentou uma relação despesa/PIB de aproximadamente 8,9% em 2015, segundo dados do Tesouro Nacional e do IBGE. Ressalvadas possíveis diferenças metodológicas, o país apareceria abaixo apenas da Polônia, mas devemos lembrar que este último apresenta uma razão de dependência quase igual ao dobro da brasileira. Tal relação no Brasil aumentou para 10,6% em 2018, crescimento notável explicado em parte pela queda do PIB em 2015 e 2016, mas principalmente pelo crescimento em valores correntes de quase 35% das despesas previdenciárias.

Por fim, o quadro 2 apresenta as taxas de reposição em 2016, definidas como a razão entre o valor do benefício de aposentadoria e os rendimentos laborais antes da aposentadoria. Percebe-se que, além de se manter abaixo da média da OCDE na relação despesa/PIB (gráfico 2) e apresentar a maior razão de dependência dentre os países analisados (gráfico 1), a Holanda alcança as maiores taxas de reposição para todas as faixas de salário. Notadamente, isso ocorre por seu sistema ser híbrido, caracterizado pela complementação entre sua repartição simples e seu já maduro pilar de capitalização. O primeiro custeia um benefício básico que consegue repor a renda pré-aposentadoria dos mais necessitados enquanto o segundo complementa de forma competente a renda daqueles que alcançaram um salário maior que o abarcado pelo benefício mínimo. Trata-se, portanto, de um exemplo que o Brasil poderia mirar, principalmente pelo menor custo fiscal de transição e menor ruptura em relação ao sistema vigente, ao mesmo tempo em que planta a semente da capitalização para as futuras gerações. Por outro lado, Chile e Polônia apresentam as menores taxas de reposição dentre os países em análise e devem servir de aprendizado para o Brasil não cometer os mesmos erros.

## Quadro 2: Taxas de reposição (em 2016), definidas como a razão entre o valor do benefício de aposentadoria e os rendimentos laborais antes da aposentadoria

	Austrália	Argentina	Brasil	Chile	Lituânia	Holanda	OCDE (Média)	Polônia
Salários iguais a 50% do salário médio do mercado de trabalho, Homens	82,8	81,7	85,0	39,1	74,4	98,1	64,6	31,6
Salários iguais a 100% do salário médio do mercado de trabalho, Homens	32,2	71,6	69,5	33,5	54,1	96,9	52,9	31,6
Salários iguais a 150% do salário médio do mercado de trabalho, Homens	32,1	68,2	69,5	33,6	47,3	96,5	48,4	31,6
Salários iguais a 50% do salário médio do mercado de trabalho, Mulheres	80,0	74,0	85,0	36,9	74,4	98,1	64,1	30,0
Salários iguais a 100% do salário médio do mercado de trabalho, Mulheres	29,4	64,3	52,9	30,3	54,1	96,9	52,3	27,9
Salários iguais a 150% do salário médio do mercado de trabalho, Mulheres	29,3	61,1	52,9	30,4	47,3	96,5	47,9	27,9

Fonte: Base de dados OCDE.

## 5. Conclusão

Cabe, por último, apresentar algumas sugestões para que as principais falhas depreendidas a partir da análise comparativa dos países estudados sejam evitadas na introdução do regime de capitalização no Brasil.

As críticas relacionadas aos altos custos administrativos e aos lucros das administradoras e seguradoras, além da baixa diversificação dos ativos nos países estudados, decorrem majoritariamente de um baixo desenvolvimento do mercado financeiro na época da introdução da capitalização e de regulações enrijecidas que desestimularam a competição. A título de exemplo, o mercado financeiro era praticamente inexistente até a introdução do capitalismo nas antigas repúblicas soviéticas. Já Argentina e Chile impuseram limites bastante rigorosos para os investimentos, além de regras de retorno mínimo relacionando-o à média do mercado, o que desestimulava a diversificação, ao mesmo tempo em que fomentava a concentração de mercado. O nível atual de desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro é incomparável aos dos países estudados, incluindo Austrália e Holanda, no momento de suas reformas. A facilidade de acesso a instrumentos financeiros diversos, sem fronteiras geográficas, é sem precedentes, graças ao aprofundamento da globalização e à evolução tecnológica. A tecnologia também facilitou enormemente a competição

entre os agentes de mercado, permitindo o surgimento de empresas digitais. Soma-se a isso o empenho nos últimos anos dos órgãos reguladores do setor financeiro em estimular a competição, aumentar a transparência e reduzir custos.

O caso brasileiro, aliás, é interessante. As taxas administrativas dos fundos de previdência privados eram bastante elevadas, mesmo em fundos conservadores (Campani & Da Costa, 2016). Porém, o aumento na informação disponível, na concorrência e na variedade de opções disponíveis aos trabalhadores vem reduzindo esses custos drasticamente. Com dados gentilmente cedidos pela Fenaprevi, calculamos a taxa média de fundos PGBL e VGBL para novos aportes: em fundos conservadores, tal taxa caiu de 1,41% em 2010 para 0,91% no início de 2019; em fundos com renda variável, a queda no mesmo período foi de 1,89% para 1,19%.

Em relação à possível insuficiência do saldo acumulado para custear benefícios mínimos, seja por conta de crises financeiras, do baixo retorno dos investimentos ou pela intermitência na contribuição do segurado, geralmente menos favorecido, o governo pode adotar ferramentas já utilizadas em outros países para afastar esse problema. Entre as opções, estariam a manutenção de uma repartição simples desidratada, o que eliminaria esse risco para 66% dos segurados caso o valor estipulado fosse igual a um salário mínimo, ou 83% se fosse de dois salários mínimos (segundo dados do governo federal). Outra possibilidade seria garantir uma renda mínima, financiada através de recursos provenientes de um fundo garantidor ou do próprio orçamento, para os que necessitarem.

Mais especificamente em relação à volatilidade dos ativos e aos riscos de uma nova crise financeira, cabe ao trabalhador decidir, de acordo com seu perfil de risco e retorno almejado, o tipo de investimento ideal: em um fundo conservador esses riscos serão minimizados. Claro, é importante que o governo ofereça programas de educação financeira para capacitar melhor o trabalhador a exercer esta escolha e optar pela estratégia que melhor lhe convier. Além disso, pode-se regulamentar a oferta de um seguro que proteja os investimentos contra grandes perdas por parte dos trabalhadores que assim desejarem.

Com a capitalização, acreditamos que deveria haver um rearranjo da seguridade social, potencializando o papel das políticas de assistência social, uma vez que estas herdarão parte das funções exercidas pela previdência. Por exemplo, ficará a cargo da assistência social a erradicação da extrema pobreza na terceira idade, a complementação da rede de cobertura da

previdência, a promoção da igualdade entre homens e mulheres e a redução da desigualdade social, gerando progressividade para o sistema.

Outro ponto relevante é a taxa de reposição dos benefícios na capitalização, que depende basicamente da contribuição dos segurados, do desempenho de seus investimentos no mercado financeiro e da expectativa de sobrevivência. Seu nível, habitualmente a maior crítica aos sistemas por capitalização, precisa ser capaz de sustentar satisfatoriamente os usufrutuários para não fomentar reações futuras a favor da reversão da reforma. Conforme mostram Giambiagi & Afonso (2019), a decisão sobre o nível ideal da principal variável sob controle do segurado, a alíquota de contribuição, não é trivial. Para endereçar tal problema, estimulam-se políticas de estímulo à poupança previdenciária, com contrapartidas agressivas de isenção de impostos para aqueles que contribuem mais. Há de se lembrar que quanto maior for esta poupança social, melhor para o país.

Por fim, o principal empecilho para transformação do regime de repartição simples em um de capitalização é o custo de transição. Dessa forma, o Brasil não poderá se furtar a resolver essa questão, considerando-se o exemplo de outros países. Fundamentalmente, deverão ser realizadas reformas liberais nas demais áreas do governo para que se reduzam despesas e aumentem receitas gerais. Indispensável, também, é a reforma paramétrica do atual sistema de previdência para desacelerar o crescimento da despesa e tornar a perda de receita mais suportável. Devido à corrente situação do país e dos estados, dificilmente haverá espaço fiscal, ainda que com essas alterações, para uma reforma nos moldes da chilena.

Dada a atual tendência demográfica não apenas do Brasil, mas universal, o sistema totalmente dependente da repartição simples com benefícios definidos está com os dias contados por sua total inviabilidade. Desta forma, as reformas paramétricas apenas adiarão a necessidade de uma nova reforma e logo chegaríamos a uma situação na qual nem tais reformas ajudariam. Por outro lado, pelas dificuldades políticas e pelo altíssimo custo de transição, acreditamos que uma conversão integral para o sistema de capitalização seja um fardo pesado demais para o Brasil, segundo cálculos do primeiro autor deste texto: este custo equivaleria a um PIB anual brasileiro.

Portanto, o mais apropriado parece ser a opção por um sistema híbrido, com um pilar de repartição desidratado (com teto da ordem de 2 salários mínimos) e um pilar complementar de capitalização para os que ganham acima deste teto. Com isso, teríamos um custo de transição suportável e um sistema de repartição bem menos custoso e que ainda permitiria

progressividade, ou seja, transferência de renda dos mais ricos (que pagariam proporcionalmente mais) para os que mais necessitam (que pagariam proporcionalmente menos). As menores aposentadorias seriam garantidas pelo pilar de repartição, tornando inócuas as críticas quanto à vulnerabilidade desta população diante do mercado financeiro. Já os que receberem remunerações acima desse valor contariam com a capitalização para suplementar o salário advindo da repartição. Ao evitar a existência em paralelo de dois sistemas, repartição e capitalização, notam-se duas outras vantagens: eliminar o grande peso da escolha, em definitivo, para os jovens entrantes no mercado de trabalho e evitar insatisfações em situações eventuais ou mesmo persistentes onde um sistema estivesse sobressaindo-se sobre o outro. Dessa forma, o novo sistema garantiria taxas de reposição elevadas para os mais pobres e a transferência de renda com alíquotas maiores para os maiores salários (pois ricos e pobres teriam as mesmas aposentadorias pelo sistema de repartição, mas os ricos pagariam mais por esta aposentadoria, e o pobre, menos). Perceba-se que tal ideia está totalmente em linha com o relatório produzido pela Mercer & CFA Institute (2015), que lista dez princípios importantes para um sistema previdenciário ideal.

Para uma sociedade economicamente viável, acreditamos ser fundamental a redução do atual tamanho do Estado no nosso país. Uma reforma que implementasse o sistema de capitalização como complementar a um sistema de repartição desidratado permitiria a criação de uma poupança social atualmente inexistente, estimulando o crescimento da economia, o maior desenvolvimento do mercado financeiro e o fim dos privilégios, como apontado em Davis & Hu (2008), além de contribuir para menores taxas de juros. Ademais, manteria os custos de transição em níveis suportáveis, proporcionando maior robustez e menos turbulência, conforme argumentam Holzmann & Hinz (2005).





## 6. Referências bibliográficas

ANDERSON, Karen. *The Netherlands: Adapting a Multipillar Pension System to Demographic and Economic Change*. In: Ebbinghaus B. (ed.). *The Varieties of Pension Governance: Pension Privatization in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 292–317.

ARZA, Camila. *The Politics of Counter-Reform in the Argentine Pension System: Actors, Political Discourse, and Policy Performance*. *International Journal of Social Welfare*, vol. 21: S46–S60, 2012.

BOERSCH-SUPAN, Axel H; JUERGES, Hendrik. *Disability, Pension Reforma and Early Retirement in Germany*. Cambridge: National Bureau of Economics Research (NBER), 2011. 35p. (Working Paper, nº 17079). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17079>. Acesso em 16 de abril de 2019.

CAMPANI, Carlos Heitor; DA COSTA, Thiago Roberto Dias. *Pensando na Aposentadoria: PGBL, VGBL e Autoprevidência*. *Revista Brasileira de Risco e Seguros*, Vol. 14, No. 24, 19 - 46, 2018.

CHLON-DOMINCZAK, Agnieszka; STRZELECKI, Pawel. *The Minimum Pension as an Instrument of Poverty Protection in the Defined Contribution Pension System – an Example of Poland*. Munich Personal RePEc Archive, nº 25262. 2010. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/25262/>. Acesso em 21 de março de 2019.

COTTANI, Joaquin; DEMARCO, Gustavo. *The Shift to a Funded Social Security System: The Case of Argentina*. In: Martin Feldstein (ed.). *Privatizing Social Security*. Chicago & Londres: University of Chicago Press, 1998, Cap 5. Disponível em: <http://www.nber.org/books/feld98-1>. Acesso em 16 de abril de 2019.

DAVIS, E. PHILIP; HU, Yu-Wei. *Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?* *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 7, n. 2, p. 221-249, 2008. Disponível em: [http://journals.cambridge.org/abstract\\_S1474747208003545](http://journals.cambridge.org/abstract_S1474747208003545). Acesso em 21 de março de 2019.

DRAHOKOUPIL, Jan; DOMONKOS, Stefan. *Averting the Funding-Gap Crisis: East European Pension Reforms since 2008*. *Global Social Policy*, vol. 12, n. 3, p. 283-299, 2012.

EDEY, Malcolm; SIMON, John. *Australia's Retirement Income System: Implications for Saving and Capital Markets*. Economic Research Department, Reserve Bank of Australia, 1996. (Research Discussion Paper, n. 9603).

EDWARDS, Sebastian. *The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program*. In: Martin Feldstein (ed.). *Privatizing Social Security*. Chicago & Londres: University of Chicago Press, 1998, Cap 1. Disponível em: <http://www.nber.org/books/feld98-1>. Acesso em 21 de março de 2019.

ÉGERT, Balazs. *The Impact of Changes in Second Pension Pillars on Public Finances in Central and Eastern Europe*. Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), 2012. (Working Paper, nº 3801). Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/57960>. Acesso em 15 de abril de 2019.

FULTZ, Elaine (ed.). *Pension Reform in the Baltic States*. Budapest: International Labour Office, 2006.

FULTZ, Elaine. *The Retrenchment of Second-Tier Pensions in Hungary and Poland: A*

*Precautionary Tale*. International Social Security Review, vol. 65, n. 3, 2012.

GALLERY, Gerry; GALLERY, Natalie. *Paradox of Choice in a Mandatory Pension Savings System: Challenges for Australian Retirement Income*. Policy & Politics, vol. 33, n. 3, p. 519-532, 2005.

GIAMBIAGI, Fabio; AFONSO, Luís Eduardo. *Alíquota Previdenciária em um Regime de Capitalização: uma Contribuição ao Debate*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 2019. 44p. (Texto para Discussão, nº 134).

GOMULKA, Stanislaw. *Pension Problems and Reforms in the Czech Republic, Hungary, Poland and Romania*. Londres: Centre for Economic Performance, 2000.

GÓRA, Marek. *The New Polish Pension System: An Example of a Non-orthodox Approach to Pension Reform*. Tokyo: The Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2003. (Discussion Paper Series, n. 168).

GUARDIANCICH, Igor. *Current Pension System: First Assessment of Reform Outcomes and Output*. Bruxelas: European Social Observatory, 2010. (Country Report: United Kingdom).

GUEST, Ross. *Comparison of the New Zealand and Australian Retirement Income Systems*. Queensland: Commission for Financial Literacy and Retirement Income (CFFC), 2013.

HOLZMANN, Robert; HINZ, Richard (ed.). *Old-Age Income Support in the Twenty-first Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*, Washington, D.C.: The World Bank, 2005.

INGLES, David; STEWART, Miranda. *Reforming Australia's Superannuation Tax System and the Age Pension to Improve Work and Savings Incentives*. Asia & the Pacific Policy Studies, vol. 4, no. 3, p. 417-436, 2017.

KREMERS, Jeroen. *Social Security Pension Reform in Europe*. In: Martin Feldstein and Horst Siebert (ed.). *Social Security Pension Reform in Europe*. Chicago & Londres: University of Chicago Press, 2002, cap. 9. Disponível em: <http://www.nber.org/books/feld02-2>. Acesso em 21 de março de 2019.

KURACH, Radoslaw; KUSMIERCZYK, Pawel; PAPLA, Daniel. *The optimal portfolio for the two-pillar mandatory pension system: The case of Poland*. Applied Economics vol. 51, n. 23, p. 2552-2565, 2019.

Mercer; CFA Institute. *An Ideal Retirement System*. March 2015. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/future-finance/an-ideal-retirement-system.ashx>. Acesso em 15 de abril de 2019.

MESA-LAGO, Carmelo. *Las Reformas de las Pensiones em América Latina y la Posición de los Organismos Internacionales*. Revista de la CEPAL, n.60, 1996.

MESA-LAGO, Carmelo. *Re-Reforms of Privatized Pension Systems in the World: A comparative study of Argentina, Bolivia, Chile and Hungary*. Zeitschrift für ausländisches und internationales Arbeits- und Sozialrecht (ZIAS), ed. 3, vol. 26, p.189-316, 2012.

MOORE, Kathryn. *An Overview of the U.S. Retirement Income Security System and the Principles and Values It Reflects*. Comparative Labor Law & Policy Journal, vol. 33, n.1, 2011.

OCDE. *Pensions at a Glance 2017*. Paris: OCDE Publishing, 2017.

PASTUKIENE, Vidija. *Lithuanian Country Fiche on Pension Projections 2018*. Ministry of Social Security and Labour: Social Insurance and Funded Pensions Division, 2017.

REIN, Martin; TURNER, John. *Public-Private Interactions: Mandatory Pensions in Australia, the Netherlands and Switzerland*. Review of Population and Social Policy, n. 10, p. 107–153, 2001.

ROCHA, Roberto; VITTAS, Dimitri; RUDOLPH, Heinz, P. *The Payout Phase of Pension Systems A Comparison of Five Countries*. Washington, D.C.: The World Bank, 2010. (Policy Research Working Paper, n. 5288).

ROFMAN, Rafael; FAJNZYLBER, Eduardo; HERRERA, German. *Reforming the Pension Reforms: The Recent Initiatives and Actions on Pensions in Argentina and Chile*. Washington, D.C.: The World Bank, 2008. (Social Protection & Labor Discussion Paper, n. 0831).

Tesouro Nacional. *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)*. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio/relatorio-resumido-da-execucao-orcamentaria-rreo/publicacao-2019-03-08-9271549292>. Acesso em 13 de junho de 2019.

THE WORLD BANK. *Averting the Old Age Crisis*. New York: Oxford University Press, 1994.

VOLSKIS, Edgars. *Reforms of Baltic States Pension Systems: Challenges and Benefits*. Tallinn: European Bank for Reconstruction and Development (EBDR), 2012.

WHITEFORD, Peter; ANGENENT, Gregory. *The Australian System of Social Protection - an Overview*. Department of Family and Community Services Occasional Paper nº 6, 2002.





# PREVIDÊNCIA COM DATA ALVO (PDA): UMA PROPOSTA DE ACUMULAÇÃO PARA A APOSENTADORIA



Fabio Giambiagi  
Fábio Henrique de Sousa Coelho



CFA Society  
Brazil





# **Previdência com Data Alvo (PDA): Uma proposta de acumulação para a aposentadoria**

**Fabio Giambiagi**

**Fábio Henrique de Sousa Coelho**



**CFA Society  
Brazil**

São Paulo - SP, Brasil, 2020

Este documento foi patrocinado pela CFA Society Brazil, sendo publicado no interesse do intercâmbio de ideias.

O relatório é fornecido “tal como está”, sem quaisquer declarações ou garantias de qualquer tipo, expressas ou implícitas, incluindo, mas não se limitando, as garantias implícitas de comercialização, a adequação a um propósito específico e a não violação de direitos de terceiros.

Este documento e as suas conclusões e recomendações são de natureza geral e não específica para o leitor, logo não constituem conselhos financeiros. O leitor assume total responsabilidade e risco pelo uso deste relatório.

A CFA Society Brazil (Patrocinadora) não é responsável por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, punitivos ou outros que surjam ou se relacionem de alguma forma com as informações contidas neste relatório. A Patrocinadora dispendeu esforço para garantir que as informações divulgadas neste documento estivessem corretas, mas não garante ou assume qualquer responsabilidade legal pela exatidão, integridade, interpretação ou utilidade das informações que possam resultar do uso deste documento.

A Patrocinadora pode usar este documento como base para emitir recomendações e assumir posições públicas com relação aos assuntos discutidos aqui, mas este documento, suas conclusões e recomendações não representam necessariamente as recomendações, conclusões ou posições públicas da Patrocinadora.

Também, as opiniões emitidas neste artigo são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo a opinião das instituições para as quais trabalham. Assim como eventuais erros remanescentes são de exclusiva responsabilidade dos autores.

As conclusões e recomendações expressas neste documento são opiniões atuais na data do documento e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio.

Nenhuma parte deste documento pode ser reproduzida de forma alguma, no todo ou em parte, sem a prévia autorização por escrito da Patrocinadora.

Crédito capa: Freepik

São Paulo - SP, Brasil, Novembro de 2020

## Biografias

### **Fábio Coelho**

Foi presidente da Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc, Autarquia responsável pela regulação de fundos de pensão no Ministério da Economia. Servidor de carreira do Banco Central do Brasil (BCB) licenciado, Coelho é engenheiro civil (UnB) e mestre em Finanças pelo Instituto Coppead/UFRJ, mestre em Economia do Setor Público (UnB) e Doutor em Economia (UCB). É professor em cursos executivos e de pós-graduação na Fundação Getúlio Vargas (FGV) e na Confederação Nacional de Instituições Financeiras (CNF) para temas relacionados a Governança Corporativa e Gestão de Investimentos.

### **Fabio Giambiagi**

Economista, com graduação e mestrado na UFRJ. Ex-professor da UFRJ e da PUC/RJ. Funcionário concursado do BNDES desde 1984. Ex-membro do staff do Banco Inter-Americano de Desenvolvimento (BID) em Washington; ex-assessor do Ministro de Planejamento; ex-Coordenador do Grupo de Acompanhamento Conjuntural do IPEA; ex Chefe do Departamento de Risco de Mercado e do Departamento de Pesquisa Econômica (DEPEC) do BNDES e ex Superintendente de Planejamento do BNDES. Atualmente, desempenha-se como Economista Chefe do BNDES. Autor ou organizador de mais de 30 livros sobre a economia brasileira. Escreveu diversos artigos em revistas acadêmicas, com ênfase em temas de política fiscal e previdência social. É colunista mensal dos jornais Estado de São Paulo e O Globo.



# SUMÁRIO

<b>Resumo expandido.....</b>	<b>13</b>
<b>1. Introdução .....</b>	<b>15</b>
<b>2. A proposta Amaral-Giambiagi.....</b>	<b>16</b>
<b>4. Uma abordagem filosófica .....</b>	<b>20</b>
<b>5. Previdência com Data Alvo (PDA) .....</b>	<b>21</b>
<b>6. Uma nova proposta de acumulação para a aposentadoria .....</b>	<b>23</b>
6.1 A fase de acumulação .....	25
6.2 A renda decorrente do capital acumulado .....	27
6.3 A acumulação por meio de títulos públicos com vencimentos na aposentadoria .....	29
6.4 A conversão do capital em renda complementar .....	31
<b>7. Síntese e conclusões .....</b>	<b>33</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>35</b>



**Previdência com Data Alvo (PDA):  
Uma proposta de acumulação para a aposentadoria**

**Fabio Giambiagi**

**Fábio Henrique de Sousa Coelho**

Os autores agradecem os comentários e sugestões de Arlete Nese, Lucio Rodrigues Capelletto, Paulo Valle, Márcia Romera e Maurício Leister, cujos comentários ajudaram a melhorar a versão final do trabalho, esclarecendo que eles ficam isentos por quaisquer erros eventualmente remanescentes.

Este documento é de exclusiva responsabilidade dos autores e não reflete necessariamente a opinião das respectivas instituições nas quais eles desenvolvem sua atuação profissional.



## Resumo expandido

Este artigo propõe a estruturação da “Previdência com Data Alvo”, com a criação de uma plataforma organizada em bases similares ao “Tesouro Direto”. A ideia é que qualquer indivíduo poderia aplicar seus recursos, credenciando-se com isso a futuramente adquirir, no mercado privado, uma renda mensal estável durante prazo certo ou no seu tempo restante de vida. A gestão de recursos com o propósito de proteção da renda para o período de aposentadoria é um mercado sofisticado em diversas jurisdições, incluindo o Brasil, sendo que as estruturas de administração dos portfólios tentam se adequar as características médias dos clientes ou participantes. Um dos mecanismos existentes para minimizar os efeitos das diferenças nos objetivos de grupos é a estrutura de produtos com data alvo. A ideia é que pessoas com expectativa de aposentadoria em datas próximas sejam agrupadas, permitindo que a alocação das carteiras possa contemplar objetivos mais alinhados às necessidades de um público mais homogêneo. Na presente proposta, as aplicações dos indivíduos renderiam uma taxa de juros real positiva na fase de acumulação por meio da aquisição de uma nova modalidade de título público federal, com vencimento no ano de aposentadoria de cada pessoa (65 anos de idade para homens e 62 para mulheres). Alcançado esse marco, os recursos capitalizados seriam objeto de portabilidade. A transformação de recursos acumulados em renda seria feita a partir de taxas de conversão a serem divulgadas por instituições privadas e disponibilizadas no próprio site do Tesouro Nacional (ou outro órgão público). Assim, cada participante poderia escolher a instituição de preferência a partir de seus preços de conversão praticados, para obtenção de renda por prazo determinado ou vitalícia, a partir de parâmetros pré-definidos. Assim, no momento de aposentadoria, o indivíduo poderia comparar o valor da renda mensal praticada por diferentes provedores.

**Palavras-chave:** Previdência, Seguradoras, Fundos de Pensão, Aposentadoria, ALM, Tesouro Direto, Data Alvo, Anuidades.

## Abstract

This article proposes the introduction of a “Target-Date Pension System” in Brazil, with the creation of a platform similar to the “Tesouro Direto” one. The idea is that anyone could invest their resources, thereby accrediting themselves to acquire an annuity in the private sector. The pension industry is a sophisticated market in several jurisdictions, including Brazil. Different operational structures of portfolios try to adapt to common characteristics of clients in order to harmonize the investment process. One of the existing mechanisms to minimize the effects of differences in individual goals is the introduction of a target-date structure. The idea is that people with similar years until retirement are grouped, allowing the allocation of portfolios to contemplate goals more aligned with the needs of a more homogeneous group. In this proposal, the accumulation phase would be made by the acquisition of a new type of public bond, with maturity in the retirement year (65 years for men and 62 for women). At retirement age, the accumulated resources would be subject to portability and converted into income, based on conversion rates to be disclosed by private institutions and published on the National Treasury website (or other public institution), transforming the capital into a value for a certain period or an annuity based on specific and comparable parameters. Thus, everyone could compare the value of the monthly income offered by different providers.

**Keywords:** Pensions, Pension Funds, Insurance Companies, Retirement, Tesouro Direto, Target-Date, Annuities.

## 1. Introdução

O ano de 2019 trouxe duas enormes mudanças ao panorama da economia brasileira. Em primeiro lugar, o intenso debate em torno da reforma da Previdência Social (finalmente aprovada no final daquele ano, após longas deliberações) colocou o tema previdenciário no centro da discussão pública, levando a que um número cada vez maior de indivíduos se fizesse a seguinte questão: “com que meios vou contar em termos financeiros quando eu deixar de trabalhar?”. Em segundo, a extraordinária queda das taxas de juros reais – não só as de curto prazo, mas também as longas – provocou um impacto de proporções sísmicas no *modus operandi* dos fundos de pensão, tendo ficado claro que aquele mundo das taxas de desconto dos fluxos futuros a 6 % a.a. pertencia ao passado.<sup>1</sup>

Isso suscitou duas mudanças comportamentais importantes nos agentes econômicos, que durante uma fase da vida poupam parcela dos seus recursos para usufruir deles numa etapa posterior. Por um lado, aumentou o grau de consciência acerca da necessidade de poupar. Por outro, reduziu a demanda por rentabilidade, no sentido de que com a atual ETTJ (estrutura a termo da taxa de juros) ficou claro que um retorno moderado, que no passado seria visto como insatisfatório, torna-se razoável em um país que – espera-se – se assemelhe mais de agora em diante a economias avançadas, no sentido de conviver com o binômio de taxas de inflação e também de juros reais relativamente baixas, comparativamente ao padrão histórico do país observado no passado.

Este artigo se insere nesse contexto e se destina a apresentar um desdobramento – uma versão alternativa – da ideia da criação de uma “Previdência Direta”, conforme apresentada por Felipe Vilhena Amaral e Fabio Giambiagi em texto recente de 2019.<sup>2</sup>

O texto se divide em sete seções, incluindo esta breve introdução. A segunda seção sintetiza a proposta de Amaral e Giambiagi. A terceira sintetiza as questões em debate e o papel do Tesouro Nacional. A quarta seção introduz um debate conceitual sobre previdência e hábitos de poupança. A quinta e a sexta seção apresentam a proposta de “Previdência com Data Alvo”, em moldes que têm paralelo com a prática já estabelecida da venda de títulos públicos através do instrumento do “Tesouro Direto”. O texto traz exemplos de um conjunto de simulações para diferentes possibilidades de cálculo, baseadas na mesma concepção original. A seção final sintetiza os principais pontos e apresenta as conclusões do artigo.

1- A média anual das taxas reais de 30 anos no mercado (NTN-Bs) em 2018 foi de 5,6 %. Na média de 2019, elas caíram para 4,1 %, sendo que em dezembro de 2019 estavam em 3,7 %. Foi a maior queda em 15 anos observada nesse indicador, antes das oscilações observadas em 2020, no contexto da vigência da pandemia do coronavírus.  
2- Amaral e Giambiagi (2019). A proposta de Amaral e Giambiagi, por sua vez, se beneficiou de reflexões como a de Muraldhar (2019).

## 2. A proposta Amaral-Giambiagi <sup>3</sup>

No texto anteriormente citado, Amaral e Giambiagi propõem a criação de uma plataforma, por parte da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), que crie as condições para uma adaptação da sistemática do Tesouro Direto, de modo a que seja criada a “Previdência Direta”. Esta seria um mecanismo mediante o qual o indivíduo pudesse poupar durante um período de tempo, após o qual o resultado dessa capitalização seria vertido para a criação de uma renda vitalícia.

Nas palavras dos autores, a filosofia central da proposta é que “os trabalhadores deveriam poder acessar diretamente seus investimentos, evitando os problemas de altos custos e [de] gestão existentes no mercado de previdência complementar”. <sup>4</sup>

Em geral, nos arranjos existentes de previdência complementar, quando o indivíduo solicita a transformação de uma renda por um tempo determinado relativamente longo para uma renda vitalícia, costuma haver uma certa perda da renda mensal auferida, de uma comparação para a outra. Na modalidade sugerida pelos autores no texto em questão, porém, observa-se algo curioso: a possibilidade de transformar a renda por tempo determinado numa renda vitalícia de um valor maior. Os autores explicam isso com as seguintes palavras:

*“Uma leitura atenta dos valores da tabela mostra algo notável ao se comparar as rendas certas individualizadas com a renda vitalícia: é possível ganhar mais, correndo menos riscos! Para pessoas que não desejam assumir o alto risco de consumir todos os seus recursos da aposentadoria antes da sua morte, por exemplo, limitando essa possibilidade a um número não maior que 5 % de chance, os ganhos associados com a renda vitalícia podem ser de 28 % a 36 % maiores do que os associados à renda por prazo determinado. A explicação para o aparente paradoxo resulta da concepção adotada, conforme a qual a formação de reserva se dá para a sustentação da própria pessoa depois de uma certa idade. Ao ficarem para o sistema as reservas acumuladas por aqueles que vierem a falecer anteriormente, cria-se a possibilidade, em termos financeiros, de distribuir esses recursos entre os participantes do arranjo”* (Amaral e Giambiagi, 2019, p.20).

**3-** Pode parecer estranho fazer o contraponto entre o presente texto e o citado, considerando que um dos autores é o mesmo. Entretanto, isso é perfeitamente natural no processo de evolução das ideias. Uma proposta, submetida ao crivo do debate, acaba ensejando novas reflexões dos próprios autores da proposta, que tempos depois, com o amadurecimento do tema, podem levar a desdobramentos diferenciados em relação a uma ideia original. Numa outra dimensão, o Plano Real surgiu disso, de certa forma, uma vez que a Unidade Real de Valor (URV) correspondeu a uma versão modificada da “proposta Larida” de moeda indexada, feita num paper acadêmico quase 10 anos antes do Plano Real por dois dos “pais” deste (André Lara Resende e Pérsio Arida).

**4-**Amaral e Giambiagi (2019), p. 44.

Esse resultado deriva da definição dos autores de que, em contraste com outros mecanismos previdenciários existentes hoje no mercado, que contêm a figura do herdeiro beneficiário em caso de falecimento, na Previdência Direta proposta por eles, todo o saldo remanescente não utilizado até o óbito por um indivíduo iria para o sistema. Ele comporia assim a reserva com a qual este sistema poderia se permitir arcar com o compromisso de aposentadorias vitalícias relativamente generosas. A contrapartida desta generosidade seria que não existiria a figura da pensão associada ao benefício original, o que significa que, no caso de cônjuges, cada um deles deveria ter alguma forma de contribuição própria.

Resumidamente, as principais características da proposta dos autores são descritas a seguir:

- i) exclusividade do benefício. Conforme salientado acima, não haveria a concessão de pensão por morte ou invalidez, nem resgate de herança diante do falecimento do indivíduo, sendo a apropriação desses recursos pelo sistema a contrapartida do chamado “risco de sobrevivência” arcado pelo mesmo;
- ii) aplicação dos recursos a taxas de mercado. Utilização dos recursos aportados no plano para compra de NTN-Série B a taxas de mercado;
- iii) ausência de custos ou taxas de administração. Os custos da gestão dos recursos correriam por conta do Governo Federal;
- iv) caráter vitalício da renda. Manutenção do benefício da previdência complementar, a partir de certa idade (65 anos), no decorrer do restante da vida da pessoa, mediante pagamentos feitos com periodicidade mensal;
- v) equilíbrio atuarial. Elaboração dos mecanismos de cálculo de modo a preservar o equilíbrio atuarial do conjunto do novo sistema;
- vi) benefícios tributários. Possibilidade de dedução das contribuições da base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Física, até o limite de 12%, analogamente ao que é permitido hoje no caso, por exemplo, dos planos de tipo PGBL;

vii) formação de poupança de longo prazo. Haveria uma perda de 30 % sobre os recursos movimentados antes dos 65 anos de idade, como forma de direcionar os recursos para a formação de uma poupança efetiva de longo prazo e inibir, dessa forma, a prática de movimentos especulativos;

viii) portabilidade. Possibilidade, a pedido do interessado, de migração para qualquer plano previdenciário, quando a pessoa tiver cumprido a idade de 65 anos;

ix) garantia do Governo Federal. Obrigação solidária de pagamento por parte do Governo Federal em relação ao pagamento do benefício de aposentadoria; e

x) oferta de serviços informatizados. Provisão ao usuário de uma série de serviços relacionados com a geração de saldos e extratos, evolução do patrimônio aplicado, etc.

No trabalho, os autores mostram que, de acordo com as hipóteses assumidas, uma aplicação feita com as características da proposta seria mais vantajosa que outras alternativas financeiras de aplicação de recursos – outros planos previdenciários, fundos de pensão, poupança, aplicação em imóveis, etc. – existentes no mercado.

### **3. As questões em debate e o papel do Tesouro Nacional**

Um dos grandes problemas existentes no mercado de previdência é a assimetria de informação: a instituição que recebe as contribuições dos participantes conhece profundamente o seu negócio e lida com um cliente que, de modo geral, conhece muito pouco do mesmo. Paralelamente, quem aplica seus recursos, seja regularmente ou mediante depósitos extraordinários, o faz movido pelo sentimento de precaução diante da perspectiva do envelhecimento, mas sem ter ideia de que renda receberia quando chegasse à idade crítica para a passagem para a inatividade.

A proposta antes explicada visava tentar atacar esses problemas. No entanto, há questões e aperfeiçoamentos que podem merecer atenção e são a razão de ser do presente texto, que é uma formulação alternativa com algumas mudanças operacionais.

A primeira questão, como reconhecido pelos próprios autores, está relacionada às críticas sobre a exclusividade do benefício, por conta da ausência da figura do herdeiro da reserva acumulada em caso de falecimento do titular. Embora esse tenha sido um dos motivos centrais pelo qual o modelo apresentado tenha permitido ganho financeiro vis a

vis outras alternativas de previdência complementar, é natural que esse ponto gere, potencialmente, reações negativas, associadas especialmente com as condições financeiras do cônjuge, após o falecimento do titular do benefício.

Outro ponto de aperfeiçoamento diz respeito ao papel da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Considerando se tratar de uma política pública que conta, inclusive, com incentivo tributário para acumulação de poupança de longo prazo, é importante que haja um provedor de serviços na gestão da plataforma de negociação. Considerando, por sua vez, o trabalho desenvolvido para criação e operacionalização do Tesouro Direto, seria natural imaginar que haveria um custo marginal para estruturar o mercado de compra e venda de novo títulos com foco em previdência, que descrevemos nas seções seguintes. No entanto, há bastante espaço para que esse serviço proposto possa ser realizado por outra instituição pública, como por exemplo aquelas vinculadas às áreas previdenciárias.

Ainda nesse contexto, na proposta antes explicada, ao operacionalizar a fase de acumulação e a fase de pagamento de benefícios, a STN (ou outro gestor público) assumiria riscos que fogem de sua expertise e que envolvem dificuldades operacionais para a implementação do arcabouço. Quando se incorporam riscos de natureza atuarial, que dependem de certas premissas biométricas, há comumente críticas que se relacionam às limitações dos modelos de repartição. Esses modelos assumem a existência de certo mutualismo, que se traduz, de maneira didática, na dependência da longevidade das pessoas para garantir o benefício aos participantes. Há, portanto, expectativa de que as pessoas que morrem em idades mais avançadas receberiam transferência de recursos daqueles que morrem antes. Apesar dos riscos inerentes, é um *framework* muito comum em plano de benefícios mais antigos dos fundos de pensão.

No entanto, pode-se arguir que os mesmos problemas associados à incerteza do aumento de longevidade na sociedade não deveriam ser atribuídos a uma instituição que não tem histórico na avaliação desses fenômenos, como o Tesouro Nacional. Essa análise, por sua vez, está no cerne das atividades de seguradoras e instituições financeiras.

Portanto, pode ser importante que exista uma separação entre a atuação de uma instituição que organizasse a fase de acumulação de recursos e outra(s) que faria(m) o pagamento de benefícios, oferecendo nesse caso a possibilidade uma renda vitalícia ou por prazo determinado. Nesse sentido, trazer para a STN a responsabilidade de manutenção de renda vitalícia fora da dinâmica da gestão da dívida pública traria uma dificuldade adicional para a instituição na operacionalização desse novo formato de produto para a previdência.

Na proposta que ora apresentamos, há uma clara distinção sobre as instituições que atuariam em cada fase (acumulação e recebimento de recursos), o que poderia inclusive estimular o desenvolvimento do mercado de anuidades no Brasil a partir do aumento da demanda por conversão de recursos em renda. A comparação entre a nova proposta e a original aqui comentada é apresentada no **Quadro 1**.

Características	Amaral & Giambiagi	Novo Modelo
STN atua na fase de acumulação de Recursos	✓	✓
STN atua na fase de pagamento dos benefícios	✓	✗
Morte e Invalidez	✓	✗
Aplicação a taxas de Mercado	✓	✓
Ausência de custos ou taxas de administração	✓	✗
Renda Vitalícia	✓	✓
Riscos Atuariais	✓	✗
Benefícios Tributários	✓	✓
Formação de Poupança de Longo Prazo	✓	✓
Portabilidade	✓	✓
Garantia do Governo Federal	✓	✓
Serviços Informatizados	✓	✓

Fonte: Elaboração própria.

## 4. Uma abordagem filosófica <sup>5</sup>

A imprevidência faz parte, de certa forma, da natureza do ser humano. No caso específico do esforço de poupança associado à formação de certo estoque de recursos através da previdência complementar, isso se explica, também, por três razões.

A primeira delas é a idade em que esse esforço deveria, teórica e idealmente, começar: a juventude, ou seja, quando o indivíduo está saindo da adolescência. Ora, se já é difícil que adultos de 30 ou 40 anos se comportem com base numa racionalidade econômica de longo prazo, que dirá então quem acaba de deixar uma das etapas mais inconsequentes da vida, como é a adolescência.

A segunda razão pela qual é compreensível que não haja uma cultura que, desde cedo, procure poupar certa fração da renda com vistas à

<sup>5</sup>- Esta seção reproduz os argumentos de Giambiagi (2016).



aposentadoria, é o fato do benefício disso resultante ser previsto para muitos anos depois. Isso é especialmente válido no caso brasileiro, onde é natural que a incerteza faça que a chamada “taxa de preferência intertemporal” seja muito maior que em países estáveis. Um jovem suíço provavelmente não assistirá a grandes eventos no seu país. Já no Brasil, quem tem 50 anos hoje e nasceu em 1970, desde que começou a ter uso de razão já viu Governos militares e civis; os “anos dourados” da década de 1970; a recessão dos anos 1980; a hiperinflação; cinco planos fracassados de estabilização; a moratória da dívida externa; um congelamento dos ativos financeiros (Plano Collor); três ciclos recessivos relativamente longos (1981/1983, 1990/1992 e 2014/2016); dois choques do petróleo; a crise internacional de 2008; dois “*impeachments*” presidenciais; e agora, uma pandemia, provocando um desastre econômico de grandes proporções. Há certa lógica em que, sendo o futuro tão incerto, haja uma preferência maior pelo presente que em países mais estáveis. Quando se sabe que o valor presente de um valor real futuro, 40 anos depois, de 100 unidades, descontado a uma taxa real de 4 %, é de apenas 21 unidades, tem-se uma percepção clara do que isso significa.

A terceira razão que explica – mesmo que não justifique – certo descaso com a formação de poupança nos anos iniciais da vida adulta é que, nessa fase da vida, em geral, o ser humano de fato possui poucos recursos. Dado o baixo valor dos salários iniciais e todas as exigências de quem está começando a vida adulta, para se estabelecer em uma moradia diferente da dos pais, tendo que mobiliar o novo espaço e pensando em constituir uma poupança mínima para utilizar como contrapartida de um empréstimo para a aquisição de casa própria, de fato o que resta do salário no final do mês é bastante pouco – quando resta. Assim, não há muito com que aspirar à formação de uma previdência complementar em escala significativa.

Entretanto, como veremos, a questão do “*timing*” é fundamental para esse processo. É perfeitamente razoável que esse esforço inicial, pelas razões acima expostas, não se dê muito cedo, digamos, aos 15 ou aos 20 anos de idade, mas o indivíduo deveria, preferencialmente, tentar evitar postergar essa tarefa para depois dos 25 anos e, definitivamente, é de todo recomendável que evite iniciar o esforço depois dos 30. O ônus da postergação ficará claro com os exemplos numéricos que serão apresentados ao leitor nas próximas seções.

## 5. Previdência com Data Alvo (PDA)

A gestão de recursos com o propósito de proteção da renda para o período de aposentadoria é um mercado sofisticado em diversas jurisdições, incluindo o Brasil. Esse serviço é oferecido por fundos de pensão, entidades de previdência aberta ou por seguradoras. O modelo de

negócio é semelhante entre eles, ainda que existam diferenças relevantes entre os produtos. Os recursos são geridos em busca de rentabilidade dos investimentos e/ou o atingimento de taxas atuariais mínimas que garantam o pagamento de benefícios contratados, no caso de produtos de renda certa. Os custos administrativos podem ser pagos através de uma fatia dos retornos auferidos, ou mesmo por meio de proporção de contribuições mensais de composição das reservas.

Nesse processo, os gestores de recursos buscam estruturas de gestão dos portfólios que tentam se adequar às características médias dos clientes ou participantes. Para facilitar esse processo, é recorrente a formação de subgrupos de pessoas em planos de benefícios ou estruturas de fundos de investimento. Desse modo, os produtos financeiros escolhidos pelos gestores buscam algum nível de homogeneização dos objetivos do fundo para a construção de alocação de ativos.

Uma das dificuldades encontradas nesse modelo tradicional é o fato de que os objetivos financeiros dos indivíduos são dependentes do horizonte temporal estimado até a data de aposentadoria, de modo que é razoável imaginar que o nível de risco e liquidez necessário para atingir esses objetivos deve variar ao longo do estágio de vida dos participantes. Nesse sentido, modelos de alocação que incorporam a ideia de ciclo de vida incorporam estratégias de alocação de ativos e de risco financeiro distintas, ora privilegiando a expectativas de retorno (e risco), ora privilegiando liquidez.

Um dos mecanismos existentes para minimizar os efeitos das diferenças nos objetivos de grupos, de modo a facilitar a organização da gestão financeira dos recursos acumulados, é a estrutura de produtos com data alvo. A ideia é que pessoas com expectativa de aposentadoria em datas próximas sejam agrupadas em grupos com afinidades entre si, permitindo que a alocação das carteiras possa contemplar objetivos mais alinhados às necessidades de um grupo mais homogêneo.

Buscando conciliar o conceito de alocação com data alvo, os chamados “fundos de títulos com data alvo” foram criados com a ideia de que títulos com vencimentos próximos à data estabelecida (aposentadoria) fossem privilegiados na construção das carteiras. Assim, questões operacionais seriam simplificadas, como a preocupação com reinvestimentos em vencimentos intermediários, ou em situações de pagamento de cupons.

Um texto publicado há aproximadamente uma década descreve os fundos com data alvo como sendo aqueles em que os ativos que compõem os portfólios são ajustados ao longo do ciclo de vida dos participantes, diminuindo a exposição de risco à medida que se aproxima da aposentadoria.<sup>6</sup> No contexto deste trabalho, para um portfólio composto

6- Basu, Byrne e Drew (2011). Ver também Branch e Qiu (2011), Donaldson et al. (2015) e Park (2009).

apenas de títulos, a própria dinâmica do distanciamento temporal entre o vencimento desses ativos faz ajuste semelhante no controle do risco. A aquisição de um título com vencimento de 20 anos, diante da incerteza de seu pagamento, apresentará, por essa métrica, um risco superior ao de um título de mesmas características, mas com vencimento em apenas 6 meses.

## **6. Uma nova proposta de acumulação para a aposentadoria**

Além de aspectos já trazidos na proposta de Amaral e Giambiagi, um dos pontos relevantes na aquisição de títulos por pessoas físicas com o objetivo de geração de renda para aposentadoria (ou outra acumulação de longo prazo de propósito específico) diz respeito a características que facilitem sua operacionalização mensal.

Os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional têm vencimentos em anos subsequentes para horizontes de curto prazo e depois, em perspectiva de longo prazo, com vencimentos em anos de final 5 ou final 0. Nesse caso, por exemplo, se uma pessoa que tenha previsão de aposentadoria prevista em 2047 buscasse títulos que protegessem seu capital contra a inflação, poderia buscar a aquisição de NTN-B principal com vencimento em 2045. No vencimento desse título, seu detentor poderia rentabilizar o valor recebido por meio de investimentos mais seguros por mais dois anos.

De posse de volume financeiro para cobertura de sua aposentadoria, propõe-se que se busque provedores de serviço privados que ofereçam o serviço de gestão de recursos para aquisição de renda mensal. Esse é um modelo que já funciona em vários países, mas que ainda não está bem desenvolvido no país.

Nesse sentido, uma pergunta importante no desenho desse framework seria: “quais os ajustes necessários para que títulos públicos fossem utilizados com o propósito de aposentadoria por parte de pessoas físicas?”.

Um objetivo desejável para que a proposta tenha características de política pública é que existam incentivos para que indivíduos busquem proteção de longo prazo, além de facilidade na negociação dos ativos. O interesse público surge na medida em que haveria ganhos sociais para que pessoas buscassem proteção financeira para o período pós aposentadoria.

Os produtos de previdência existentes hoje trazem o benefício do diferimento fiscal como um de seus principais incentivos, o que sugere que esta nova proposta também contasse com essa característica, evitando assimetrias indesejáveis que poderiam desequilibrar condições de livre concorrência.

A proposta que se apresenta é que o Governo estabeleça a “Previdência com Data Alvo”, com a criação de uma plataforma organizada em bases similares ao “Tesouro Direto”, mas com algumas diferenças operacionais em relação à proposta de Amaral e Giambiagi. Nela, qualquer indivíduo

poderia aplicar seus recursos, credenciando-se com isso a futuramente adquirir, no mercado privado, uma renda mensal estável durante prazo certo ou no seu tempo restante de vida.

Para isso, o mecanismo sugerido envolve as seguintes ideias chave:

- a) a separação bem marcada entre a fase de acumulação, a ser gerenciada pela STN (ou outro gestor público); e a fase de recebimento dos recursos, que ficaria a cargo de prestadores de serviço privados;
- b) aplicações mensais seriam feitas em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional com vencimento mais próximo ao ano previsto de aposentadoria (65 anos de idade para homens e 62 anos de idade para mulheres);
- c) na fase de acumulação, os usuários adquiririam um novo título do Tesouro Nacional, cujas características seriam semelhantes à NTN-B Principal, que tem características de não pagar cupom, acumulando o valor investidor para recebimento do principal na data de vencimento do título;
- d) aos 65 anos de idade para os homens (ou 62 anos para as mulheres), o valor acumulado estará disponível para aquisição de produtos de anuidade, ou de outro tipo, que gere conversão em renda por prazo certo ou vitalícia. Esta conversão seria feita por entidades privadas, cujos custos de conversão seriam disponibilizados na própria plataforma do Tesouro, para facilitar a escolha da contratação;
- e) o benefício resultante da acumulação poderia ser estendido ao cônjuge, a partir da contratação dessa cobertura no momento de conversão da renda, a partir de condições a serem disponibilizadas pelos prestadores de serviço privados.

As aplicações dos indivíduos renderiam uma taxa de juros real na fase de acumulação, até os 65 anos de idade para homens (62 anos para mulheres). Alcançado esse marco, os recursos capitalizados seriam objeto de portabilidade e levados a uma instituição financeira que opere a contratação de renda. O beneficiário transferiria nesse ato os recursos para a instituição escolhida e, em contrapartida, se credenciaria a receber contratualmente uma renda por prazo determinado ou vitalícia, indexada anualmente à inflação, exatamente como ocorre hoje com planos de tipo PGBL ou VGBL.

Essa transformação de recursos acumulados em renda seria feita a partir de taxas de conversão atuarial a serem divulgadas por instituições privadas e disponibilizadas no próprio site do Tesouro Nacional. A ideia seria criar

uma métrica semelhante ao que é realizado no cálculo do Custo Efetivo Total (CET) para permitir comparação entre operações de crédito em diferentes instituições financeiras.

Os custos operacionais de gestão de recursos durante a fase de aposentadoria – e de pagamento de pensão - seriam pagos pelos descontos gerados no momento da conversão ou repactuados anualmente. A instituição financeira, portanto, arcaria com o risco financeiro decorrente da possibilidade de fazer aplicações ruins e com o risco de longevidade, para o caso de produtos vitalícios. Em compensação, ela teria três vantagens, quais sejam:

- i) ficaria com as reservas remanescentes nos casos de reservas positivas remanescentes após o falecimento do titular e do cônjuge, no caso de produtos estritamente vitalícios e com mutualismo presente;
- ii) receberia o benefício da rentabilização positiva dos recursos, sempre que for superior a zero; e
- iii) auferiria o ganho financeiro decorrente do fato de que os valores nominais dos pagamentos recebidos pelo beneficiário só seriam alterados em intervalos discretos de 12 meses.<sup>7</sup>

É importante ainda destacar que a metodologia sugerida buscou manter a simplicidade operacional e não se propõe a canibalizar ou gerar competição com outros produtos financeiros com foco na aposentadoria. Pela natureza do modelo, e por seu caráter voluntário, ele se coloca como mais opção de proteção de renda e que também pode ser utilizado de modo complementar a outras abordagens. Assim, alocações individuais mais sofisticadas e que envolvam combinação com outros produtos disponíveis no mercado seriam possíveis, dentro de uma estratégia de diversificação sob a ótica de composições de diferentes níveis de risco e retorno esperados.

## 6.1 A fase de acumulação

Nesta seção, são apresentados alguns resultados para mostrar aspectos da aplicação da capitalização de recursos com fins de geração de renda de aposentadoria. Todos os cálculos são feitos em termos reais. Na prática, a sugestão é que pagamentos e recebimentos sejam indexados nominalmente em bases anuais, como ocorre na maioria dos casos análogos disponíveis nos planos existentes no mercado.

<sup>7</sup> Operacionalmente, ao receber a pessoa que é transferida do Tesouro Direto, a instituição entregaria ao Tesouro o estoque de recursos, podendo optar entre convertê-los numa aplicação própria em outros títulos do Tesouro ou, alternativamente, fazer outro investimento, com algum grau de risco. Assim, no balanço da instituição, este ativo entraria contabilizado inicialmente no mesmo valor do valor esperado do passivo e, ao longo do tempo, a instituição procuraria fazer que o ativo evolua em condições mais favoráveis que o seu passivo.

Imaginemos que, em um mundo sem inflação, nem juros, nem tributação, uma pessoa tenha a expectativa de receber um benefício como grupo familiar – ela ou seu cônjuge – de R\$ 1.000 por mês durante 20 anos a partir dos 65 anos. Se ela começar a contribuir aos 45 anos, quanto precisa contribuir por mês se a taxa de juros for nula? Nesse caso, a conta é trivial, pois sendo a taxa de juros nominal nula e o número de anos de recebimento igual ao de contribuição, obviamente o valor da contribuição também é de R\$ 1.000. Os números se modificam e os cálculos se tornam mais complexos na presença de uma taxa de juros positiva, que reduz a necessidade de contribuição e também em função de outros parâmetros de duração da fase contributiva.

A existência da inflação e da tributação afeta os resultados associados à taxa de juros. Tome-se o caso, para entender a questão, supondo uma taxa de juros real bruta nula, de uma inflação de 3 %, correspondente nesse caso a uma taxa nominal mensal de 0,246627 %, ou, arredondando, de 0,25 %. O detentor do título fará jus a uma remuneração nominal líquida de impostos, no primeiro mês, de 0,19 %, em função da tributação de 22,5 % nos primeiros seis meses.<sup>8</sup> Isso significa que, na prática, a taxa de juros real líquida de impostos é negativa.<sup>9</sup> No caso já citado em que a renda complementar desejada é de R\$ 1.000 e a aposentadoria complementar é usufruída a partir dos 65 anos, durante 20 anos, a Tabela 1 com os resultados contempla diferentes idades iniciais de contribuição e uma certa gama de taxas de juros reais brutas dos títulos públicos. Para múltiplos da renda desejada em relação ao exemplo de R\$ 1.000, basta multiplicar os resultados da tabela pelo mesmo múltiplo.

Nos resultados expostos nas Tabelas 1 a 3, utilizamos simuladores<sup>10</sup> previdenciários para obter as respostas associadas a cada uma das tabelas, contemplando as hipóteses de taxa de administração nula e de taxa anual de inflação de 3 %.<sup>11</sup> Em todos os casos, considerou-se o recebimento de uma renda mensal “travada” em termos reais de R\$ 1.000 a partir dos 65 anos, indexada à inflação uma vez por ano. Em todos os casos, os resultados são apresentados a preços do momento 0. Em outras palavras, a inflação afeta os resultados por determinar a incidência da tributação, mas não afeta a comparação intertemporal dos números.

8- A taxação cai para 15 % ao final de 24 meses.

9- Embora isto represente um ônus para o detentor do título, ele seria compensado vis a vis alternativas de aplicação que não pagam esse tributo, pelo fato da taxa de administração, em geral da ordem de 1 %, ser nula na modalidade que aqui está sendo proposta.

10- Simuladores do site Longevitá, com base em tabelas disponíveis em [www.longevitaprevidencia.com](http://www.longevitaprevidencia.com), que fornecem o instrumental necessário para fazer os cálculos apresentados.

11- A hipótese de inflação é importante porque ela, conjuntamente com o juro real, afetará o recolhimento de Imposto de Renda na Fonte da aplicação.

**Tabela 1** - Contribuição mensal para ter uma renda complementar de R\$ 1.000 a partir dos 65 anos, durante 20 anos, com capital inicial nulo e diferentes taxas de juros reais brutas (R\$)

Idade inicial de aplicação (anos)	Taxa de juros real (% a.a.)			
	0	1	2	3
15	445,97	361,21	288,90	228,32
20	490,25	405,54	332,11	269,40
25	545,64	460,97	386,44	321,57
30	616,90	532,29	456,65	389,61
35	711,96	627,42	550,68	481,46
40	845,12	760,67	682,84	611,42
45	1.044,96	960,61	881,72	808,13
50	1.378,14	1.293,96	1.214,07	1.138,34

Fonte: Elaboração própria, com base no site [www.longevitaprevidencia.com](http://www.longevitaprevidencia.com).

Observe-se, na Tabela 1, a situação em que um indivíduo começa a contribuir, realisticamente, aos 20 anos de idade, por exemplo.<sup>12</sup> Nesse caso, o requisito contributivo mensal é de R\$ 490 para uma taxa de juros real bruta nula e cai para R\$ 269 com uma rentabilidade real de 3 % a.a. durante 45 anos.

Considere-se agora a situação em que um certo indivíduo que comece a contribuir aos 40 anos de idade, com a mesma hipótese de rendimento real bruto de 3 % a.a.. Nesse caso, o requisito contributivo associado a uma aposentadoria complementar de R\$ 1.000 com aqueles parâmetros antes citados, é muito maior, de R\$ 611. Isso significa que uma aspiração a uma aposentadoria complementar de R\$ 10.000 implicará uma contribuição mensal de R\$ 6.114. Ou seja, com 3 % de taxa de juros, quem ganha R\$ 10.000 e quer conservar essa renda depois dos 65 anos, começando a contribuir aos 40 anos, teria que contribuir com mais R\$ 3.420 por mês (ou seja, R\$ 6.114 menos R\$ 2.694) durante os restantes 25 anos, em relação à alternativa de ter começado a contribuir aos 20 anos de idade.

## 6.2 A renda decorrente do capital acumulado

A Tabela 2 permite calcular o potencial de acumulação, sempre associado ao caso de taxa de administração nula e 3 % de inflação, após determinado número de anos, em função do valor das contribuições mensais e do rendimento bruto das aplicações. Com rendimento real bruto nulo, uma contribuição de R\$ 1.000 durante 20 anos gera um saldo de R\$ 229.675,

<sup>12</sup>- Na Tabela 1, as simulações calculam a contribuição mensal que gera um capital líquido de R\$ 240 mil aos 65 anos de idade

<sup>13</sup>- O fato do saldo ser inferior a R\$ 240 mil se deve à existência da tributação sobre o rendimento nominal.



240 meses depois.<sup>13</sup> Já com um rendimento real anual bruto de 3 %, uma contribuição regular de R\$ 1.000 feita durante 20 anos irá gerar um saldo de R\$ 296.983. Múltiplos da contribuição irão gerar múltiplos do mesmo valor vezes o resultado.

**Tabela 2** - Capital acumulado após certo número de meses, para contribuições mensais de R\$ 1.000, com diferentes taxas de juros reais brutas (R\$)

Anos	Meses	Taxas juros real (% a.a.)			
		0	1	2	3
15	180	174.148	185.477	197.683	210.833
20	240	229.675	249.842	272.194	296.983
25	300	283.982	315.513	351.472	392.526
30	360	337.097	382.518	435.821	498.487
35	420	389.045	450.884	525.566	616.002
40	480	439.853	520.639	621.050	746.330
45	540	489.546	591.810	722.643	890.870
50	600	538.147	664.427	830.734	1.051.170

Fonte: Elaboração própria, com base no site [www.longevitaprevidencia.com](http://www.longevitaprevidencia.com).

Com uma contribuição acumulada por mais tempo, o efeito da acumulação dos rendimentos é ainda mais potencializado. Uma contribuição mensal de R\$ 10.000 – que, obviamente, poucas pessoas no Brasil têm condições de conseguir - feita com rendimento real anual bruto de 3 % não durante 20 e sim durante 40 anos, gerará um total capitalizado de contribuições de R\$ 7,5 milhões. Ou seja, este total resultará de um valor de duas vezes o valor das contribuições de quem contribui 20 anos, mas que permitirá acumular um múltiplo de 2,5 vezes o que resultaria de uma acumulação durante 20 anos, devido à acumulação dos rendimentos.

Ou seja, devido ao efeito cumulativo dos juros compostos, com 3 % de taxa de juros real anual bruta, esperar por exemplo até os 45 anos para contribuir até os 65 anos de idade, ao invés de começar a poupar aos 25, custa – em termos do que se deixa de ganhar - mais do que metade do valor que pode ser acumulado se a decisão for de contribuir entre os 25 e os 65 anos.

Um raciocínio alternativo é calcular a renda mensal complementar a partir de uma determinada idade, durante certo número de anos, para contribuições mensais de um valor definido e diferentes taxas de juros. O exemplo da Tabela 3 traz as hipóteses de aposentadoria aos 65 anos, com retiradas mensais durante 20 anos e contribuições mensais de R\$ 1.000. Contribuições diferentes irão também aqui gerar resultados que sejam um

<sup>14</sup>-Na Tabela 3, divide-se o capital de anos de acumulação da Tabela 2 por 240 meses. Assim, o capital acumulado em 50 anos de acumulação com taxa real 0 implica que quem começa a contribuir aos 15 anos acumula R\$ 538.147, que gera o valor de R\$ 2.242 da Tabela 3.



múltiplo das células da tabela. Por exemplo, uma contribuição mensal de R\$ 2.000 gerará uma renda complementar, na tabela, que será o dobro da que resulta de uma contribuição de R\$ 1.000.<sup>14</sup>

Com uma taxa de juros real anual bruta de 3 %, quem começa a contribuir com R\$ 1.000 por mês aos 20 anos durante 45 anos e a partir dos 65 anos faz saques mensais durante 20 anos, fará jus a uma aposentadoria complementar de R\$ 3.712.

Observe-se o caso, porém, de quem começa a contribuir mais tarde, aos 40 anos e contribui com R\$ 1.000 até os 65 anos, para fazer saques até os 85 anos. Nesses casos, com R\$ 1.000 de contribuição mensal, com 3 % de juros anuais reais, a renda complementar cairá para R\$ 1.636. Em outras palavras, a estratégia de wait and see pode sair caríssima!

**Tabela 3** - Renda mensal complementar a partir dos 65 anos, durante 20 anos, para contribuições mensais de R\$ 1.000 na vida ativa, com capital inicial nulo e diferentes taxas de juros reais brutas (R\$)

Idade inicial de aplicação (anos)	Taxa de juros real (% a.a.)			
	0	1	2	3
15	2.242,28	2.768,45	3.461,39	4.379,87
20	2.039,77	2.465,88	3.011,01	3.711,96
25	1.832,72	2.169,33	2.587,71	3.109,71
30	1.621,02	1.878,68	2.189,86	2.566,67
35	1.404,57	1.593,83	1.815,92	2.077,03
40	1.183,26	1.314,64	1.464,47	1.635,52
45	956,98	1.041,01	1.134,14	1.237,43
50	725,62	772,82	823,68	878,47

Fonte: Elaboração própria, com base no site [www.longevitaprevidencia.com](http://www.longevitaprevidencia.com).

### 6.3 A acumulação por meio de títulos públicos com vencimentos na aposentadoria

Com essa noção intuitiva de capitalização de recursos que estamos discutindo neste texto, a ideia é que o capital acumulado ao longo do tempo possa ser transformado automaticamente em saques mensais programados. Essa acumulação se daria por meio da aquisição de títulos públicos, com a estruturação de um novo título protegido contra a inflação e emitido pela STN.

Nesse sentido, os indivíduos teriam acesso a uma plataforma nos mesmos moldes do Tesouro Direto, onde poderiam consultar o saldo e as cotações de compra de venda desses títulos. Um ponto importante nesta proposta diz respeito à necessidade de simplificação do processo de investimento, de modo que sejam removidas questões operacionais relacionadas a vencimentos intermediários, além de pagamentos de cupons, que exigiriam mecanismos de reinvestimento dos recursos de maneira periódica.

A proposta do desenho de um novo título específico, com vencimentos previstos em bases anuais e com pagamento do principal somente em seu vencimento, poderia criar a demanda com fins de aposentadoria. A ideia é que as pessoas buscariam o título com vencimento no ano em que completariam 65 anos de idade (ou 62 para mulheres) e fariam aquisições mensais desse produto ao longo de toda a fase de acumulação.

Haveria um forte apelo de política pública em busca do incentivo à poupança de longo de prazo, o que justificaria a aplicação de taxas operacionais mínimas ou reduzidas a serem praticadas pelo Tesouro Nacional, somente para cobertura de custos no gerenciamento do serviço.

Considere-se uma pessoa do sexo masculino nascida em 1995. Ela teria à sua disposição na plataforma do Tesouro Nacional o título com vencimento em 2060, ano em que completaria 65 anos de idade. Supondo que ela inicie sua contribuição a partir de 2020, aos 25 anos de idade, teria a possibilidade de fazer aportes mensais por 40 anos. Em cada mês, ela faria a compra de múltiplos (ou fração) desse título na plataforma a ser disponibilizada.

A plataforma divulgará a taxa de juros real bruta de remuneração do título até sua data de vencimento e o preço de compra/venda do produto. O participante terá acesso ao seu saldo financeiro naquele momento e a um simulador disponibilizado para se fazer projeções de acumulação apresentadas nas seções anteriores. Para o simulador, o que estamos propondo é a divulgação da taxa de juros bruta utilizada nas simulações e, com base nela e no número de anos ao longo do qual em média se espera que os saques sejam realizados, o sistema automaticamente informaria o valor mensal necessário estimado.<sup>15</sup>

Por exemplo, se o indivíduo aspirasse a ter uma renda complementar mensal de R\$ 10.000 a partir de sua aposentadoria, durante 20 anos, isso significa uma necessidade de acumulação até seus 65 anos de idade do montante de 240 vezes isso, ou seja, R\$ 2,4 milhões. A partir da Tabela 2, observa-se que, com uma taxa de rendimento real bruto anual de 3 %, durante 40 anos na base de aportes mensais de R\$ 1.000, a acumulação seria de um montante de R\$ 746.330. Isso significa que aquela renda complementar desejada implicaria um múltiplo de  $2.400.000/746.330 = 3,2157$  aquela contribuição utilizada na tabela, ou seja, iria requerer a disciplina de fazer depósitos mensais de cerca de R\$ 3.216 durante 40 anos para poder aspirar àquela renda desejada de R\$ 10.000 durante 20 anos, a partir dos 65 anos. É, naturalmente, o mesmo valor que resulta de multiplicar por 10 o resultado da contribuição requerida de quem começa a contribuir com R\$ 1.000 por mês aos 25 anos, na Tabela 1.

<sup>15</sup>-A simulação implica assumir uma hipótese para a inflação, pela sua influência na arrecadação do Imposto de Renda na Fonte.

## 6.4 A conversão do capital em renda complementar

Conforme mencionado nas primeiras seções, a proposta de atuação do Governo se daria somente na fase de acumulação de recursos, como forma de facilitar sua operacionalização e também de evitar que eventuais riscos atuariais sejam incorporados, o que exigiria que houvesse um mecanismo de transferência de valores para o setor privado por meio da contratação de produtos de previdência e/ou seguros.

A mesma lógica adotada até aqui permite calcular o capital requerido para poder aspirar a uma determinada renda complementar durante certo número de anos, dadas as premissas adotadas na proposta, de que a partir do momento em que a pessoa se aposentaria, ela “travaria” o valor real da renda vitalícia. O que se propõe aqui é que haja um mecanismo de comparação de preços, para facilitar a escolha de provedor de serviços seria utilizado.

Nessa situação, eventuais encargos e taxas aplicadas por cada instituição a partir da conversão do capital em renda seriam padronizados, de modo que pouco importaria a natureza das cobranças administrativas e cada usuário poderia ter automaticamente acesso à visualização dos resultados mais importantes para ele.

O Tesouro, na fase de acumulação, disponibilizaria dois simuladores para os usuários, como mostrado no Quadro 2, tendo em ambos casos como dados i) a taxa de juros vigente no mercado entre o momento da consulta e a sua data de aniversário de 65 anos (ou 62 para as mulheres); e ii) o saldo no momento da consulta.

O primeiro simulador, dada a taxa de juros e o período remanescente até a pessoa fazer 65 (ou 62) anos, teria um campo de preenchimento da “renda desejada”, com base na qual o simulador calcularia o capital requerido e a contribuição mensal necessária entre esse momento e a aposentadoria. Este último resultado seria uma variante dos números da Tabela 1, para valores de renda desejada não necessariamente iguais a R\$ 1.000 e de um capital inicial não nulo.

Já o segundo simulador teria um campo de preenchimento para lançar uma hipótese de um determinado capital, em função do qual ele geraria o valor da renda para quem tivesse 65 anos. No caso do período ser fixo, a conta seria simplesmente o valor do capital dividido pelo número de meses do período e, no caso da renda ser vitalícia, o cálculo seria feito em bases atuariais.

Em ambos casos ficaria claro ao usuário que se trata de valores estimados, uma vez que implicam hipóteses acerca da evolução das taxas de juros que não necessariamente irão se verificar, mas forneceria uma ideia aproximada das suas necessidades de poupança, dados determinados objetivos e essas informações seriam atualizadas todos os meses.

**Quadro 2** - Informações disponíveis ao usuário

Variável	Valor
Taxa de juros real do ano (%)	X1
Saldo: R\$	X2
Simulador 1	
Renda desejada: R\$	X3 (preencher)
Capital requerido: R\$	X4 (f(X3))
Contribuição mensal necessária até 65 anos:R\$	X5(f(X2,X4))
Simulador 2	
Capital:R\$	X6 (preencher)
Renda gerada para quem tem 65 anos:R\$	X7 (f(X6))

Fonte: Elaboração própria.

Ao concluir a fase de acumulação, o detentor dos títulos decidiria o que fazer com os recursos. Para padronizar esse processo de escolha, propõe-se explicitar o número que corresponderia à conversão de R\$100.000 em renda por tempo determinado ou vitalícia, a partir de parâmetros pré-definidos. Assim, no momento de aposentadoria, o indivíduo poderia comparar o valor de renda mensal prevista por diferentes provedores (ver Quadro 3).

Como exemplo, se um indivíduo acumulou R\$950.000, sua renda contratada seria igual a 9,5 vezes o valor resultante do cálculo apurado.

**Quadro 3** - Renda complementar como resultado da conversão de R\$100.000 em recebimentos mensais, nas condições estabelecidas por cada provedor de serviços.

Provedores de Serviço	Renda complementar mensalem R\$		
	Renda por 20 anos	Renda por 25 anos	Renda vitalícia
Instituição A			
Instituição B			
Instituição C			
Instituição D			
Instituição E			
Instituição F			
...			

Fonte: Elaboração própria.

## 7. Síntese e conclusões

A proposta aqui feita é um desdobramento da versão apresentada em 2019 por Felipe Amaral Vilhena e Fabio Giambiagi. Aquela envolvia a possibilidade de que o poupador que aplicasse num mecanismo similar ao Tesouro Direto, adaptado porém a uma lógica previdenciária, para que tivesse uma renda vitalícia robustecida pelo fato de que o benefício seria intransferível, o que significa que a existência de um saldo individual remanescente dos indivíduos falecidos aumentaria a renda daqueles viessem a viver acima da expectativa média.

A reflexão suscitada pela proposta leva na presente formulação a duas modificações importantes. A primeira é a eliminação de restrições impostas à figura do cônjuge e a segunda é a limitação do papel do Tesouro Nacional à fase de acumulação de recursos, após a qual o detentor dos títulos no ambiente da plataforma eletrônica associada a esta modalidade previdenciária migraria com seu capital para uma instituição privada que transformaria os valores acumulados em renda mensal, por tempo determinado ou vitalícia, conforme decisão individual.

A plataforma eletrônica atuaria na fase de acumulação, permitindo a aquisição de títulos para serem adquiridos pelo interessado, além de funcionar como um lócus de informação. Na fase de acumulação, a plataforma viabilizaria a disponibilização de simuladores que permitissem ao público ter acesso aos resultados de uma série de cálculos tais como a contribuição requerida para poder aspirar a uma renda X; o valor da renda complementar resultante de um capital Y; etc. Ao concluir a fase de acumulação, o papel do Tesouro (ou outra instituição pública) seria permitir a comparabilidade entre as diferentes instituições, padronizando o valor da renda mensal que resultaria de certo capital, para as instituições A, B, C, etc.

O artigo propõe a estruturação da chamada “Previdência com Data Alvo” (PDA), com a criação de uma plataforma organizada em bases similares ao “Tesouro Direto”. A ideia subjacente é que qualquer pessoa poderia aplicar seus recursos no instrumento, credenciando-se com isso a adquirir futuramente, no mercado privado, uma renda mensal estável durante prazo certo ou, alternativamente, no seu tempo restante de vida (renda vitalícia). A gestão de recursos com o propósito de proteção da renda para o período de aposentadoria é um mercado sofisticado em diversas jurisdições, incluindo o Brasil, sendo que as estruturas de administração dos portfólios tentam se adequar as características médias dos clientes ou participantes.

Um dos mecanismos existentes para minimizar os efeitos das diferenças nos objetivos de grupos é a estrutura de produtos, como por exemplo títulos, que priorizassem vencimentos em datas específicas. A lógica é que pessoas com expectativa de aposentadoria em datas próximas sejam

agrupadas, permitindo assim que a alocação das carteiras possa contemplar objetivos mais alinhados às necessidades de um público mais homogêneo. Na presente proposta, as aplicações dos indivíduos renderiam uma taxa de juros real positiva na fase de acumulação, por meio da aquisição de uma nova modalidade de título público federal, com vencimento no ano de aposentadoria de cada pessoa (após a reforma previdenciária, de 65 anos de idade para homens e 62 para mulheres). Alcançado esse marco, os recursos capitalizados seriam objeto de portabilidade.

A transformação de recursos acumulados em renda seria feita a partir de taxas de conversão a serem divulgadas por instituições privadas e disponibilizadas no próprio site do Tesouro Nacional. Assim, cada participante poderia escolher a instituição de preferência a partir de seus preços de conversão praticados, transformando o capital acumulado em renda por um período determinado ou vitalícia, a partir de parâmetros pré-definidos. Assim, no momento de aposentadoria, o indivíduo poderia comparar o valor da renda mensal praticada por diferentes provedores.

Nos exemplos apresentados no artigo, um indivíduo que, no contexto de uma taxa real bruta anual de 2 % começasse a contribuir aos 25 anos de idade durante 40 anos com R\$ 1.000 por mês, faria jus aos 65 anos a uma aposentadoria estimada de R\$ 2.588. Valores desejados correspondentes a alvos superiores a esse seriam calculados como múltiplos de R\$ 1.000 através de uma regra de três simples.

O modelo gera incentivo à poupança de longo de prazo e se traduz em política pública, o que justificaria a aplicação de incentivos tributários e inexistência de taxas operacionais praticadas pelo Tesouro Nacional. Considerando que os produtos de previdência hoje existentes trazem o benefício do diferimento fiscal como um de seus principais incentivos, isso sugere que esta nova proposta também contasse com essa característica, evitando assimetrias indesejáveis.

Importante ainda destacar que a metodologia sugerida buscou manter a simplicidade operacional e não se propõe a canibalizar ou gerar competição com outros produtos financeiros com foco na aposentadoria. Pela natureza do modelo, e por seu caráter voluntário, ele se coloca como mais opção de proteção de renda e que também pode ser utilizado de modo complementar a outras abordagens. Assim, alocações individuais mais sofisticadas e que envolvam combinação com outros produtos disponíveis no mercado seriam possíveis, dentro de uma estratégia de diversificação sob a ótica de composições de diferentes níveis de risco e retorno esperados.

## Referências bibliográficas

Amaral, F. V. e Giambiagi, F. (2019); “**Previdência Direta: o Tesouro Direto para a previdência**”; Texto para Discussão BNDES número 138, maio.

Basu, A.; Byrne, A.; Drew, M. (2011); “**Dynamic lifecycle strategies for target date retirement funds**”. The Journal of Portfolio Management, v. 37, n. 2, p. 83-96.

Branch, B.; Qiu, L. (2011); “**Exploring the pros and cons of target date funds**”; Financial Services Review, v. 20, n. 2, p. 95.

Donaldson, S.; Kinniry, F., Maciulis, V., Patterson, A. J., & DiJoseph, M. A. (2015); “**Vanguard’s approach to target-date funds**”. Vanguard Research, Vanguard Group, Valley Forge, PA.

Giambiagi, F. (2016); “**Previdência complementar e mudança cultural**”; texto publicado por Empiricus, Nota técnica, série “Você Investidor”, maio (acesso restrito a assinantes).

Muralidhar, A. (2019); “**50 States of Gray – An Innovative Solution to the Defined Contribution Retirement Crisis**”; Investment Wealth Institute, 258 p.

Park, Y. (2009); “**Investment behavior of target-date fund users having other funds in 401 (k) plan accounts**”. EBRI Notes, v. 30, n. 12.







POLICY BRIEF

# PREVIDÊNCIA: UNIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS REGULADORAS (PREVIC E SUSEP)

Participantes do mercado e reguladores devem fomentar a maior concorrência, reduzir o custo de observância e ter uma fiscalização mais eficiente.

Com o aumento do volume sob administração dos planos de previdência, sejam abertos (regulados pela SUSEP), instituídos ou fechados (ambos regulados pela PREVIC) emerge a discussão sobre os potenciais benefícios de unificação das agências reguladoras, tanto em termos de custos de *compliance*, fiscalização e inovação de produtos.

## PANORAMA DO MERCADO

- O mercado de previdência atingiu aproximadamente R\$ 1,8 trilhão sob gestão, sendo R\$ 939 bilhões de previdência fechada<sup>1</sup> e R\$ 891 bilhões de previdência aberta.<sup>2</sup>
- As diretrizes de aplicação dos recursos de previdência fechada (Res. CMN 4.661) e de previdência aberta (Res. CMN 4.444) em diversos pontos não estão harmonizadas, podendo gerar arbitragem regulatória.
- Esta multiplicidade de normas faz com que gestoras de recursos necessitem ter produtos distintos para ofertar para o público aberto e fechado, embora ambos tenham um mesmo objetivo – aposentadoria futura.
- Gera também um sobrecusto nas estruturas de *compliance*, risco, gestão, etc., que potencialmente impactam a taxa de administração e, por consequência, a performance futura do fundo.
- As agências reguladoras têm estruturas duplicadas em virtude da falta de harmonização das normas, o que torna ineficiente a supervisão.
- A Lei nº 13.874/2019, também conhecida como Lei de Liberdade Econômica dispõe no seu art. 4º as garantias para a livre iniciativa, incluindo evitar o abuso do poder para impedir ou retardar adoção de novas tecnologias, aumentar o custo de transação, etc.
- Já seu Art. 5º prevê que a edição ou alteração de atos normativos devem levar em consideração a análise de impactos regulatórios.

1 - Fonte: Abrapp – Consolidado estatístico de junho/2019

2 - Fonte: Fenaprevi – data base: junho/2019

## LEITURAS ADICIONAIS

- [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm)
- <http://www.iopsweb.org/principlesguidelines/47663630.pdf>

## PONTO DE VISTA DA CFA SOCIETY BRAZIL

- A unificação das agências tende a aumentar a eficiência na supervisão dos entes regulados através da padronização de envio de informações, procedimentos e maior especialização dos times.
- Como benefício adicional, poderá ser iniciado o debate sobre a harmonização das normas – isto diminuirá o risco de arbitragem entre participantes de planos de previdência, gerando maior transparência ao mercado, facilitando também o acompanhamento pelos beneficiários dos planos e demais interessados.
- Além disto, há tendência de consolidação dos produtos, gerando ganho de escala na gestão e controle, que por sua vez tende a aproximar os mesmos da fronteira eficiente, gerando impacto positivo na rentabilidade de longo prazo.
- Tanto PREVIC como SUSEP possuem conhecimentos específicos e procedimentos que são complementares. A união das boas práticas ajudará no desenvolvimento do mercado de previdência e na alocação de ativos de longo prazo.
- Considerando esta complementariedade, é benéfico ao mercado que seja instituído um colegiado com regras e mandatos pré-definidos, tal qual existe na CVM, o qual poderá fixar a política geral dos planos de previdência, expedir atos normativos e exercer as atribuições legais.
- A unificação tende a fazer com que este novo órgão esteja mais alinhado com a Lei de Liberdade Econômica, em especial no que tange a análise de impactos regulatórios e redução de arbitragem entre normas.
- Nesse sentido, a CFA Society Brazil entende que os benefícios trazidos pela unificação das agências reguladoras devem ser observados tanto na redução dos custos de supervisão e controle, como também na maior eficiência na gestão dos ativos, reverberando positivamente para os beneficiários finais – os participantes dos planos de previdência.
- A unificação é também um primeiro passo para uma alteração mais ambiciosa, a adoção do modelo de *"twin peaks"* pelo qual se estabelecem apenas dois reguladores para o mercado financeiro: Um deles com foco na manutenção da estabilidade do sistema (regulador prudencial) enquanto o outro objetivando a proteção dos participantes (regulador de conduta).



POLICY BRIEF

# PREVIDÊNCIA ABERTA: EM BUSCA DE AÇÕES SIMPLES QUE AUMENTAM A EFICIÊNCIA.

As EAPCs (Entidades Abertas de Previdência Complementar) enfrentam obstáculos no seu dia a dia que podem ser facilmente sanados se a SUSEP adotar soluções já amplamente difundidas por outros órgãos fiscalizadores.

Esse Policy brief tem como objetivo explorar, não exaustivamente, alguns obstáculos e pontos de ineficiência com os quais as seguradoras se deparam ao contratar um fundo de investimento e/ou na gestão da reserva de passivo dos participantes. Diversos desses pontos já têm soluções implementadas por outros órgãos de fiscalização (ex. CVM e PREVIC) e que podem nortear a SUSEP.

## PANORAMA DO MERCADO

### Dificuldade 1: PL Médio

- Conforme ICVM 555 prevê que todos os fundos de investimento, incluindo fundos de previdência, devem atingir PL médio de R\$ 1 MM em 3 meses;
- Para a indústria de fundos de investimento, o Gestor de Carteiras pode utilizar *Seed Money* de até R\$ 10 MM nos primeiros 12 meses, no entanto, para fundos de previdência não há esta possibilidade já que as seguradoras podem aportar no fundo somente recursos de participantes;
- As seguradoras, em especial as independentes, enfrentam maior dificuldade para o lançamento de novos fundos que podem ajudar na evolução do mercado de previdência.

### Dificuldade 2: Incorporação de fundos de previdência

- Fundos com PL inferiores a BRL 5m estão sujeitos a um arrasto grande de performance, onde os custos fixos do fundo pesam de forma relevante na rentabilidade líquida da cota final dos participantes dos fundos;
- Conforme entendimento atual da SUSEP, só é possível fazer a incorporação de um fundo de previdência com a concordância da totalidade dos participantes do plano previdenciário;
- Em virtude deste entendimento há uma proliferação de fundos com PLs baixos e que não rentabilizam aos participantes da forma adequada em função dos diversos custos fixos.

### Dificuldade 3: Recebimento da remuneração da EAPC

- A ICVM 555 dispõe sobre todos os agentes que podem receber sua remuneração paga diretamente pelo Fundo de Investimento e as seguradoras não estão neste rol;
- Para que as mesmas recebam pela administração do passivo há uma ineficiência fiscal;
- Visando mitigar tal ineficiência fiscal diversas empresas utilizam outras do seu conglomerado financeiro para receber a remuneração diretamente pelo fundo (ex. gestão ou consultoria de investimentos).

### Dificuldade 4: Investimento no exterior de forma eficiente

- A CMN 4444 prevê que para investir em um fundo no exterior o FIE, necessariamente, deve fazer através de um fundo ICVM 555 IE gerando uma dupla camada de fundos e despesas adicionais.

## PONTO DE VISTA DA CFA SOCIETY BRAZIL

- Em prol do desenvolvimento dos novos produtos e maior sofisticação do mercado de previdência – que tem um perfil de longo prazo – a SUSEP deveria fomentar a criação de novos produtos;
- Uma forma simples de fomentar é permitir que o administrador de recursos e/ou a EAPC possa utilizar os recursos próprios como *seed Money* nos 12 primeiros meses do fundo, tal qual já permitido pela CVM;
- Esta possibilidade também alinha interesse dos participantes de planos previdenciários, gestores e seguradoras dado que os recursos dos mesmos também estão sujeitos aos riscos incorridos pelos fundos;
- Fundos com PL inferiores a BRL 5m estão sujeitos a um arrasto grande de performance, onde os custos fixos do fundo pesam de forma relevante na rentabilidade líquida da cota final dos participantes dos fundos;
- Não parece fazer sentido pedir a anuência por escrito da totalidade dos participantes, uma vez que se torna praticamente inexequível tal operação, bem como em muitos casos os participantes que "sobram" nos fundos são os mais prejudicados;
- A EAPC deveria ter no seu dever fiduciário a possibilidade de incorporar os fundos respeitados parâmetros mínimos de risco e retorno (teoria moderna de portfólios), reduzindo assim o custo de observância;
- Devem ser respeitadas condições de risco e retorno de fundos semelhantes (não idênticos);
- Permitir que a seguradora convoque uma assembleia, tal qual a fundos, para que os participantes dos planos previdenciários possam se manifestar em caso de discordância da incorporação;
- A EAPC que não faz a gestão de recursos dos FIEs de P/VGBL, mas sim terceiriza a gestão para Gestores de Recursos, deveria estar apta a cobrar a taxa de administração das reservas técnicas diretamente do FIE, sem a necessidade de criar estruturas de gestão e/ou consultoria de investimentos, que podem conter escopo de atividades maior que o requerido e trazer ineficiência fiscal em alguns casos, o que por sua vez pode onerar o participante final com custos de observância desses contratos e ineficiência fiscal;
- A necessidade do FIE acessar IE através de Fundos CVM 555 "Investimentos no Exterior" esbarra em um problema, a escala necessária para montar um novo fundo CVM, ou seja, pelo menos BRL 10m-20m nesse fundo para atender a alocação de 20% do FIE da EAPC, o que faz com que as EAPC a exemplo do que eram as EFPC antes da regulação 4661 estavam sujeitas;
- Carece de harmonização com a norma CMN 4661, que flexibilizou de forma material o investimento no exterior introduzindo fatores mitigantes de risco com objetivo que as EFPC possam efetivamente diversificar suas carteiras através de investimentos que são realizados por meio dos fundos domiciliados no exterior;
- A CMN 4661 está em linha com as proteções do domicílio regulatório contidos no Artigo 101 da CVM 555, bem como conta com requisitos específicos para as gestoras de recursos internacionais, *track record* dos fundos a serem investidos e limites de concentração.







**Board of Directors**  
2019-2021

**Felipe Nogueira, CFA**  
President

**Gustavo Herkenhoff Moreira, CFA, MSc**      **Flavio Papelbaum, CFA**  
*Vice President*                              *Treasurer*

**Márcia Sadzevicius, CFA**                      **Sonia Villalobos, CFA**  
*Secretary*                                      *Board Member*

**Luís Fernando Affonso, CFA**              **Ruth Walter, CFA**  
*Board Member*                              *Board Member*

**Lucas Correa, CFA**                              **Rafael Junqueira de Barros, CFA**  
*Board Member*                              *Board Member*

**Advocacy Committee**

**Flavio Papelbaum, CFA**  
*Chairman*

**Gustavo Rezende, CFA**

**Daniel Celano, CFA**

**Ivens Gasparotto, CFA**

**Ricardo Couto, CFA**

**Júlio Cardozo, CFA**

**Luís Fernando Affonso, CFA**



**CFA Society  
Brazil**

Disponível em: [www.cfasociety.org.br](http://www.cfasociety.org.br)



9 786599 089220