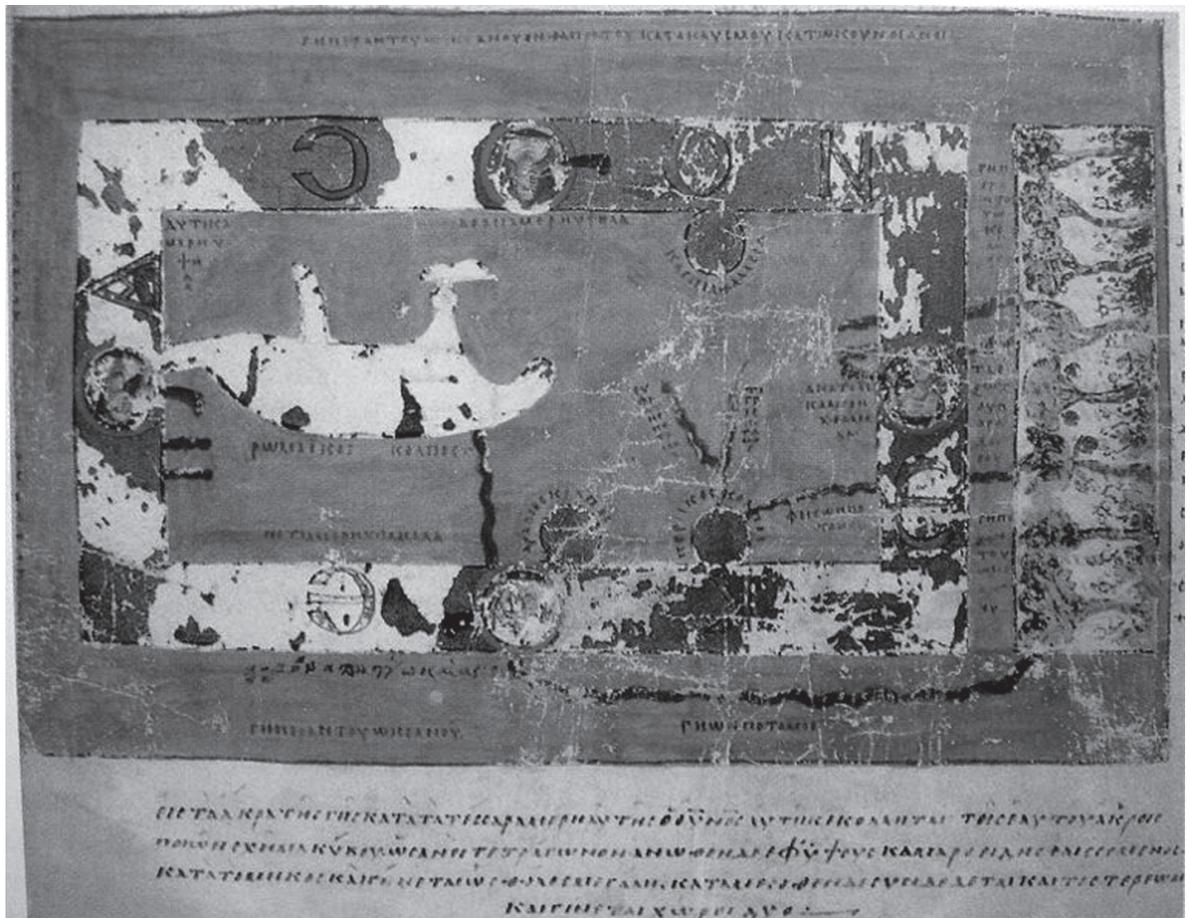


Mapa C6smico Inca.



À P A R T E

Stefania Becattini Vaccaro*

Os Fundos de Pensão no Contexto da Financeirização Capitalista

Resumo: Este trabalho discute criticamente a expansão da previdência privada fechada no Brasil. A premissa principal é de que se trata de um campo preferencial de influência da esfera financeira que caracteriza a fase atual do capitalismo. O objetivo é discutir a expansão do sistema de fundos de pensão em substituição à previdência pública não como fator de aumento da proteção social, mas como condição para a conversão do dinheiro em capital que pode resultar numa catástrofe social. Para tanto, utiliza-se de método dedutivo de pesquisa, com base no aporte teórico desenvolvido por Hilferding (1985) dentro da dinâmica da relação social do capital. Os resultados evidenciam que a escolha da previdência privada fechada é uma opção política de (im)previdência que pode trazer graves consequências sociais em razão da volatilidade financeira dos investimentos a que se vinculam os fundos de pensão.

Palavras-chave: Capital produtivo; previdência pública; fundos de pensão; proteção social.

Abstract: This work makes a critical comment about the expansion of the private and closed social security in Brazil. The main assumption is that it talks about a preference field of influence of the financial level that characterizes the current capitalism. The main reason is to discuss the expansion of the pension fund replacing the public social security not as a factor of the social protection increasing but the condition to convert cash in value that can result in a social catastrophe. To do this, a deductive method of search is used, based on the theoretical input developed by Hilferding (1985) in a dynamic social relationship of the capital. The results make clear the choice of a private and closed social security is a politics option which can bring serious social consequences.

Keywords: Productive capital; public social security; pension fund, social protection.

Desconfiai do mais trivial, na aparência singelo. E examinai, sobretudo, o que parece habitual. Suplicamos expressamente: não aceiteis o que é de hábito como coisa natural, pois em tempo de desordem sangrenta, de confusão organizada, de arbitrariedade consciente, de humanidade desumanizada, nada deve parecer natural, nada deve parecer impossível de mudar.

Brecht
Nada é impossível de mudar

.....
* Bacharel em Direito. Especialista em Bioética pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Mestre em Política Social pela Universidade Federal do Espírito Santo. Professora da Faculdade Estácio de Sá. Endereço postal: Rua Ceará, 67/904 A, Praia da Costa, Vila Velha, Espírito Santo, CEP: 29101-290. Endereço eletrônico: fa nivaccaro@yahoo.com.br.

Introdução

Para a compreensão (e não a mera descrição) das dinâmicas sociais, é imprescindível a análise das bases materiais sobre as quais se constroem as práticas discursivas e, também, os rituais externos que criam espaços cognitivos e produzem significados que forjam os sujeitos do seu tempo, suas necessidades e compreensões.

Nesse sentido, faz-se relevante, frente aos desafios do envelhecimento populacional e as alterações advindas da economia, discutir a expansão da previdência privada fechada no Brasil no último decênio. Afinal, há uma defesa da relevância dessas entidades sem, no entanto, uma análise mais cuidadosa sobre seus mecanismos de atuação.

De forma, que para pensar e refletir sobre os possíveis caminhos a serem trilhados na proteção social, assim como o papel desempenhado pelas entidades de previdência fechada, é preciso discutir as transformações do capitalismo contemporâneo, como base concreta de compreensão sobre as inflexões políticas e sociais. Para tanto, este trabalho utiliza-se de método dedutivo de pesquisa, com base no aporte teórico desenvolvido por Hilferding (1985) e por Chesnais (1998).

No que tange especificamente ao tema da seguridade, é necessário apreender os mecanismos que sustentam a previdência privada, pois, como fios de um único tecido, os discursos entre a previdência complementar e social¹ se enredam e conformam a complexa e tensa realidade vivida pela sociedade brasileira no século XXI.

Assim, este trabalho pretende, a partir de uma análise da fase atual do capitalismo, primordialmente sustentado pela financeirização da riqueza, discutir sobre a questão da seguridade social, especialmente da previdência, com base nas transformações políticas e econômicas ocorridas em nossos tempos.

A Arquitetura Financeira

A compreensão das mudanças ocorridas no capitalismo a partir da segunda metade do século XIX exige uma análise do papel das corporações juntamente com a transformação do capital bancário, por serem fenômenos imbricados dentro da produção social global (ALVES PINTO, 1997), produção essa que exige várias formas de capital no processo de sua valorização e apropriação, mas em que o capital produtivo é o único capaz de criar riqueza nova.

Para funcionar, no entanto, como forma de equivalente geral (HILFERDING, 1985), o capital produtivo necessitará, dentro do ciclo de rotação do capital, da esfera da circulação. A rotação, por sua vez, exigirá uma permanente necessidade de capitais adicionais, na sua forma monetária, para garantir a continuidade da produção, tanto para a consolidação do capital fixo (pelo constante aumento da composição orgânica) quanto do capital circulante.² Essa necessidade monetária, con-

¹ O crescimento da previdência complementar é inversamente proporcional à taxa de reposição da previdência social, sendo inclusive uma premissa fundamental no cálculo atuarial das previsões dos fundos de pensão, o que em nada afeta o princípio da autonomia que lhe é inerente e significa que não depende do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), sendo organizada e gerida separadamente.

² Hilferding(1985), com base em Marx, divide o capital industrial em dois polos: capital circulante e capital fixo. O primeiro se verifica na parte do capital totalmente consumida no processo de produção, enquanto o segundo é aquele que continua participando do processo de produção após o fim de um ciclo de rotação.

tínua e crescente da produção foi que elevou os bancos³ a elemento central do processo.

Devido à liquidez que possuíam, os bancos se estabeleceram como o parceiro forte da indústria, com o desenvolvimento do capital financeiro⁴ atrelado ao surgimento das sociedades anônimas. A partir daí não mais interessava apenas a situação momentânea da “indústria e do mercado, mas passou a interessar muito mais o destino subsequente da empresa e a configuração futura do mercado” (HILFERDING, 1985, p. 97).

Essa transformação – da empresa individual para as sociedades anônimas – trouxe ainda outro ganho. Hilferding (1985) denominou-o lucro do fundador, por ser gerado na venda das ações lançadas ao mercado acima do valor do capital investido na empresa.⁵ A difusão desse capital, contudo, só se fazia possível com a existência de um mercado que garantisse a sua conversibilidade constante em dinheiro, já que não é possível “expandir a propriedade acionária sem que se desenvolva um mercado ativo para estes títulos” (ALVES PINTO, 1997, p. 16). Foi o que a consolidação das bolsas de valores permitiu.

Assim, graças à bolsa, deu-se a continuidade da apropriação privada da riqueza, não obstante a aparente socialização da propriedade, assegurando “[...] ao menor capital próprio possível o domínio sobre o maior capital alheio possível” (HILFERDING, 1985, p. 122). Outra consequência foi permitir que a lógica financeira prevalecesse sobre a econômica, ao deslocar “o centro decisório do processo de alocação dos recursos produtivos” (ALVES PINTO, 1997, p. 24) para o mercado financeiro. Ao fazê-lo, permitiu um estreitamento entre as manias especulativas e os ciclos de negócios que produziu alterações profundas, e não só negativas, na própria sociedade.⁶ Permitiu, também, que esse movimento construísse a própria *realidade* vivida, ao transformar a cultura e a geografia e fortalecer o sistema de reprodução ideológica, ao dificultar que as pessoas vejam qualquer oposição entre o discurso e a *realidade* (ZIZEK, 1996).

Nesse palco, os *mercados*, aparentemente, autonomizam-se e a dominação financeira permite, a uma parte significativa da sociedade, crer que ela se dá sem a intermediação do processo de produção, solidificando o extremo fetichismo do dinheiro. Contudo, “os capitais que os operadores financeiros põem para valorizar, através de suas aplicações financeiras e das arbitragens entre diversos tipos de ativos, nasceram invariavelmente no setor produtivo e começaram por assumir a forma de rendimentos que se constituíram na produção e intercâmbio de bens e

³ A natureza fiduciária do crédito necessitava de instituições que lhe garantissem, sendo esse o papel primário dos bancos, que o faziam, claro, por meio de capitais de terceiros sob sua guarda. Foi justamente essa função que sofreu significativas alterações na fase atual do capitalismo.

⁴ Alves Pinto (1997, p. 15) explica que “[...] o capital se transforma em capital financeiro quando combina os atributos do capital-dinheiro e do capital-industrial, ou seja, quando se torna líquido (prontamente conversível no seu equivalente monetário) e produtivo: dinheiro e máquina ao mesmo tempo”, permitindo a “duplicação” do capital.

⁵ A Lei das S/A (Lei 6.404/76) prevê: artigos 11 a 14 – a emissão de ações com e sem valor nominal. As ações sem valor nominal têm seu preço fixado na constituição da sociedade pelos fundadores e, no aumento do capital, pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

⁶ Chancellor (2000) pontua que as inovações dos canais, seguidas pelas ferrovias, automóveis, rádio, aviões, computadores e internet atraíram a atenção das bolsas que contribuíram para sua consolidação.

serviços” (CHESNAIS, 1998, p. 15). De forma majoritária, as transações na bolsa de valores estão centradas no mercado secundário⁷ de títulos e se fazem, essencialmente, na compra e venda da nova mercadoria: os títulos de rendimento. Os ganhos e perdas se dão, principalmente, nos diferenciais das oscilações, advindos de uma avaliação dos riscos próprios da operação.

Os discursos dos defensores da bolsa, contudo, indicam que sua função principal é a de atrair investimentos internos e externos,⁸ que possibilitem o desenvolvimento do setor produtivo. Os argumentos são encadeados para demonstrar a imprescindibilidade das operações ali realizadas. Dizem sobre a importância da desintermediação do setor financeiro como meio de obter financiamento a taxas de juros mais baixas; a estabilização em favor dos acionistas; o fortalecimento da indústria nacional ante ao avanço estrangeiro; entre outros.

Plihon (1999), todavia, contesta esse argumento afirmando que a capacidade de autofinanciamento das empresas ultrapassa largamente a faixa dos 100%, dispondo, na verdade, de uma poupança abundante. A necessidade seria, portanto, a de conversão das operações financeiras no motor principal de ganhos das corporações.

Nesse sentido, a utilidade econômica das bolsas seria a de permitir uma reestruturação do capitalismo dentro de sua limitação (tendência à queda da taxa de lucro com o aumento da composição orgânica do capital) pelo uso de receitas financeiras em operações alavancadas e finanças estruturadas.

A questão não é, no entanto, tão simples. Na lógica do capital, a estrutura financeira é um importante aspecto na administração e sucesso empresarial, uma vez que incrementa o desempenho da companhia e, conseqüentemente, eleva seu valor (a utilização da teoria de estrutura de capital demonstra que, quanto mais a empresa se endivida, mais seu valor cresce). O custo do capital deverá, nessa lógica, ser avaliado em razão do benefício fiscal⁹ entregue e da transferência dos riscos inerentes ao negócio para terceiros. Isso, por sua vez, conduzirá ao endividamento da estrutura empresarial e dará novo ímpeto ao processo de centralização de capitais, que seguirão atrás de fusões com empresas endividadas para aproveitar dos benefícios.

A prática, assim, é a reunião de várias companhias sob o controle cruzado a fim de utilizar os valores capitalizados provenientes do capital fictício¹⁰ para pagar

⁷ A denominação *primário* e *secundário* está relacionada à emissão dos títulos e seus adquirentes. No mercado primário, a relação seria direta entre poupador e tomador de recursos, fase que permitiria, na visão empresarial, o financiamento. O mercado secundário, por sua vez, seria necessário para dar liquidez aos títulos, permitindo a livre circulação de riquezas.

⁸ Justamente sob o argumento de atrair investimentos externos para o desenvolvimento nacional é que o governo federal editou a Lei n. 11.312/06, que reduziu à alíquota zero o IR incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos adquiridos por beneficiários residentes ou domiciliados no exterior, isentou da CPMF, quando ainda em vigor, as operações do mercado de capitais, reduziu a alíquota de IOF e IRRF – Capital.

⁹ Os juros do endividamento podem ser deduzidos da base de cálculo de IR e CSSL, de modo que o “governo” suporta esses custos. Todavia, há um ponto ideal do endividamento – calculado pela técnica do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) – pois, dada a assimetria de informações, os credores acreditam em que a empresa aumenta seus riscos de insolvência, por isso elevam a taxa de juros que, por sua vez, faz declinar o lucro operacional. A literatura também aponta vantagens psicológicas do endividamento na gestão, ao estimular a venda de ativos ou negócios para pagar a dívida e criar um *stress* financeiro essencial ao negócio.

¹⁰ O capital fictício é diferente do capital portador de juros. A magnitude deste último está ligada ao capital produtivo, enquanto a daquele advém da sistemática de capitalização.

os dividendos inexistentes em outra, escondidos sob as vestes contábeis.¹¹ O pagamento desses, por sua vez, acarreta uma circularidade ao processo, pois, ao pagá-los, a cotação dos títulos nas bolsas eleva-se, o que culmina em um novo fluxo de mais divisas. Desse modo, aumenta-se a resistência das empresas, que podem dar continuidade a seus negócios mesmo com o rendimento escasso ou com prejuízos¹² (HILFERDING, 1985).

Essa concentração dos negócios na bolsa e a posterior entrada de novos atores, os fundos de investimento e os de pensão, que permitiram a reunião de diversos pequenos *investidores*, fez com que a função outrora desenvolvida pelos bancos fosse transferida para a bolsa, num processo denominado desintermediação financeira.¹³ Termo que pode dar margens a equívocos de interpretação, pois pode dar a entender que os bancos são, nesta fase, desnecessários ao processo, ou ainda que há perda por parte desses, o que não prospera. Trata-se apenas de uma nova etapa, com outras atribuições.

Na interpenetração entre as instituições financeiras e os mercados de capitais, os bancos deixaram de ser meros prestamistas e passaram a ter uma “[...]função importante na estruturação de operações que transcendem a meros empréstimos e envolvem mecanismos sofisticados que visam, especialmente, à redução do pagamento de impostos e à estruturação societária adequada [...]”(CAMINHA, 2005, p. 34).

De modo que a interveniência das instituições financeiras, mesmo com a expansão dos mercados de capitais, continuou a ser obrigatória (muitas vezes por exigência legal), mas o papel desempenhado pelos bancos modificou-se substancialmente. Na atual fase do capitalismo, estes não mais figuram diretamente nos contratos (daí a origem do termo desintermediação), o que permite que os recursos poupados sejam transferidos diretamente aos tomadores, modificando consideravelmente os riscos inerentes à operação (CAMINHA, 2005).

A alquimia financeira em curso ainda deu vida aos derivativos,¹⁴ graças a técnicas *científicas*¹⁵ para cálculos dos riscos, e à securitização,¹⁶ por meio de ope-

¹¹ Uma das técnicas utilizadas é a escrituração dos ativos pelo preço de mercado, o que permite ocultar perdas e exagerar ganhos e ainda criar crédito, isto é, dinheiro, ao atrelar a concessão dos mesmos ao valor das ações.

¹²Chancellor (2000), ao cuidar da formação da primeira bolha no mercado – nos anos de 1700 –, iniciada pela Companhia Mar do Sul (South Sea Company), afirma que suas atividades comerciais sempre evidenciavam perdas, mas a companhia tinha um enorme êxito como instituição financeira.

¹³ Caminha (2005) defende que o termo securitização pode ser entendido tanto no sentido lato quanto estrito. Naquele, representaria o acesso ao mercado de capitais como alternativa de financiamento – desintermediação financeira –, neste, seria a segregação de ativos em veículos próprios para emissão de novos títulos. Nesse trabalho, optou-se por utilizar o termo exclusivamente no segundo sentido.

¹⁴ Apesar de terem se consolidado nos anos 1980, principalmente com ajuda de um trabalho “científico” encomendado a Friedman para justificar a criação de um mercado futuro para divisas – *The need for futures markets in foreign currencies* –, os traços dos derivativos já estavam presentes no início do século XVII, conforme assevera Chancellor (2000).

¹⁵ TOSTES (2007) identifica as principais técnicas e modelos de avaliação como o Conceito duration (MACAULAY, 1938), Carteira eficiente (MARKOWITZ, 1952), Capital asset pricing model (CAPM), (SHARPE e MOSSIN, 1966), Teoria de arbitragem de preços (APT), (ROSS, 1976), Teoria da estrutura de capital (MODIGLIANI e MILLER, 1958), Modelo Binominal de valorização de opções (BLACK e SCHOLES, 1973).

¹⁶ Esse tipo de negócio, em regra, não tem um objeto conhecido no momento do contrato, apenas determinável. Caminha explica que “Nesse caso, as expectativas de renda de determinado empreendimento é que dão lastro às emissões de títulos feitas pelo veículo de propósito exclusivo da operação. Os créditos são cedidos ao VPE mesmo antes de constituídos e, na maioria das vezes, mesmo antes de estruturado o projeto” (2005, p. 82).

rações complexas. Dessa forma, atribuiu-se liquidez a ativos (alterando qualitativamente suas características originais) que, de outra maneira, seriam inegociáveis. Mas isso não foi tudo!

O controle de risco também sofreu significativas alterações, pois, nos contratos de seguro, há o pagamento de uma quantia para que um terceiro assumira os riscos de natureza técnica, isto é, aqueles que são passíveis de terem suas probabilidades de sinistros dimensionados por cálculos atuariais, de forma que os riscos são pré-determinados ou não há contrato de seguro. Já na securitização, não há previsibilidade no controle do risco, apenas sua dispersão, de modo que, supostamente, se o sinistro acometer será irrelevante ou aceitável para cada parte envolvida¹⁷ (CAMINHA, 2005).

O problema é que a realização das operações em mercados *desorganizados* elide as exigências de adequação de capital impostas às instituições financeiras e faz com que a característica intrínseca da securitização, dispersão do risco, produza exatamente efeito inverso ao desejado, potencializando o risco sistêmico, pois, “quanto mais líquido for determinado mercado, mais pessoas estarão ligadas por uma teia de operações que, geralmente, têm origem num único negócio” (CAMINHA, 2005, p. 75).

Ocorre, no entanto, que a circulação de moedas na bolsa tem natureza fiduciária privada, o que afastaria, ao menos na teoria, a garantia social. Na prática, o risco moral (*moral hazard*), que prega o sofrimento dos investidores temerários para evitar novas especulações e crises futuras, é prontamente afastado nas crises pela condução de volumosos recursos públicos direcionados ao mercado.¹⁸ Isso porque a situação revela, quase sempre, um grave risco sistêmico, já que, na menor dúvida sobre a possibilidade de transformação do capital/título em dinheiro, o valor (de forma individual e não na massa total) desses títulos se evapora e deixa de funcionar como um equivalente geral (HILFERDING, 1985).

O resultado dessa busca pelo lucro incessante é a capacidade do capital de se metamorfosear, criando uma realidade especulativa e fictícia de natureza intrinsecamente instável, que, em qualquer movimento de desconfiança, dá início a uma reação em cadeia.

A (In)Segurança Social

Em tempos de instabilidade crescente e envelhecimento acelerado, os discursos dos ideólogos da previdência privada sustentam a sua imprescindibilidade como forma complementar de proteção social, por ser capaz de garantir renda

¹⁷ Como geralmente o investidor não tem os conhecimentos técnicos suficientes para analisar o investimento que está a fazer, não terá controle direto sobre as operações e seu juízo de valor será adotado ante as classificações de risco emitidas pelas Agências de *rating*, figuras de grande importância no processo de consolidação das securitizações.

¹⁸ Na esparrela mais recente da crise do *subprime*, os Bancos Centrais direcionaram, a custo do sacrifício de milhares de contribuintes, alguns bilhões garantindo os títulos privados. Para se ter uma pequena noção, são ilustrativos dois episódios dessa história. O Banco da Inglaterra anunciou a injeção de US\$ 100 bilhões para socorrer o sistema financeiro britânico e manter a confiança do mercado, isso depois de nacionalizar em fevereiro o Northern Rock, a quinta maior instituição de financiamento do país. Por sua vez, o FED americano realizou uma operação de socorro ao Bear Stearns, por meio da concessão de crédito subsidiado ao JP Morgan para sua aquisição, ao custo inicial de US\$ 30 bilhões.

similar ao padrão de contribuição sem ocasionar o descompasso nas contas públicas, como ocorreria com o sistema social.

Isso porque, no regime geral de previdência social (RGPS), o sistema adotado é o de repartição simples, também denominado de caixa, em que as contribuições vertidas pelos trabalhadores ativos são destinadas ao adimplemento dos benefícios dos inativos, estabelecendo uma solidariedade de intergerações para a cotização do sistema, o que estaria gravemente comprometido em razão do acelerado envelhecimento da população, do aumento da vida média do homem e pelo crescente desequilíbrio da relação entre ativos e inativos.

A previdência privada, por sua vez, não sofreria com esses riscos, por se fundar na *verdade previdenciária*, com base no regime financeiro de capitalização,¹⁹ em que as contribuições são direcionadas para uma poupança (individual ou coletiva) que custeará futuramente o benefício do respectivo segurado-poupador (WEINTRAUB, 2004). De modo que o benefício não depende “[...] da geração de trabalhadores que substitui a sua geração na atividade; tampouco depende do equilíbrio de orçamentos futuros para receber seu próprio benefício. O próprio trabalhador e a empresa onde trabalha é que irão acumular as reservas que garantirão sua qualidade de vida futura” (CARVALHO e MURGEL, 2007, p. 41).

Esses argumentos visam a sustentar a falência do sistema público e a fortalecer o sistema privado com a construção da ideia de necessidade de complementaridade entre os sistemas. O raciocínio é irretorquível e só não se compreende as razões de se defender a complementariedade dos sistemas e não sua transitoriedade total.²⁰ Afinal, com uma fórmula de financiamento tão magnífica, não se pode perder tamanho *achado!*

A opção política, entretanto, tem sido o fomento dos fundos de pensão como política pública de substituição parcial da previdência pública pelo incentivo a expansão das Entidades Fechadas de Previdência Complementar²¹ (EFPC), que são constituídas como fundação ou sociedade civil sem fins lucrativos²² e têm por objetivo instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da previdência social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos, sendo lhes vedado qualquer tipo de assistência aos beneficiários dos planos.

.....
¹⁹ A capitalização é obrigatória para benefícios programados e continuados, sendo facultativo no custeio de benefícios de risco e também nos relativos à ocorrência de eventos que ocasionem o pagamento de pecúlio ou verba em uma única parcela.

²⁰ O Chile, em 1981, adotou a previdência privada como sua forma de “proteção social”, garantindo a previdência pública apenas aos muito pobres. Menos de trinta anos depois, o sistema já demonstrou a perversidade concernente à proteção social. Estudos revelam que, em 2030, um em cada dois chilenos em idade de aposentadoria não teria renda nenhuma, incluindo boa parte da atual classe média. A situação levou à aprovação, em 2008, de uma nova reforma do sistema, agora para ampliar a abrangência da seguridade pública. (Informações extraídas da reportagem “Previdência do Chile introduz pilar solidário”. *Revista da ABRAPP Fundos de Pensão*, ano XXVII, n. 337, fevereiro. 2008, p. 51)

²¹ Em que pese o agigantamento da previdência privada aberta – EAPC – (dados do Caderno Dinheiro da Folha de São Paulo do dia 16 de agosto de 2007 revelam o crescimento de 26% no primeiro semestre daquele ano), este trabalho apenas cuidará das entidades fechadas, visto que, ao serem adotadas como políticas públicas, a repercussão se dará na esfera da proteção conferida à sociedade.

²² A terminologia *sem fins lucrativos* diferencia-se do caráter de filantropia e significa que a entidade portadora desta denominação cumpre algumas regras contábeis, tais como a não-distribuição de parcela de seu patrimônio. Entretanto, não significa que não seja superavitária em suas transações.

Os fundos de pensão nasceram no mundo do trabalho e têm sua dinâmica atrelada diretamente aos processos de reestruturação e embates ali gestados. A iniciativa é atribuída a General Motors²³ (GM), símbolo do capitalismo americano, que durante negociações trabalhistas, nos anos gloriosos, teria proposto a criação de um fundo de pensão exclusivo para seus trabalhadores e, com isso, trocava um menor aumento salarial no presente pela contrapartida de um diferimento salarial para o momento da aposentadoria em que o trabalhador *ganhará* uma maior proteção, ao conhecer previamente o seu valor de aposentadoria (GRANEMANN, 2006).

No Brasil, a criação inicial dos fundos de pensão ocorreu primeiro de forma empírica por fundos contábeis, sem rigor técnico e atuarial, para ser regulamentado posteriormente. O sistema se consolidou atrelado às empresas estatais e ao “milagre econômico” da década de 1970, mas teve uma expansão tímida até o ano de 2001, quando passou a ser entendido como política pública de Estado, ano em que foram editadas as Leis Complementares (LC) 108/01 e 109/01²⁴ (em substituição à Lei 6.435/77) para estabelecer um novo arcabouço legal capaz de incentivar a expansão da previdência complementar. O mote sempre foi o da oferta de *uma proteção a mais ao trabalhador*.²⁵ Ideia ainda hoje propagada.

O fato é que, no início da história dos fundos de pensão no mundo e também no Brasil, eles instituíam planos do tipo benefício definido (BD) puro por período vitalício, em que se conhecia previamente o valor do benefício futuro, sendo o período contributivo mínimo e o valor do benefício estipulados no momento da adesão do participante ao plano. O equilíbrio econômico e financeiro deveria ser ajustado ao longo do período de capitalização das reservas e, em caso de ocorrência de déficits, os beneficiados não poderiam ser afetados e a patrocinadora tinha que cobrir a diferença.

Enquanto os fundos eram imaturos, isto é, no período em que o número de contribuintes era maior que o de assistidos, a solução engendrada parecia ideal. Todavia, quando foi o momento de entregar as riquezas prometidas constatou-se sério risco de insolvência dos fundos por desequilíbrios atuariais. Além disso, as dívidas das patrocinadoras para com os fundos cresciam exponencialmente, o que influía na valorização ante o mercado e, conseqüentemente, na captação de mais recursos, de modo que era preciso arrumar uma solução para o problema.²⁶

²³ A atribuição da iniciativa à GM se dá pelo fato de sua expressão dentro do capitalismo – interessante notar que seu fundador, William Crapo Durant, foi um dos membros mais exuberantes no (des)controle da especulação financeira de 1929 (CHANCELLOR, 2000), pois foi por meio de sua proposição que se deu o movimento de crescimento e consolidação dos fundos. Todavia, há registros de iniciativas similares no ano de 1875 pela empresa American Express, que inicialmente tratava-se de uma transportadora (GRANEMANN, 2006).

²⁴ A LC 108/01 versa sobre as relações entre o setor público e as EFPCs por ele patrocinadas, enquanto a LC 109/01 destina-se ao conjunto do sistema. Essa, de forma inovadora – e buscando açambarcar as mudanças operadas no mundo do trabalho –, possibilitou a criação de fundos instituídos, em que o vínculo se dá com a pessoa jurídica classista ou setorial, sendo obrigatoriamente constituídos na modalidade Contribuição Definida (CD).

²⁵ A definição é do Secretário de Previdência Complementar Ricardo Pena na série Entendendo a Previdência Complementar (disponível em http://www.previdencia.gov.br/pg_secundarias/radio-previdencia_spc.asp. Acesso em 10 de junho, 2008).

²⁶ Atualmente, o problema do déficit na conta das patrocinadoras ressurge na Europa com a exigência de harmonização das regras contábeis, pela adoção do padrão IAS 19 – regra contábil criada pela International Account Standards Board (IASB) –, que estabelece um *funding* mínimo necessário para o custeio do plano e a possibilidade de reconhecer perdas e ganhos imediatamente sem diferimento ou por etapas, por meio de amortização futura. O resultado final, positivo ou negativo, deverá ser publicado no balanço e pode resultar na diminuição do *rating*.

Ao considerar que os participantes detinham a plena capacidade de assumir os riscos, muitas entidades *ofereceram*²⁷ a oportunidade àqueles participantes inscritos em planos mais antigos de migrarem para planos do tipo contribuição definida (CD) a fim de buscar o equilíbrio econômico e financeiro dos fundos.

Há, contudo, uma diferença profunda entre os planos BD e CD,²⁸ pois, no último, apenas é estipulado o valor da contribuição e o período contributivo, sendo o valor do benefício decorrente do desempenho das aplicações financeiras, podendo vir a sofrer alterações inclusive durante a fase de percepção dos mesmos. Nele, não há uma garantia mínima de rentabilidade nem uma renda programada a ser atendida, mas tão-só uma expectativa de renda, de modo que, numa jogada espetacular, os riscos foram transferidos aos beneficiários.

Essas e outras transformações na previdência se desenvolveram como mais uma das variáveis de ajuste da crise em que se encontra(va) o capitalismo desde os anos de 1970, crise que foi o dínamo necessário para que as empresas acelerassem a reestruturação produtiva e dessem curso a mudanças que impactaram diretamente o mundo do trabalho.

Mas dizem os defensores dos fundos de pensão que não há o que temer. A *proteção a mais ao trabalhador* se dará por investimentos bem feitos que garantirão, na inatividade, renda similar à do período de contribuição, mas não só! A consolidação do setor, dizem, também trará importantes ganhos para a economia. Ora, se ninguém nada tem a perder, o crescimento dos fundos de pensão não deve ser invariavelmente o caminho?

A Arquitetura de um Desastre

Mundialmente, são os fundos de pensão apregoados como importantes para os mercados de capitais, capazes de estabilizar as operações bursáteis, financiar e fortalecer a indústria nacional e disseminar, pelas práticas de governança corporativa, o desenvolvimento sustentável. São ainda anunciados como “a socialização do lucro e o controle de frações da riqueza, por milhões de proprietários” (CASTRO, 2007 à *Caderno Dinheiro*)²⁹ em clara alusão à “clássica” obra de DRUKER (1977), a *revolução invisível*: como o socialismo fundo de pensão invadiu os Estados Unidos, em que defende a ideia de que o crescimento dos fundos de pensão transfere a maior parte do capital das empresas americanas para a propriedade dos trabalhadores, dando início a uma verdadeira revolução ao socializar as riquezas, fundando um novo capitalismo (o sociocapitalismo ou capitalismo de muitos sócios).

²⁷ Conde (2005) informa que a operação foi contabilmente denominada benefício saldado e que não houve, no Brasil, regra padrão para a migração. O caráter de “oferta” transparece na postura da Petrobras que estabeleceu, como condição para saldar o déficit de seu fundo, a concordância dos integrantes (informações extraídas da reportagem veiculada na *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0103200730.htm>>. Acesso em 22 de janeiro. 2008) ou ainda, da postura da Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos, que determinou o saldamento compulsório do plano de BD da Postalís (informações extraídas do boletim eletrônico da ANAPAR, de 14 de abril. 2008, ano VIII, n. 274).

²⁸ A LC 109/01 ainda inovou o universo previdenciário ao prever a modalidade CV, que fora regulamentada de modo absolutamente genérico pela Resolução n. 16 do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC), como o plano que faça a *conjugação das características das modalidades de contribuição definida e benefício definido*.

²⁹ Paulo Rabello de Castro, à época do artigo, era o vice-presidente do Instituto Atlântico e *chairman* da SR Rating, classificadora de riscos.

Também no Brasil essas ideias ecoam³⁰ e se apresenta a expansão dos fundos como elemento substitutivo do baixo índice de poupança nacional, que incapacitaria o financiamento das empresas. E há razões nesses argumentos dentro da própria lógica do capital, pois os fundos funcionam como aglutinadores de poupanças individuais inserindo pequenos poupadores no circuito do capital, inclusive nas bolsas de valores.

Como seu passivo é de longo prazo, terá garantida uma maior liquidez e também uma maior estabilidade (em regra, não há grandes saques por saída de participantes) em relação aos investimentos individuais, que, além de apresentarem dificuldade na previsibilidade da manutenção das aplicações, costumam reagir em cadeia frente às crises. Portanto, a massa de capital acumulada pelos fundos pode ser disponibilizada em maior volume para empréstimos, além de funcionar como contrapeso à atuação do capital estrangeiro, que tem o hábito de andar em ondas, puncionando riquezas no momento de bonança, mas que rapidamente se afugenta ante os menores abalos sísmicos. Em parte, essas características podem levar as empresas, que captam recursos na bolsa (em que pese seu papel não ser o de investimento e sim permitir a reorganização do capitalismo dentro de suas próprias limitações), a ganharem melhores condições para sobrevivência e competição.

Contudo, os efeitos da articulação dos fundos com as indústrias são um pouco mais complexos do que essa lógica simplista que nos é apresentada. Primeiro, porque os fundos não forçosamente investiriam nas indústrias nacionais, pois, se a eles compete o dever fiduciário de buscar a melhor rentabilidade para os investimentos dos participantes, como privilegiariam a aplicação em uma indústria nacional em detrimento de outra estrangeira que apresenta melhor rentabilidade? (NIKONOFF, 2000). Segundo, porque investir em uma indústria nacional não significa aplicar no capital nacional, pois a Emenda Constitucional 6/95 alterou a redação do artigo 171 da Constituição Federal de 1988 e fez desaparecer a diferença até então existente entre empresa brasileira, empresa brasileira de capital nacional e empresa estrangeira. De modo que atualmente temos apenas uma diferença formal entre as empresas brasileiras e não-brasileiras, “[...]pois, basta que a empresa estrangeira ou multinacional (ou parte dela) se organize aqui segundo as leis brasileiras e tenha sede aqui para ser reputada brasileira, pouco importando a nacionalidade de seu capital e a nacionalidade, domicílio e residência das pessoas que detêm o seu controle [...]” (SILVA, 2005, p. 798). Terceiro, porque o capital está sempre em busca de se valorizar de forma mais imediata e com o menor risco. Assim, não se desloca diretamente, sozinho, ao investimento produtivo. Para tanto, é preciso que existam condições macroeconômicas, sobretudo taxa de juros em queda, pois os investimentos são sempre feitos considerando o custo de oportunidade.³¹

³⁰ Vide Plano Plurianual 2004-7 do governo Lula, em que consta o incentivo à expansão dos fundos de pensão como forma de contribuir para ampliar a poupança financeira aplicável em investimentos produtivos.

³¹ Isso explica em parte a diferença da carteira de investimentos dos fundos de pensão europeus e americanos para os brasileiros: enquanto aqueles têm mais de 50% aplicados em renda variável, no Brasil 70% dos investimentos são alocados em Títulos da Dívida Pública, sendo a sua rentabilidade inclusive utilizada como *benchmark* para as demais aplicações.

Finalmente, essa lógica sustentada pelos defensores dos fundos de pensão desconsidera a questão da maturidade dos fundos, quando os desembolsos para pagamento de benefícios serão superiores às entradas das contribuições, o que pode futuramente levar a saques de grandes volumes de capital para fazer frente a seus compromissos. Mais ainda, para verificar se esse receituário é adequado aos males que visa a combater, também deveriam ser considerados os efeitos colaterais produzidos – especialmente aqueles que repercutem no meio social. Nesse sentido, é importante compreender os modos de gestão dos investimentos pelos fundos de pensão que, para atuar em proveito de seus beneficiários, devem buscar a solvência, liquidez e equilíbrio econômico financeiro e atuarial.

As regras de aplicação e investimento dos fundos de pensão são disciplinadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), sendo vedado o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação. O que não significa dizer que não exista um direcionamento dos investimentos por parte do Executivo, pois, sendo a regulação do setor realizada essencialmente por resoluções (atos normativos secundários), poder-se-á alterar os limites e contornos sem a participação do Legislativo.

Atualmente, a Resolução n. 3.456/06 define esses limites em quatro segmentos – renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos/financiamentos. Os investimentos devem ser feitos por carteiras geridas de forma independente.

Dados os altíssimos juros praticados na economia brasileira, a concentração dos investimentos das EFPC se dá efetivamente nos títulos governamentais, em razão da liquidez e baixíssimo risco inerentes a eles. Assim, os fundos de pensão, como os maiores investidores em títulos públicos,³² são os grandes beneficiários da dívida pública, em que tributos (pagos por *toda* a sociedade) são convertidos em juros remuneratórios, beneficiando a uma pequena parcela da população.

No segmento *renda variável*, os investimentos podem ser distribuídos em carteira de ações em mercado – carteira de participações, carteira de renda variável – outros ativos, variando os limites de aplicação de 35% a 50% dependendo do nível de governança e risco a que estão atrelados os títulos, em que as agências de *rating*³³ desempenham papel central na classificação.

É nesse segmento que se encontra o maior paradoxo. Ao realizarem esses investimentos, os fundos de pensão estimulam as práticas de governança corporativa,³⁴

³² A análise da alta concentração de ativos em renda fixa, no entanto, sofre distorções quando percebida no conjunto (os três maiores fundos – Previ, Petros e Funcef – apresentam hoje uma concentração média de 50% em renda variável). Individualmente, existe uma diferença enorme entre o patrimônio de investimento dos três maiores fundos brasileiros e o restante dos 218 fundos. Isso, por sua vez, ocasiona formas de gestão diferenciada (se não em razão dos custos envolvidos, pelas necessidades de metas atuariais diferenciadas e/ou pela participação “estimulada” desses fundos nos negócios de interesse do governo – como por exemplo, privatizações.

³³ As agências de classificação internacional têm fortes correlações com as instituições financeiras interessadas diretamente em diversas operações sujeitas ao *rating*, sendo evidente o conflito de interesses. Por isso estarem envolvidas em sucessivos escândalos financeiros.

³⁴ A dinâmica financeira revela a “coincidência” entre o crescimento de ativos dos fundos de pensão e a eferescência do Novo Mercado da IBOVESPA, destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao exigido pela legislação.

que impõem uma rentabilidade mínima de remuneração aos capitais e levam a reestruturações produtivas em busca do aumento da produtividade e da ampliação crescente do valor do acionista (*shareholder value*). Isso revela uma natureza ambígua, com uma confusão de papéis. Os assalariados, por intermédio de seus fundos de pensão, alteram as próprias condições do mundo do trabalho a que estão sujeitos e, com isso, aprofundam o movimento de exploração de diversas formas (aumento da intensidade do trabalho, substituição de vagas por uso de tecnologia, precarização de contratos), permitindo que as condições de trabalho, uma vez mais, sejam utilizadas como variáveis de ajustamento da reestruturação do ganho do capital (PLHION, 1999). De modo que a satisfação da rentabilidade tem acompanhado a degradação do ambiente institucional e feito com que os recursos angariados pelos trabalhadores sejam colocados em detrimento de seus próprios interesses.

Além disso, Sauviat (2005) sustenta que, mesmo quando realizam aplicações de *longo prazo*,³⁵ os fundos de pensão agem mais como *traders*, pois, em regra, buscam o lucro financeiro diferencial decorrente da evolução dos títulos, ou seja, sempre os veem como ativos negociáveis. A lógica dos investimentos é, portanto, a de uma verdadeira economia de *cassino*,³⁶ que condiciona os valores à realização da arbitragem de mercado.

No segmento de imóveis, os negócios dos fundos de pensão prioritariamente se materializam num tipo de contrato denominado *cash flow*, em que os fundos realizam os investimentos, como financiadores da construção, mediante a certeza de um contrato de locação futura de longo prazo, do qual extrairão as rendas.

A análise dessa carteira (imóveis) revela a capacidade do capital de tomar o meio ambiente natural e social como a *produção capitalista do espaço*.³⁷ Ao estabelecer uma alta especulação fundiária, graças a agentes econômicos ativos, indica os caminhos de acumulação que influenciam nas decisões dos investimentos públicos e privados, alterando as condições socioespaciais determinantes do valor da propriedade (FIX, 2007). Assim, as aplicações em investimentos imobiliários tornam-se fator de apropriação de significativa parcela da riqueza social, especialmente por condicionarem dispêndios públicos com a realização de obras muito caras (viadutos, pontes, passagens de nível etc.) pagas por *toda* a sociedade.

Na análise dos efeitos que repercutem no meio social, ainda nos parece contraditório o paroxismo do discurso de necessidade de redução das despesas públicas ante a prática central de estruturação dos fundos de pensão. Sob o argumento de que os fundos são entidades paraestatais que auxiliam o Estado no cumprimento de suas funções constitucionais, são conferidos a essas entidades largos benefícios tributários (imunidades, tributação diferida, isenções). A lógica aqui subjacente é de que o Estado, ao conceder uma tributação adequada às entidades de previdência, estaria “[...] observando o preceito constitucional que impõe a ele o dever de garantir

³⁵ Nikonoff (2000) registra que o tempo médio de detenção das ações pelos Fundos na França é de onze meses, tempo extremamente exíguo para o desenvolvimento de qualquer política industrial.

³⁶ A expressão foi cunhada por Keynes.

³⁷ A expressão dá nome a uma obra de David Harvey (2001).

os direitos sociais, inclusive o da previdência social” (CARVALHO e MURGEL, 2007, p. 33).

O Brasil, nesse sentido, não decepciona. O setor entende que, por meio da Lei 11.053/04³⁸ o país ingressou “[...] no elenco de países que possuem a mais avançada legislação tributária no campo da Previdência Complementar” (PIMENTEL, 2005, p. 15). A pergunta que fica, no entanto, é: a concessão de benefícios tributários para os fundos de pensão constitui o melhor caminho para a construção de níveis de proteção social dos indivíduos na sociedade?

Ao analisar as articulações dos fundos de pensão com a economia percebe-se que a defesa dessas entidades pelo capital é coerente com seus interesses, já que elas são capazes de disponibilizar um alto volume de liquidez no circuito financeiro. É, no entanto, anacrônica a ideia de que a poupança coletada pelos fundos possa propiciar o desenvolvimento da indústria nacional. Pela ótica do trabalho, por sua vez, as conclusões caminham ainda em outro sentido.

Revelam que, numa confusão ambígua de papéis, a expansão dos fundos de pensão, na melhor hipótese, conduz a uma acentuada apropriação da riqueza social por uma pequena parcela da população, produzindo mais uma clivagem no mundo do trabalho. E, na pior hipótese, evidencia um grave risco de transformar essa história, baseada em números, numa tragédia humana, ao atrelar a proteção social às expectativas da bolsa de valores.

Considerações Finais

Os rearranjos na economia permitiram ao capital continuar no seu movimento de acumulação privada, a partir do uso da bolsa de valores como um novo refúgio para a compensação de suas perdas. Nesse sentido, a bolsa cumpriu na integralidade sua função de refluir os capitais existentes na sociedade, permitindo a realização da transferência de riquezas e asseverando o processo de concentração de propriedade. Como um movimento de contrários, no entanto, as atitudes deliberadas que estimulam o mercado conduzem a crises periódicas, nas quais os partidários do livre mercado estão inextricavelmente ligados ao (des)controle dos capitais.

Foi, assim também, como uma força social anônima, concentrada e extremamente difusa, que as finanças avançaram nas múltiplas esferas da vida social e hoje atingem a seguridade, de modo que é urgente questionar que possíveis consequências poderão advir dessa opção política e econômica. Nesse jogo, entretanto, os governos *parecem* ter renunciado à responsabilidade de proteger seus cidadãos e se *esquecem* de que as quimeras da bolsa cobrarão seus prejuízos.

³⁸ A lei dispensa a retenção na fonte do Imposto de Renda (IR) das aplicações financeiras dos recursos destinados ao pagamento dos benefícios previdenciários, determina o pagamento em separado do IR, sobre os rendimentos e ganhos auferidos nas aplicações de recursos das provisões, reservas técnicas e fundos de benefícios de entidades de previdência complementar. Além disso, criou a possibilidade de tributação diferenciada para benefícios e resgates com a instituição de um regime regressivo em um longo prazo.

Referências Bibliográficas:

- ALVES PINTO, Nelson Prado. O capitalismo financeiro. *Crítica Marxista*, n. 5. São Paulo: Xamã, 1997.
- CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005.
- CARVALHO, Fábio Junqueira de e MURGEL, Maria Inês. *Tributação de fundos de pensão*. Belo Horizonte: Decálogo, 2007.
- CASTRO, Paulo Rabello de. Capitalismo para todos. *Folha de S. Paulo*. São Paulo: 7 de novembro, 2007, Caderno Dinheiro.
- CHANCELLOR, Edward. *Sálvese quien pueda: uma historia de la especulación financiera*. Trad. Carlos Gardini. Buenos Aires: Granica, 2000.
- CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François (org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. Trad. Carmem Cristina Cacciaccaro et. al. São Paulo: Xamã, 1998. pp. 11-34.
- _____. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada*. Trad. Rosa Maria Marques e Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo. 2005, pp. 17-68.
- CONDE, Newton. Modalidades e características dos planos de benefícios. GÓES, Wagner de. *Introdução à previdência complementar*. São Paulo: ABRAPP, 2005, pp. 87-96.
- DRUCKER, Peter. *A revolução invisível: como o socialismo fundo de pensão invadiu os Estados Unidos*. São Paulo: Pioneira, 1977.
- FIX, Mariana. *São Paulo, cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem*. São Paulo: Boitempo, 2007.
- GRANEMANN, Sara. *Para uma interpretação marxista da "Previdência Privada"*. 2006. Rio de Janeiro: Tese de Doutorado em Serviço Social. Programa de Pós-Graduação em Serviço Social, UFRJ, 2006.
- HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Trad. Reinaldo Mestrinel. São Paulo: Nova Cultural, 1985, Coleção os Economistas.
- NIKONOFF, Jacques. Des Fonds de pension sous habillage tricolore. *Le Monde Diplomatique*. Fevereiro, 2000. Disponível em <<http://www.monde-diplomatique.fr/2000/02/NIKONOFF/13397.html>>. Acesso em 17 novembro. 2007.
- PIMENTEL, Fernando. Origens e evolução do Sistema de Fundos de Pensão no Brasil. In: GÓES, Wagner de. *Introdução à previdência complementar*. São Paulo: ABRAPP, 2005. pp. 9-18.
- PLIHON, Dominique. Au nom des entreprises? *Le Monde Diplomatique*. Fevereiro, 1999. Disponível em <<http://www.monde-diplomatique.fr/1999/02/PLIHON/11647.html>>. Acesso em 17 de novembro. 2007.
- SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada*. Trad. Rosa Maria Marques e Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo, 2005. pp. 109-132.
- SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. São Paulo: Malheiros, 2005.

TOSTES, Fernando Pereira. *Gestão de risco de mercado: metodologias financeira e contábil*. Rio de Janeiro: FGV, 2007.

WEINTRAUB, Arthur Bragança de Vasconcellos. *Manual de direito previdenciário privado*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

ZIZEK, Slavoj. O espectro da ideologia. In: ZIZEK, Slavoj (org.). *Um mapa da ideologia*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996, pp. 7-38.

Recebido em 10 de março de 2009.

Aceito para publicação, em 20 de outubro.