



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Instituto de Estudos Sociais e Políticos

Bruno Salgado Silva

**Fundos de pensão no Brasil: uma alternativa para o financiamento
do desenvolvimento econômico?**

Rio de Janeiro

2023

Bruno Salgado Silva

Fundos de pensão no Brasil: uma alternativa para o financiamento do desenvolvimento econômico?



Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-graduação em Ciência Política, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

Orientador: Prof. Dr. Renato Raul Boschi

Rio de Janeiro

2023

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ / REDE SIRIUS / BIBLIOTECA CCS/D - IESP

S586 Silva, Bruno Salgado.
Fundos de pensão no Brasil: uma alternativa para o financiamento do desenvolvimento econômico? / Bruno Salgado Silva. – 2023.
152f.: il.

Orientador: Renato Raul Boschi.
Tese (Doutorado em Ciência Política) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Instituto de Estudos Sociais e Políticos.

1. Fundos de pensão - Brasil - Teses. 2. Previdência social - Brasil – Teses. I. Boschi, Renato Raul. III. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Instituto de Estudos Sociais e Políticos. III. Título.

CDU 368.4(81)

Rosalina Barros CRB-7 / 4204 - Bibliotecária responsável pela elaboração da ficha catalográfica.

Autorizo para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Bruno Salgado Silva

Fundos de Pensão no Brasil: uma alternativa para o financiamento do desenvolvimento econômico?

Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-graduação em Ciência Política da Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

Aprovada em 08 de maio de 2023.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Renato Raul Boschi (Orientador)
Instituto de Estudos Sociais e Políticos - UERJ

Prof. Dr. Arnaldo Provasi Lanzara
Universidade Federal Fluminense

Prof.^a Dra. Maria Antonieta Leopoldi
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Fabiano Guilherme Mendes Santos
Instituto de Estudos Sociais e Políticos - UERJ

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula
Instituto de Estudos Sociais e Políticos - UERJ

Rio de Janeiro

2023

DEDICATÓRIA

À Lucia Maria Salgado, minha mãe.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. e meu sempre orientador Renato Raul Boschi, por todo aprendizado, atenção, generosidade, e amizade ao longo destes últimos 6 anos entre mestrado e doutorado. Torço para continuarmos juntos em outros projetos.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pela bolsa de estudos concedida.

Aos funcionários e professores do Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP-UERJ), em especial à Argelina Figueiredo, Cristina Buarque de Holanda, Luiz Fernando de Paula e San Romanelli.

Aos colegas de disciplinas ao longo deste período, em especial a Pedro Lange pelas boas conversas.

Ao Arnaldo Provasi Lanzara, pela amizade, sugestões de leitura e parcerias em pesquisas e projetos em comum.

À Thaís Souza, por ter entrado na minha vida.

À Lucia Maria Salgado, minha mãe, por sempre estar presente.

E aprendi que se depende sempre
De tanta, muita, diferente gente
Toda pessoa sempre é as marcas
Das lições diárias de outras tantas pessoas.

Gonzaguinha

RESUMO

Silva, Bruno Salgado. *Fundos de pensão no Brasil: uma alternativa para o financiamento do desenvolvimento econômico?* Orientador: Renato Raul Boschi. 2023. 152f. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Instituto de Estudos Sociais e Políticos, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

Esta tese tem como objetivo analisar a atuação dos fundos de pensão nacionais, procurando compreender suas variações ao longo dos distintos governos, com destaque para a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), maior fundo de pensão do país. Ademais, pretende demonstrar a existência de uma variedade de fundos de pensão, ressaltando que a atuação dos fundos está condicionada aos marcos regulatórios vigentes, sistema financeiro nacional e posição político-ideológica da coalizão política que comanda o Executivo Federal. Para tanto, este estudo se apoiará na literatura de economia política, regimes de *Welfare State*, mudança institucional e variedades de capitalismo, assim como nos documentos oficiais emitidos pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil. As hipóteses a serem ressaltadas são: (1) que a política de investimentos dos fundos tem sido orientada por um forte componente político-ideológico, que se altera de acordo com a coalizão política que assume o Executivo Federal; e (2) que os fundos de pensão podem atuar como financiadores auxiliares do processo de desenvolvimento nacional.

Palavras-chave: fundos de pensão; variedades de fundos; desenvolvimento; política de investimentos; Previ.

ABSTRACT

Silva, Bruno Salgado. *Pension funds in Brazil: an alternative for financing economic development?* Orientador: Renato Raul Boschi. 2023. 152f. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Instituto de Estudos Sociais e Políticos, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

This thesis aims to analyze the performance of national pension funds, seeking to understand their variations over the different governments, with emphasis on the Bank of Brazil Employees' Pension Fund (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ), the largest pension fund in the country. In addition, it intends to demonstrate the existence of a variety of pension funds, emphasizing that the performance of the funds is conditioned to the current regulatory frameworks, the national financial system and the political-ideological position of the political coalition that commands the federal executive. Therefore, this study will be based on the literature of political economy, welfare state regimes, institutional change and varieties of capitalism, as well as on official documents issued by the National Superintendence of Complementary Pensions (Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc) and Bank of Brazil Employees' Pension Fund. The hypotheses to be highlighted are: (1) that the investment policy of the funds has been guided by a strong political-ideological content, which changes according to the political coalition assumed by the federal executive; and (2) that pension funds can act as auxiliary financiers of the national development process.

Keywords: pension funds; variety of funds; development; investment policy; PREVI.

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1-	Estrutura de governança da Previ.....	104
Gráfico 1-	Evolução dos recursos dos fundos previdenciários privados (PGBL e VGBL) no Brasil (2001-2019) – Valores Deflacionados IPCA (2001).....	31
Gráfico 2-	Investimentos Públicos em % do PIB 2013-2021.....	49
Gráfico 3-	Formação Bruta de Capital Fixo/PIB (%) 1995-2021.....	49
Gráfico 4-	Total de ativos dos cinco maiores bancos do Brasil - 2020.....	52
Gráfico 5-	Carteira de crédito dos cinco maiores bancos do Brasil -2019 e 2020.....	52
Gráfico 6-	% de ativos dos Fundos de Pensão Públicos dos EUA (1950-2014).....	56
Gráfico 7-	Ativo total dos Fundos de Pensão, segundo patrocínio (2020).....	66
Gráfico 8-	Total de Ativos dos Fundos de Pensão como % do PIB (2005-2020).....	67
Gráfico 9-	Desembolsos do sistema BNDES (2003-2015) por ramo de atividade (em R\$ milhões).....	83
Gráfico 10-	Relação PIB Brasil X PIB Construção Civil (2004-2021).....	132

LISTA DE TABELAS

Tabela 1-	Países que privatizaram seus sistemas previdenciários e reverteram parcial ou total.....	28
Tabela 2-	Entidades para servidores públicos estaduais (2020).....	41
Tabela 3-	Características dos Modelos de Sistemas Financeiros.....	47
Tabela 4-	Variedades de Capitalismo e Tipos de Sistema Financeiros.....	47
Tabela 5-	Alocação da carteira de ativos dos fundos de previdência complementar (2019).....	50
Tabela 6-	Quantitativo de bancos por origem de capital.....	51
Tabela 7-	Participação dos investidores no volume do mercado acionário brasileiro (2020).....	53
Tabela 8-	Os maiores Fundos de Pensão Americanos.....	56
Tabela 9-	Maiores ações detidas pela <i>CalPERS</i> em 2018 (milhares de dólares).....	57
Tabela 10-	Segmento de Previdência Complementar.....	62
Tabela 11-	Alocação de recursos por faixa de patrimônio (2020).....	65
Tabela 12-	Quantidade de Entidades Fechadas de Previdência Complementar por tipo de patrocínio (2020).....	66
Tabela 13-	Maiores Fundos de Pensão, de acordo com seus ativos (2020, em milhões).....	68
Tabela 14-	Quantidade de Planos por modalidade (2020).....	69
Tabela 15-	Maiores planos, de acordo com seus ativos (2020, em milhões).....	70
Tabela 16-	Maiores planos CD, segundo seus ativos (2020, em milhões).....	70
Tabela 17-	10 maiores planos CV, segundo seus ativos (2020, em milhões).....	71
Tabela 18-	10 maiores planos BD, segundo seus ativos (2020, em milhões).....	72
Tabela 19-	Alocação das carteiras de investimentos por tipo de plano (2020).....	72
Tabela 20-	Rentabilidade por tipo de plano (2011-2020).....	73
Tabela 21-	Distribuição regional dos fundos de pensão.....	74
Tabela 22-	Desembolsos do sistema BNDES por setores na gestão Luciano Coutinho (R\$ em milhões).....	83
Tabela 23 -	Limites de alocação por modalidade de aplicação (Resolução 3.792 CMN).....	85

Tabela 24-	Carteira de investimentos Funpresp (2020).....	88
Tabela 25-	Carteira consolidada por tipo de aplicação (2013-2021).....	98
Tabela 26-	Planos administrados pela Previ.....	102
Tabela 27-	Previ – Plano 1 – Benefícios pagos (em R\$ bilhões).....	105
Tabela 28-	Plano 1- Macroalocação (%).....	106
Tabela 29-	Alocação de Investimentos (R\$ em bilhões).....	107
Tabela 30-	Rentabilidade por segmento (%).....	108
Tabela 31-	Plano 1- Macroalocação (%).....	111
Tabela 32-	Alocação por segmento (%).....	113
Tabela 33-	Plano 1- Macroalocação (%).....	114
Tabela 34-	Alocação por segmento (%).....	115
Tabela 35-	Plano 1- Macroalocação (%).....	120
Tabela 36-	Alocação por segmento (%).....	121
Tabela 37-	Rentabilidade por segmento (%).....	123
Tabela 38-	Empresas e Empreendimentos Participados (2016-2019).....	125
Tabela 39-	Plano 1- Macroalocação (%).....	127
Tabela 40-	Alocação de ativos – Plano 1.....	127
Tabela 41-	Rentabilidade por segmento (%).....	128
Tabela 42-	Plano 1- Macroalocação (%).....	129
Tabela 43-	Debêntures em carteira própria – Plano 1 (2021).....	130
Tabela 44-	Alocação dos ativos – Plano 1.....	131
Tabela 45-	FIPs em carteira.....	132
Tabela 46-	Rentabilidade por segmento (%).....	133

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFPs	Administradoras de fondos de pensiones
Anapar	Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Planos de Saúde de Autogestão
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BD	Benefício Definido
Previ	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
CalPERS	California Public Employees
CTB	Central dos Trabalhadores e Trabalhadoras do Brasil
CUT	Central Única dos Trabalhadores
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
CSN	Companhia Siderúrgica Nacional
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CD	Contribuição Definida
CV	Contribuição Variável
Dieese	Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos
Dirin	Diretoria de Investimentos
Dipla	Diretoria de Planejamento
EAPCs	Entidades Abertas de Previdência Complementar
EFPCs	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FHC	Fernando Henrique Cardoso
Funpresp	Fundação de Previdência Complementar dos Servidores Públicos
FIPs	Fundos de Investimento em Participações
FIIs	Fundos de Investimento Imobiliário
ITCMD	Imposto de Transmissão Causa Mortis e Doação
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IMK	Iniciativa Mercado de Capitais
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INSS	Instituto Nacional de Seguro Social
Invepar	Investimentos e Participações em Infraestrutura
NHS	National Health System
Proer	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
OIT	Organização Mundial do Trabalho
OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PT	Partido dos Trabalhadores
PB1	Plano de Benefícios 1
PGBL	Plano Gerador de Benefícios Livres
PDP	Política de Desenvolvimento Produtivo
PC	Previdência Complementar
PIB	Produto Interno Bruto
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
Proes	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
RGPS	Regime Geral de Previdência Complementar
RPPS	Regime Próprio de Previdência Social
SMC	Sistema de Mercado de Capitais
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
Previc	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
TAFIC	Taxa de Fiscalização e Controle da Previdência Complementar
VGBL	Vida Gerador de Benefícios Livres

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	15
1	WELFARE STATE E AJUSTES ESTRUTURAIS	21
1.1	Regimes de <i>Welfare State</i>	21
1.2	<i>Welfare State</i> e reformas pós anos 1970: adaptações aos novos riscos sociais ou processos de remercantilização.....	24
1.3	Tendências gerais de mudanças nos sistemas previdenciários.....	30
1.4	Mudanças no regime previdenciário brasileiro.....	38
2	VARIEDADES DE FUNDOS	43
2.1	Variedades de Capitalismo.....	43
2.2	O modelo de fundos de pensão americano.....	53
3	FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL	60
3.1	Previdência Complementar.....	60
3.2	Financiadores da dívida soberana, das privatizações e do desenvolvimento nacional.....	74
3.3	Pós-impeachment Dilma, criminalização dos Fundos de Pensão e novas reconfigurações.....	89
4	PREVI E A POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO 1 ENTRE OS ANOS DE 2016 E 2021	102
4.1	A Política de investimento do PB1, da Previ, durante o governo Dilma-Temer (2016).....	105
4.2	A Política de investimento: a manutenção da busca por liquidez de ativos (2017).....	109
4.3	A Política de investimento: aprimoramento da legislação de FIP e a Resolução 4.661 CMN (2018).....	113
4.4	A Política de investimento: investimentos no exterior e intervenções do governo Jair Bolsonaro (2019).....	118
4.5	A Política de investimentos em 2020: coronavírus e o impacto na economia.....	126
4.6	A Política de investimentos em 2021: preponderância da renda fixa..	129
	CONCLUSÃO	135
	REFERÊNCIAS	140

INTRODUÇÃO

Os fundos de pensão se desenvolveram, grosso modo, a partir da Segunda Guerra Mundial num cenário de ampliação dos direitos sociais, e também como um instrumento para os empregadores reduzirem os custos associados à legislação trabalhista diante das pressões por ampliação de direitos e garantias. Apenas a título de exemplo, o Sindicato dos Trabalhadores de Automóveis foi o primeiro a demandar e a receber benefícios via fundos nos Estados Unidos, tendo a *General Motors*, símbolo do capitalismo norte-americano, introduzido seu plano em 1950. Ademais, os fundos representavam uma importante fonte de recursos que poderia ser (re) investida na própria empresa. O desenvolvimento dos fundos de pensão nos EUA chegou a ser analisado no período como uma transferência de capital das empresas americanas para os trabalhadores, sugerindo estar em curso uma “socialização da riqueza” e a gestação de um novo capitalismo (Drucker, 1977).

Em meados dos anos 1970, com o início da famigerada crise do *Welfare State*, e a ascensão de governos mais alinhados à ideia do livre mercado, as políticas de desregulamentação financeira, abertura comercial e privatização de empresas estatais e serviços públicos começaram a ganhar apelo e serem implementadas, em especial, nos países de capitalismo mais avançado. Nessa nova conjuntura, os fundos de pensão ganharam um impulso adicional para seu desenvolvimento, tendo em vista que a maior integração financeira permitiu ampliar as possibilidades de investimentos, bem como criar novos instrumentos financeiros. Acrescenta-se ainda que os fundos passaram a ser utilizados pelos governos como mecanismos de contenção do crescimento das despesas públicas na área de previdência social. Ao analisar os fundos de pensão, Clark (2000) observa que, desde a década de 1980, os ativos individuais de pensão e aposentadoria aumentaram cerca de 12 vezes no Reino Unido. Nos Estados Unidos, de 1980 a 1997, os ativos cresceram cerca de 10 vezes mais, atingindo mais de US\$ 7 trilhões. Segundo OECD- *Pension Markets in Focus* (2019), entre 2008 e 2018, os ativos previdenciários cresceram em média 12,3% no Brasil e 7,1% nos Estados Unidos.

A literatura que investiga as reformas implementadas nos regimes de *Welfare State* avaliou essas transformações de maneira distinta, podendo estas serem interpretadas como um movimento em direção à recalibragem das políticas sociais ou como um recuo na responsabilidade pública e maior ênfase aos operadores privados.

Nesse contexto em que os fundos foram um dos grandes beneficiários das políticas de liberalização, alguns estudos (Lavinias, 2017; Lapavitsas, 2012) passaram a identificá-los como representantes máximos do processo de “mundialização das finanças” (Chesnais, 2005), responsáveis pela integração dos indivíduos/famílias nos circuitos financeiros; pressão pela maximização do valor do acionista; e pela instabilidade e fragilidade financeira nacional. Em suma, as finanças são retratadas como externas, relativamente homogêneas e restritivas da autonomia das políticas domésticas. Entretanto, é preciso considerar que os fundos são atores domésticos, com potencial de alterar os rumos das políticas públicas de investimento e desenvolvimento, e com sua atuação condicionada aos marcos regulatórios em que estão inseridos, as características do sistema financeiro nacional, a posição político-ideológica dos governos, e a participação ou não de sindicatos de trabalhadores na gestão dos fundos.

A influência desses condicionantes permite explicar os diferentes formatos de atuação dos fundos e as escolhas de investimentos ao redor do mundo. Por exemplo, os fundos de pensão americanos historicamente possuem uma maior propensão a investirem em ativos de renda variável e maior risco, enquanto os fundos de pensão latino-americanos apresentam maior exposição a ativos de renda fixa, em especial, títulos públicos. No caso dos países como Alemanha, França e Japão, os investimentos dos fundos tendem a se concentrar em ativos menos líquidos, como indústria, infraestrutura e em títulos da dívida pública (Santana, 2017). Essas diferenças dos fundos foram classificadas como “variedades de fundos de pensão” por alguns autores (Datz, 2014), realçando que estes apresentam características semelhantes aos seus países, não sendo “entidades abstratas”.

Para além dos condicionantes mencionados anteriormente, fatores como tamanho do fundo e patrocinador são decisivos para compreender a política de investimentos. Fundos maiores possuem maior capacidade de assumir riscos e acomodar perdas, bem como contam com uma estrutura maior de profissionais para avaliação dos ativos. A respeito do patrocinador, a atuação dos fundos varia de acordo com o perfil do patrocinador, a saber: público, privado ou instituidor (órgãos de classe), visto que o patrocinador detém influência nas decisões de alocação dos investimentos.

No caso brasileiro, esses dois fatores são de extrema relevância, visto que os maiores fundos de pensão nacionais são de natureza pública, e os patrocinadores, no

caso o governo, indicam membros aos conselhos que deliberam os rumos da política de investimentos. Dessa maneira, o governo consegue direcionar a atuação dos fundos para convergir com seus interesses, conforme será apresentado ao longo desta tese.

No Brasil¹, os ativos dos fundos de pensão atingiram R\$ 1,1 trilhão em dezembro de 2021, o equivalente a 12,8% do PIB nacional, sendo que mais de 60% desses recursos estão sob patrocínio público. Em 2011, por exemplo, o valor dos ativos era de R\$ 597 bilhões. O sistema possuía, em 2021, quase 8 milhões de participantes, sendo que cerca de 5 milhões já estavam em fase de recebimento de benefícios e 3 milhões na fase de acumulação de reservas (Previc, 2022). Tais cifras por si só justificam a relevância e necessidade de compreender a atuação dessas entidades. Todavia, é importante mencionar que esse crescimento dos fundos também foi incentivado por medidas governamentais, a saber: incentivo tributário para adoção; criação de fundo de previdência complementar para servidores públicos; adoção de reformas previdenciárias mais rígidas por distintos governos, com o objetivo de reduzir o valor futuro dos benefícios e estabelecimento de teto para os benefícios etc. Assim, a motivação de tais medidas também é algo a ser investigado.

Para além das elevadas cifras, estudos (Datz, 2013; 2014) afirmam que os fundos de pensão podem representar uma “complementaridade institucional”, tendo em vista que em alguns países eles vêm atuando como uma “alavanca financeira”, financiando projetos de infraestrutura, empreendimentos imobiliários e a dívida pública. Como é sabido, o Brasil apresenta uma considerável dependência de investimentos públicos para grandes projetos, em função da reduzida oferta de crédito privado de longo prazo. Dessa forma, os fundos de pensão podem, a partir de um ambiente macroeconômico favorável, com garantias e proteção institucional e com incentivos governamentais, suprir essa demanda.

Acrescenta-se ainda que a influência do governo não se limita aos fundos de pensão, pois estes ainda indicam nomes para participar dos conselhos das empresas que investem. Isto é, os fundos, no papel de acionistas/investidores, interferem nos rumos das empresas participadas. Essa atuação dos fundos como um “elo” entre o

¹ O sistema de previdência complementar brasileiro é composto pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), entidades com fins lucrativos que atuam no mercado de previdência privada; e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), entidades sem fins lucrativos, conhecidas como “fundos de pensão” e que são objeto de análise desta tese. Maiores informações sobre o sistema serão apresentadas no terceiro capítulo.

Estado e as empresas chegou a ser definida como “capitalismo de laços” (Lazzarini, 2011).

Por fim, vale aqui um questionamento: se os fundos de pensão são puros instrumentos de financeirização, por que os governos conservadores e movidos por pautas ultraliberais se engajam na destruição, criminalização ou remodelagem desses fundos?

A partir dessas considerações, esta tese tem como objetivo analisar a atuação dos fundos de pensão brasileiros, destacando suas variações ao longo dos distintos governos. A análise compreende os governos Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), Dilma Rousseff (2011-2016), Michel Temer (2016-2018) e Jair Bolsonaro (2019-2022). Ademais, também se propõe a examinar a política de investimentos do Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) entre 2016 e 2021, em razão de ser o maior fundo de pensão do Brasil e da América Latina. Historicamente, a atuação da Previ apresenta um perfil mais alternativo de investimentos, alocando majoritariamente recursos em ativos de renda variável e em outros ativos da economia real. Tal análise procura captar as variações nos investimentos a partir das distintas coalizões políticas no comando do Executivo Federal no período considerado, com destaque para as coalizões conservadoras que governaram o país entre 2016 e 2022. Como será demonstrado, esse período é marcado por fortes ataques a credibilidade do sistema e a criminalização de gestores e de algumas modalidades de investimentos.

Para tanto, o estudo se baseia na literatura produzida no campo da economia política, regimes do Estado de Bem-Estar Social e variedades de capitalismo. Com os aportes da economia política, pretende-se compreender as mudanças no cenário político, os rumos adotados na economia, e seus impactos para o segmento de previdência complementar; à luz da literatura sobre Estado de Bem-Estar, objetiva-se avaliar as reformas introduzidas a partir dos anos de 1970, e o surgimento de novos pilares no âmbito previdenciário (Esping-Andersen, 1995); por meio da literatura de variedades de capitalismo, procura-se analisar as variações de capitalismo e, conseqüentemente, dos fundos de pensão para além do argumento de convergência neoliberal (Hancké, 2009), ressaltando como algumas características influenciam na dinâmica dos fundos. Como fontes primárias, são utilizados os relatórios trimestrais e anuais, e balanços patrimoniais produzidos pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e pela Caixa de Previdência dos Funcionários do

Banco do Brasil (Previ); o Relatório Final da CPI dos Fundos de Pensão, e alguns documentos e reportagens da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Planos de Saúde de Autogestão (Anapar).

As hipóteses a serem testadas são: a política de investimentos dos fundos de pensão tem sido orientada por um forte componente político-ideológico, que se altera de acordo com a coalizão política que assume o Executivo Federal; e os fundos de pensão podem cumprir o papel de financiadores auxiliares do desenvolvimento econômico nacional. Isto é, devido ao longo tempo de acumulação dos recursos para pagamento dos benefícios previdenciários e seu elevado montante, tais recursos podem ser alocados em investimentos de longo prazo na economia real, contribuindo para a geração de empregos e desenvolvimento do país.

Esta tese está dividida em quatro capítulos, além desta introdução e conclusão. O primeiro capítulo se dedica a analisar as transformações ocorridas nos regimes de *Welfare State* e o desenvolvimento do pilar complementar no setor previdenciário. Ademais, o capítulo apresenta as reformas previdenciárias ocorridas no Brasil a partir de 1998, ressaltando os incentivos para a expansão dos fundos de pensão no país. A partir da literatura de variedades de capitalismo, o segundo capítulo procura investigar o “tipo” de capitalismo vigente no país, frisando suas especificidades no que se refere ao sistema financeiro, e mercado de capitais nacional. Além disso, também explora características acerca do modelo de fundos de pensão norte-americano, com o objetivo de traçar aproximações e diferenças com o caso brasileiro. O terceiro capítulo analisa o sistema de previdência complementar brasileiro, salientando as diferenças entre o sistema fechado e aberto (ofertado por bancos e seguradoras), e examina as variações nos formatos de atuação dos fundos de pensão ao longo dos governos, apontando como cada coalizão política utilizou-se dos recursos dos fundos para atingir seus interesses, assim como incentivou seu desenvolvimento por meio de inovações institucionais ou atacou o sistema. O quarto capítulo examina os relatórios anuais e balanços patrimoniais da Previ, fundo de pensão do Banco do Brasil, entre os anos de 2016 e 2021, procurando captar reverberações das ações da coalizão governista na política de investimentos, bem como as preferências por investimentos, empresas e setores pela Previ.

1. **WELFARE STATE E AJUSTES ESTRUTURAIS**

As pessoas estavam cansadas dos programas de governo esbanjadores e dos trapaceiros da previdência e assistência social; e elas estavam irritadas com o aumento constante de impostos e as regulamentações governamentais, os burocratas arrogantes e funcionários públicos que pensavam que todos os problemas da humanidade poderiam ser resolvidos com a entrega do dinheiro dos contribuintes para eles (Reagan, Ronald. *An American life*. 1990:147)

Este capítulo se propõe a discutir como os regimes de *Welfare State* e as transformações ocorridas nas sociedades capitalistas, que impactaram diretamente nos modelos e na economia política vigente a partir de 1970, foram avaliadas pela literatura especializada. Com essa investigação, pretende-se compreender como os fundos de previdência complementar/privada se inseriram na nova dinâmica capitalista, e foram estruturados no bojo desses ajustes.

Outro objetivo deste capítulo (e da tese), e considerado mais audacioso, é demonstrar que os fundos de pensão, por si só, não são representantes máximos do processo de mundialização financeira ou de uma onda neoliberal que varre o mundo. Apesar de tentador enquadrá-los dentro dessa perspectiva e reduzi-los a expoentes do neoliberalismo, tal afirmação pouco auxiliaria para compreender suas variações entre os países e sua natureza ambígua e, por vezes, contraditória. Dessa maneira, argumenta-se que estes devem ser analisados a luz de suas políticas regulatórias, regimes de investimento e bem-estar, inseridos em países com economias “mais coordenadas” ou “liberais” (Hall; Soskice, 2001). Ou seja, sua atuação é um desdobramento da existência ou não de determinadas “complementaridades estratégicas” que modulam os regimes produtivos das diferentes economias políticas nacionais (Hall; Soskice, 2001). O segundo capítulo da tese se debruçará mais a fundo sobre a literatura de variedades de capitalismo.

1.1 Regimes de *Welfare State*

O *Welfare State* não é uma criação arbitrária de políticos populistas, como sugere parte da teoria econômica neoclássica e neoliberal (Friedman, 1962;

Hayek,1960), mas resultado histórico de um longo processo de lutas sociais, de construção estatal e de avanço dos direitos de cidadania.

Diversos autores dedicaram-se a examinar a origem e o desenvolvimento do *Welfare State* moderno, destacando as distintas formas pelos quais este se manifestaria nas sociedades capitalistas. Em um primeiro momento, a variável explicativa estava relacionada ao “volume de gasto social” como resultado do desenvolvimento capitalista. Dessa maneira, países com percentuais/montantes de gastos próximos e arranjos de proteção social distintos apresentavam resultados redistributivos destoantes. Por exemplo, os Estados Unidos do pós-guerra estabeleceram um regime de bem-estar que, medido pelos gastos em previdência e assistência como percentual do PIB, era quase tão amplo quanto da Europa Ocidental (Hacker, 2002). Na sequência, as investigações procuraram qualificar a “natureza e forma desse gasto”, considerando as variáveis políticas e institucionais que determinam o avanço desses sistemas de proteção social em diferentes contextos nacionais (Esping-Andersen, 1990; Arretche, 1995).

Titmuss elaborou, em *Essays on the Welfare State*, seu conceito de “Divisão Social do *Welfare*”, organizando os diversos tipos de programas de bem-estar dentro de três categorias/tipos ideais: *welfare* social, *welfare* fiscal e *welfare* ocupacional, salientando os impactos que cada uma dessas formas de organização ocasionaria na evolução do *Welfare State* moderno (Titmuss, 1963).

Posteriormente, Esping-Andersen (1990,1995,1999) elaborou uma tipologia mais sofisticada sobre os regimes de *Welfare State*, destacando os diferentes formatos de provisão dos serviços sociais, a partir das estratégias de proteção social adotadas pelo Estado, mercado e as famílias. Lanzara (2006) chama atenção que a estabilidade institucional desses regimes é garantida pelas coalizões políticas e de classe, visto que estas produzem *feedbacks* no processamento das políticas sociais, reproduzem e intensificam a matriz institucional desses arranjos, impactando nos resultados de bem-estar no decorrer do tempo.

Assim, Esping-Andersen (1990) identificou três tipologias de regimes de *Welfare State* dos países de capitalismo avançado, quais sejam: o tipo liberal², em que o Estado possui uma função residual na provisão de serviços sociais, com

2 Países inclusos: Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Estados Unidos e Grã-Bretanha.

destaque para o mercado como provedor dos serviços; o conservador-corporativo³, em que as políticas de bem-estar são estratificadas a partir de características do mercado de trabalho. Nesse modelo, as famílias têm papel central nas estratégias de proteção social; e o social-democrata⁴, com políticas sociais universais ofertadas pelo Estado, sendo a “desmercadorização” da força de trabalho o aspecto central das políticas.

A tipologia de Esping-Andersen (1990) influenciou uma ampla gama de trabalhos posteriores que se dedicaram a investigar os regimes de *Welfare*, e também foi alvo de críticas por alguns autores. Pierson (2006), por exemplo, argumenta que os “três mundos” possuem uma abordagem demasiadamente holística. Dessa maneira, para o autor, variáveis como a conexão entre proteção social e os sistemas produtivos, apoio dos cidadãos à política social, e as relações entre a arena partidária e os sistemas de intermediação dos interesses são particularmente relevantes para compreender as variações do mundo de bem-estar (Pierson, 2006:74). Estas variáveis também são importantes para analisar as variedades de fundos de pensão.

Gough e Wood (2004) sugerem que a tipologia dos “três mundos” tende a enrijecer as análises para países e programas sociais que não se enquadrem nas definições tipológicas, não capturando as particularidades de cada caso. Além disso, apontam certo “eurocentrismo” ao comparar distintas trajetórias de arranjos de proteção social com características iniciais diferentes.

Algumas semelhanças do caso latino-americano ao regime “conservador-corporativo” podem ser apontadas. Por exemplo, o papel central de atores do sistema sociopolítico, tais como partidos e Estado na estruturação dos sistemas de proteção e no formato de inserção da força de trabalho nas políticas de bem-estar (Huber, 1996). Entretanto, há que se pesar, no caso latino-americano, a existência de um mercado de trabalho dual, com ampla informalidade e salários baixos; sistemas tributários com baixa progressividade; e políticas sociais universais com problemas estruturais.

Um esforço empreendido para compreender e classificar os *Welfare States* latino-americanos foi realizado por Filgueira e Filgueira (2002). Para os autores,

3 Países inclusos: Alemanha, Austrália, Bélgica, França, Itália, Holanda, Japão, e, de certa forma, os welfares de tardios, como Portugal, Espanha e Grécia.

4 Países inclusos: Dinamarca, Suécia, Noruega e, de forma marginal, Finlândia.

Argentina, Chile e Uruguai seriam os mais inclusivos em termos redistributivos, sendo classificados como “universalista-estratificado”. Este arranjo não reforçou os efeitos de segmentação das políticas sociais. Brasil e México são identificados como “regimes duais”, visto que seus respectivos sistemas de proteção social realçaram aspectos de estratificação, que operam historicamente a partir de bases corporativistas, clientelistas e patrimoniais. Grosso modo, a proteção social foi expandida apenas para os segmentos da força de trabalho que atuam em setores mais dinâmicos da economia, introduzidos nas modernas estruturas de proteção social estatal por meio do sistema de representação corporativa de interesses. Tal fato explicaria os indicadores sociais inferiores aos países do modelo “universalista-estratificado”, apesar dos níveis superiores de desenvolvimento econômico.

1.2 *Welfare State* e reformas pós anos 1970: adaptações aos novos riscos sociais ou processos de remercantilização?

O período que se estende entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 1970 é caracterizado pela expansão das políticas sociais, que deixam de estar lastreadas apenas nos vínculos empregatícios e passam a contemplar distintos grupos sociais, como adolescentes, crianças e minorias étnicas (Esping-Andersen, 1985). Neste momento, a quase totalidade dos países capitalistas centrais aproxima-se de um cenário de pleno emprego, fato que favorece o advento de pressões salariais e demandas por expansão da rede de proteção social, acarretando em problemas fiscais para diversos países (Esping-Andersen, 1990).

O Relatório Beveridge, em 1942, estabeleceu novos parâmetros de responsabilidade pública nacional nas áreas de seguridade e assistência social e criou o maior programa de saúde pública na época do mundo, o *National Health System* (NHS), na Inglaterra. O caso inglês chama atenção, visto que está enquadrado no regime residual liberal, apesar da forte presença da prestação de serviço público na área da saúde ainda hoje. A Declaração da Filadélfia (1944), da Organização Mundial do Trabalho (OIT), firmou o compromisso de combater à mercantilização do trabalho (Kerstenetzky, 2012).

Parte da explicação para a expansão dos serviços públicos está associada à adoção das políticas keynesianas, por parte do Estado, para assegurar o pleno emprego e o crescimento econômico, em um contexto de baixa inflação. Esping-Andersen (1990) aponta que o *Welfare State* se tornou o principal empregador em diversos países. O *National Health System* se tornou o maior empregador da Europa Ocidental naquele período. Em 1985, período de desaceleração econômica, 11% do emprego na Alemanha e 26% na Suécia estavam concentrados na prestação de serviços pelo *Welfare State* (Kerstenetzky, 2012).

Nos anos de 1970, os sinais de esgotamento do modelo que permitiu a rápida expansão econômica do pós-guerra começam a ser observados e agravados com a industrialização de países periféricos, e a redução da capacidade de endividamento dos Estados e empresas (Streeck, 2014). Tais fatos contribuem para a redução da rentabilidade dos investimentos e abrem caminho para as manifestações contrárias ao Estado Social. O choque do petróleo, em 1973, é o fator que agrava a crise em curso caracterizada, entre outras coisas, pelo quadro de sobreinvestimento, redução da rentabilidade capitalista (em função do aumento dos salários acima dos níveis de produtividade econômica), e esgotamento dos mercados para bens duráveis e de consumo (Streeck, 2014). Ainda na década de 1970, o colapso do acordo de *Bretton Woods* criou condições favoráveis para os movimentos especulativos do capital financeiro.

Em uma conjuntura de redução da produção em praticamente todos os países capitalistas e aumento do desemprego, acompanhado de inflação (Streeck, 2014), abriu-se margem para o questionamento do pacto social capitalista do pós-guerra. Grosso modo, o diagnóstico das origens da crise apontava a explosão de demandas, os gastos estatais e a excessiva regulamentação do mercado de capitais e de trabalho como responsáveis.

Acrescentam-se a estes argumentos as transformações estruturais da economia global, as mudanças na composição populacional, como aumento da expectativa de vida e queda nas taxas de fecundidade. Cabe salientar que o último diagnóstico refere-se especialmente ao caso europeu, dado que, nos países periféricos, o pacto social sequer havia sido construído (Kerstenetzky, 2012). Nesse cenário, reformas nos sistemas previdenciários começaram a ser implementadas, elevando o tempo de contribuição e reduzindo a responsabilidade pública na provisão (incentivo ao pilar privado, via renúncia tributária).

As novas condições ocasionadas pela desestruturação dos antigos formatos de regulação fixados no pós-guerra e a liberalização crescente do comércio mundial e dos ativos financeiros impactaram diretamente nos regimes de *Welfare State*. Entretanto, destaca-se que parte considerável das alterações se deu de maneira incremental - à exceção do Chile (contexto autoritário), e de países anglo-saxões (Kerstenetzky; Pereira, 2018). Tal fato reforça a tese de Pierson (2006) a respeito das dificuldades em se implementar reformas radicais nos sistemas de proteção social, dado o peso dos arranjos institucionais na conformação dos regimes, e a intensidade do apoio eleitoral as políticas de bem-estar

Pierson (1996; 2006) argumenta que a política do *Welfare State* ampliou sua base de defensores, fato que vem tornando onerosas reformas radicais nesses sistemas. Além disso, alguns programas sociais são mais propensos a despertar reação organizada ao seu desmonte do que outros, como é o caso das aposentadorias e pensões.

No que se refere ao impacto dos arranjos institucionais na configuração dos regimes, alguns trabalhos no âmbito do institucionalismo histórico (Pierson, 1996; 2006; Thelen e Steinmo, 1994; Hall, 1993) vêm ressaltando os padrões de continuidade de trajetória de políticas ao longo do tempo. Outros estudos também apontam como os resultados das políticas estão condicionados pelos desenhos institucionais e organizativos, que tendem a se reeditar, inclusive os considerados ineficientes (North, 1990; Pierson, 2006).

Estudos recentes (Kerstenetzky; Pereira, 2018) revelam que o gasto público social não se reduziu ao longo do período de 1980-2016 nos países do bloco da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Todavia, apesar de o gasto não ter se reduzido no decorrer do tempo, sabe-se que os regimes passaram por diversas reformas e a desigualdade vem aumentando na maioria dos países (Piketty, 2014; Milanovic, 2016). Resta-nos entender o que aconteceu.

Antes de apresentar a avaliação da literatura a respeito do tema, cabe lembrar que parcela das ideias contrárias ao *Welfare State* e a intervenção estatal foram gestadas e disseminadas por *think thanks* entre os anos de 1960-1970. Parte dessas instituições foram criadas e financiadas com recursos de grandes empresas, com o objetivo de produzirem materiais, com roupagem acadêmica, que subsidiassem algum ponto de vista estabelecido previamente. Por exemplo, a *Heritage Foundation* criada em 1973 com dinheiro empresarial e que exerceu papel de destaque durante o

governo Reagan (Krugman, 2010). Conforme argumenta Friedman (1962) “só uma crise – real ou percebida - produz a verdadeira mudança. Quando essa crise ocorre, as medidas que se tomam dependem das ideias que estão pelo ar”.

As reformas de 1980 e 1990 foram avaliadas pela literatura de forma distinta. Por um lado, foram analisadas como adaptações funcionais aos novos riscos sociais (Pierson, 2006). Por outro, como processos de remercantilização, redução da responsabilidade pública e dualidade com o setor privado (Palier, 2010).

Para a primeira interpretação, as mudanças seriam uma forma de enquadrar (“recalibragem”) o *Welfare State* em um novo ambiente globalizado, de desindustrialização, com nova composição familiar, novas relações de gênero, mudanças demográficas, e alterações nos regimes políticos e níveis de mobilização política (Kerstenetzky, 2012). Grosso modo, os riscos sociais relacionados ao antigo modelo fordista industrial foram substituídos por um conjunto de novos riscos, que requerem novos formatos de proteção (Bonoli, 2005). Dentre essa nova área de atuação, destacam-se as políticas ativas de mercado de trabalho, e as políticas que se propõe a conciliar vida familiar com o trabalho (por exemplo, creches e cuidados parentais generosos).

As interpretações que apontam para a retração da responsabilidade pública demonstram a queda real no valor dos benefícios, o acesso mais restritivo aos programas, mudança na estrutura de tributação (redução da progressividade), com aumento do apoio a impostos indiretos. Ademais, a dualidade na provisão dos serviços é central. Enquanto a primeira fase do *Welfare State* é marcada pela provisão pública estatal, a nova fase é caracterizada pela expansão da provisão privada (Palier, 2005; 2010; Kautto, 2010; Pierson, 1996).

Como é sabido, a adoção de reformas criando sistemas previdenciários de múltiplos pilares, provisão privada de serviços, políticas de *workfare*⁵, e alteração nas regras de elegibilidade dos benefícios ocorreram na maioria dos países. De 1981 a 2014, trinta países privatizaram total ou parcialmente seus sistemas previdenciários obrigatórios (OIT, 2018). Quatorze são da América Latina, sendo o Chile o pioneiro em 1981. Outros quatorze são do leste europeu e da antiga União Soviética, e dois são da África (OIT, 2018). Até 2018, dezoito países tinham revertido total ou parcialmente

5 As políticas de *workfare* podem ser definidas como políticas que exigem aos cidadãos que trabalhem em troca dos benefícios da assistência social. Uma espécie de “bem-estar em troca de trabalho”.

a privatização, sendo que a maioria foi impactada negativamente pela crise de 2008. No Chile, as *Administradoras de fondos de pensiones* (AFPs) perderam cerca de 60% de todas as prestações acumuladas entre 1982 e 2008. No Peru, os ativos dos fundos caíram 50% durante a crise. Em alguns países, o Estado precisou intervir para manter o pagamento dos benefícios. Em 2008, o governo chileno pagou complemento aos aposentados, na Argentina a mesma coisa ocorreu aos aposentados do pilar privado (OIT, 2018).

Tabela 1 - Países que privatizaram seus sistemas previdenciários e reverteram parcial ou total

Países	Ano de Privatização	Reversão Parcial- Total
Chile	1981	
Peru	1993	
Argentina	1994	2008
Colômbia	1994	
Uruguai	1996	
Bolívia	1997	2009
México	1997	
Venezuela	1997	2000
El Salvador	1998	
Nicarágua	2000	2005
Costa Rica	2001	
Equador	2001	2002
República Dominicana	2003	
Panamá	2008	
Hungria	1998	2010
Cazaquistão	1998	2013
Croácia	1999	2011
Polônia	1999	2011
Letônia	2001	2009
Bulgária	2002	2007
Estônia	2002	2009
Rússia	2002	2012
Lituânia	2004	2009
Romênia	2004	2017
Eslováquia	2005	2008
Macedônia	2006	2011
República Tcheca	2013	2016
Armênia	2014	
Nigéria	2004	
Gana	2010	

Fonte: OIT, 2018

Em suma, o balanço geral dessas experiências, realizado pela OIT, indica uma estagnação ou diminuição das taxas de cobertura (Argentina caiu cerca de 20%,

enquanto Bolívia e Uruguai permaneceram estagnados); os valores das aposentadorias e pensões reduziram, aumentando a pobreza na velhice; as desigualdades de gênero se elevaram (Bolívia, por exemplo, a proporção de mulheres idosas que recebem aposentadoria caiu); custos de transição elevados; governança frágil com ausência de representantes dos contribuintes/trabalhadores; e concentração dos gestores de fundos (Chile tinha 21 fundos privados em 1994, e apenas 5 em 2008; Bolívia, apenas 2).

Ao analisar as reformas previdenciárias (reformas incrementais) na França, Palier (2007) destacou como os fundos de pensão transformaram o sistema de repartição francês; considerado um sistema difícil de ser modificado por reformas mais radicais. Até a década de 1990, a introdução dos fundos de pensão na França sofreu forte oposição dos sindicatos e partidos de esquerda. Porém, algumas reformas incrementais, introduzidas a partir de 1992 por diversas coalizões de governo, tornaram os benefícios previdenciários de repartição menos atrativos para diversas categorias profissionais. Paralelamente a isso, houve um avanço dos fundos de pensão ocupacionais proporcional à diminuição das taxas de reposição das aposentadorias destinadas aos trabalhadores filiados ao sistema público (Palier, 2007).

No que se refere ao caso brasileiro, cabe tecer breves comentários. Inicialmente, o Brasil não privatizou seu sistema previdenciário, apenas ampliou o segmento complementar (reformas incrementais). O modelo de fundos de pensão nacional possui uma governança relativamente avançada que garante a participação de representantes dos trabalhadores/assistidos nos conselhos dos fundos por meio de eleições diretas. Dessa maneira, podem influenciar na decisão de alocação dos recursos. Também existe uma legislação destinada a orientar (estabelecer limites) a aplicação dos recursos dos fundos, impedindo aplicações elevadas em ativos de alto risco e/ou concentração excessiva em um único ativo. Por exemplo, em 2008, o total de ativos apresentou uma variação real negativa de 8,17%, considerada baixa se comparada aos exemplos anteriores. Ademais, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) tem uma atuação ativa na fiscalização dos fundos. Tais fatos serão analisados no decorrer dos próximos capítulos.

O que deve ficar claro em relação a esses argumentos, é que os fundos de pensão podem ser analisados a partir de ambas as vertentes interpretativas (“recalibragem” ou retratação da responsabilidade pública). Estes podem ser

manejados como instrumentos de contenção das pressões fiscais sobre os Estados, como meio para o aumento da poupança nacional e desenvolvimento do mercado de capitais. Por outro lado, podem ser utilizados para desresponsabilização do Estado perante a prestação do seguro social, e para atender interesses de bancos e seguradoras que desejam gerenciar os ativos. Como se verá adiante, os fundos de pensão possuem uma natureza dual, podendo cumprir distintos papéis. Dessa maneira, torna-se particularmente relevante, para compreender essas variedades, analisá-los à luz dos marcos regulatórios em que estão inseridos, das características do regime de financiamento e de previdência, da posição político-ideológica dos governos e da participação dos sindicatos na gestão dos fundos.

1.3 Tendências gerais de mudanças nos sistemas previdenciários⁶

Nas últimas décadas, as pressões fiscais sobre os governos, as mudanças demográficas e as transformações nos mercados de trabalho trouxeram substanciais desafios aos sistemas de seguridade social. A conjunção desses fatores afetou diretamente as bases de financiamento da previdência pública, contribuindo para a emergência de uma série de reformas que lentamente reinseriram a lógica da autoproteção dos riscos nos sistemas previdenciários.

Diante da retração do Estado e lançando mão de novas técnicas de classificação dos riscos, as empresas financeiras passaram crescentemente a disseminar uma variedade de serviços de bem-estar “customizados”, que antes eram providos pelos Estados de maneira mais uniforme. No encaço desses processos, bancos e seguradoras se transformaram nos “novos avalistas dos riscos individuais” (Fourcade e Healy, 2013, p.7).

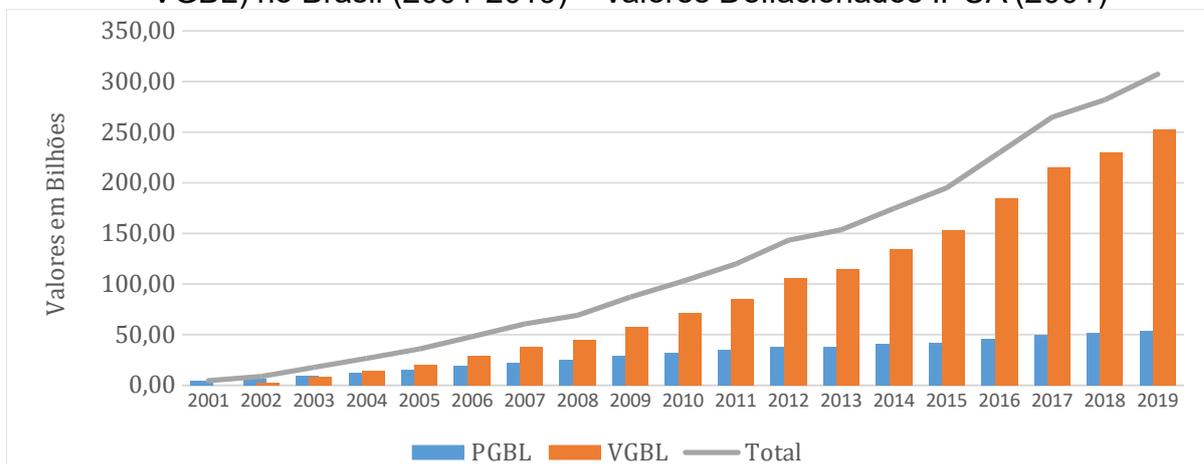
Mudanças na estrutura de governança das empresas financeiras, somadas a um crescente processo de endividamento das famílias e privatização dos riscos, contribuíram para acentuar a expansão do mercado de seguros privados (Crouch, 2009; Streeck, 2014). Nos Estados Unidos, por exemplo, os planos privados de aposentadoria cresceram rapidamente. Esse crescimento é consequência, entre outras coisas, do rebaixamento dos valores das aposentadorias pagas pelo sistema

6 Este subcapítulo reproduz trechos do artigo: Lanzara, A.P; Salgado Silva, B. (2021). As reformas previdenciárias no Brasil e a expansão da previdência complementar (no prelo).

público. Soma-se a isso a crescente desestruturação do mercado de trabalho estadunidense, que tornou o sistema previdenciário público do país disfuncional para enfrentar os riscos relatados aos processos de automação e precarização dos postos de trabalho, denotando uma situação de “privatização dos riscos sem privatização dos arranjos públicos de proteção” (Hacker, 2004, p. 256). Como é de conhecimento, o movimento sindical americano entrou em colapso a partir da década de 1970. Em 1960, o percentual de trabalhadores assalariados sindicalizados era de 30,4%, em 1999, era 13,5%. Parte da explicação para o recuo está relacionada à campanha contrária do governo Ronald Reagan (Krugman, 2010).

A expansão dos seguros privados não surge isenta de consequências sociais e políticas. Além de promover o advento de relações sociais mais atomizadas e insolidárias, essa expansão possibilita a emergência de novas formas de estratificação que alteram radicalmente a percepção dos indivíduos sobre suas diferenças e desigualdades (Fourcade e Healy, 2013). Ademais, a difusão dos arranjos de capitalização transforma os segurados da previdência em “investidores individuais”, constituindo uma base de legitimidade para os governos consolidarem suas políticas de liberalização (Schamis, 2002).

Gráfico 1 - Evolução dos recursos dos fundos previdenciários privados (PGBL e VGBL) no Brasil (2001-2019) – Valores Deflacionados IPCA (2001)



Nota: Recursos controlados por bancos e seguradoras privadas. Não inclui os ativos dos fundos de pensão fechados.

Fonte: O autor, a partir dos dados da Susep (2020)

A despeito da perda de apoio político relacionado ao advento dos sistemas de capitalização, políticos e burocratas, igualmente, têm incentivado o crescimento de tais sistemas. A privatização dos fundos públicos de previdência, além de se apresentar como solução alternativa para os governos atenuarem as pressões fiscais sobre seus orçamentos, também tem estimulado o crescimento de grandes indústrias domésticas de serviços financeiros (Orenstein, 2008; Naczick e Palier, 2014). Entretanto, na maioria dos países latino-americanos as consequências negativas da transição do sistema público de repartição para o sistema privado de capitalização foram subestimadas e os resultados esperados para o alívio das “pressões fiscais” não foram verificados (OIT, 2018; Ortiz et al., 2019).

É importante discutir aqui alguns aspectos sobre a emergência de tais serviços no sentido de revelar sua particular forma de utilização pelos governos. Tome-se o exemplo dos fundos de pensão. Organizados a partir de esquemas de capitalização variados, os fundos de pensão tornaram-se os principais arranjos alternativos e complementares aos regimes públicos de repartição. Parte da literatura interpreta esses fundos como poderosos instrumentos de “financeirização” das economias domésticas. De acordo com essa perspectiva, os fundos de pensão são instituições *profit-seeking* e se constituem em autênticos representantes do avanço das finanças sobre os sistemas de proteção social (Lazonick e O’Sullivan, 2000; Van der Zwan, 2017).

Não resta dúvida que os fundos de pensão ganharam força e expressão sob a égide de um capitalismo crescentemente financeirizado (Chesnais, 2005). Porém, deve-se ressaltar que a difusão dos fundos de pensão como instrumentos de financeirização é um fenômeno mais saliente nos países anglo-saxões. Diversos fatores explicam essa peculiar difusão dos fundos nesses países. Neles, o poder das grandes corporações, aliado à disseminação de uma cultura liberal e individualista, constrangeu o desenvolvimento de arranjos públicos de previdência (Clark, 2000). Assim, dado o baixo poder de atração da previdência pública junto aos assalariados, os fundos privados alternativos encontraram poucos obstáculos para se expandir. Ademais, medidas legais e fiscalistas adotadas pelos governos desses países para incentivar o crescimento dos fundos de pensão possibilitaram que os ativos neles disponíveis fossem capitalizados e que sobrepujassem os seus passivos, transformando os fundos em grandes “investidores institucionais” (Clark, 2000). Desde o final da década de 80, os fundos dos países anglo-saxões, especialmente dos

Estados Unidos, passaram a orientar a aplicação da sua enorme massa de recursos para ativos mais arriscados, diversificando o seu portfólio de investimentos e buscando diferentes formas de rentabilidade, inclusive nos mercados financeiros internacionais (Schelkle, 2019).

Entretanto, é importante destacar que os fundos de pensão nem sempre são levados pela lógica da finança. A variável temporal é uma dimensão analítica importante para capturar as diferentes funções que os fundos de pensão desempenharam nas economias capitalistas. Durante o ciclo fordista de regulação das economias políticas, a utilização de fundos previdenciários (de capitalização coletiva inclusive) para fomentar estratégias nacionais de desenvolvimento, que paradoxalmente também se constituíram como estratégias de fortalecimento da acumulação capitalista, se tornou um fenômeno recorrente. Aliás, antes mesmo do padrão fordista-keynesiano despontar no horizonte, vários países de industrialização tardia (*latecomers*), a exemplo dos países escandinavos, viabilizaram formas alternativas de investimento que levaram os fundos a desempenhar importantes papéis desenvolvimentistas e de incremento das políticas nacionais de bem-estar (Kangas, 2006; Anderson, 2019).

Vale ainda lembrar que, nesses países, algumas questões práticas relacionadas à gestão dos fundos do seguro social aproximaram sindicatos, empresários e altos oficiais do governo, conferindo aos trabalhadores poder de decisão na formulação de políticas sociais e econômicas. Como salienta Philip Manow (1997), a rápida recomposição do movimento operário alemão em 1890, após a fratura provocada por Bismarck sobre a organização dos sindicatos, surgiu concomitantemente ao advento de formas inovadoras de gestão dos fundos previdenciários. Pertencer a uma carreira profissional como a de *kassenbeamter* (um administrador sindical de fundo previdenciário) tornou-se a primeira grande oportunidade para os trabalhadores alemães entrarem no domínio da burocracia estatal – que, à época, era composta exclusivamente por indivíduos recrutados junto às fileiras da velha aristocracia *Junker*. A entrada dos trabalhadores nesse domínio, além de ter contribuído para democratizar os critérios de recrutamento para a burocracia, ajudou a disseminar no seio da classe operária alemã uma “cultura administrativa”, que logo se tornaria um recurso de ação coletiva para a classe trabalhadora reivindicar novos direitos (Manow, 1997, p.11). Mais importante ainda é destacar que essas práticas foram configurativas do sistema de relações industriais

alemão, conformando um “modelo de capitalismo” coordenado e baseado em ajustes negociados entre trabalhadores e empresários (Thelen, 2001).

É claro que a direção tomada pelos fundos de pensão nos diferentes países depende de como o Estado maneja o seu arcabouço regulatório para orientar os investimentos e constranger atividades especulativas. Enquanto os países do modelo anglo-saxão geralmente induzem seus fundos de pensão a maior exposição aos riscos do mercado financeiro, muitos países da Europa Continental têm introduzido regulações que forçam seus fundos a garantir taxas mínimas de retorno sobre os investimentos e os montantes poupados pelos segurados (Wib, 2015). Ademais, é importante salientar que em vários países os fundos de pensão são administrados de forma não lucrativa, limitando a margem de ação das companhias seguradoras. Essa forma de administração é notória nos países em que os fundos contam com forte participação sindical (Anderson, 2019).

Nesse aspecto, a literatura sobre “variedades de capitalismo” fornece importantes aportes analíticos para compreender como os fundos de pensão estão subordinados a diferentes políticas regulatórias, regimes de investimento e de bem-estar, inserindo-se ainda nos distintos “sistemas financeiros” de países com economias mais “coordenadas” e “liberais” (Hall e Soskice, 2001; Estevez-Abe *et al.*, 2001). Nessas diferentes economias, o modo variado de atuação dos fundos é um desdobramento da existência (ou não) de certas “complementariedades estratégicas”; que no caso das “economias de mercado coordenadas” imbricam os sistemas financeiros ao fortalecimento das empresas, mercados de trabalho e sistemas de proteção social (Hall e Soskice, 2001).

Vale mencionar que mesmo recentemente, diante de um cenário de endividamento público e de economias cada vez mais financeirizadas, em alguns países emergentes, incluindo o Brasil, os fundos de pensão têm desempenhado importantes papéis, estabelecendo relações simbióticas entre atores estatais e empresariais na busca de estratégias para potencializar os investimentos produtivos. Diferentemente dos países anglo-saxões, a experiência recente de alguns países latino-americanos com os fundos de pensão, em que houve maior participação do Estado na alocação e direção dos investimentos, embora se mostrasse efêmera, levou alguns autores a nomear essa experiência de “desenvolvimentismo de fundos de pensão” (Datz, 2014, p.484).

Entretanto, a mera intenção de políticos e burocratas de transplantar acriticamente “modelos de fundos de pensão” no sentido de produzir um incremento das taxas investimento nas suas economias domésticas - na ausência das “complementaridades” acima destacadas - pode se constituir num “voo cego” em vista da natureza ambígua dos fundos e da incerteza dos seus resultados.

Durante as décadas de 1980 e 1990, vários países em desenvolvimento buscaram emular a estrutura institucional dos fundos de pensão dos países anglo-saxões. Em alguns países da América Latina, o desenvolvimento do mercado de capitais foi promovido por meio da privatização dos fundos públicos previdenciários e da conseqüente introdução de sistemas individuais de capitalização (Madrid, 2003; Mesa-Lago, 2004). Dada à crônica escassez de capital privado das economias latino-americanas, a privatização dos sistemas previdenciários foi colocada como um imperativo para os países da região elevarem suas taxas de poupança interna. A ideia disseminada para esses países, por diversos organismos internacionais, era que a “liberalização” dos recursos previdenciários retidos pelo Estado criaria um volume suficiente de recursos financeiros para facilitar o acesso das firmas aos investimentos. No entanto, os resultados desses processos foram pífios; elevando não a poupança doméstica dos países que optaram por privatizar seus arranjos públicos previdenciários, mas os níveis de desigualdade e insegurança das suas populações, levando alguns países a reverter total ou parcialmente seus processos de privatização, conforme apresentado acima (Hujó e Rulli, 2014; Ortiz *et al*, 2018).

Mais importante do que destacar as “propriedades imanentes” dos fundos de pensão é analisar sua peculiar natureza contraditória. A dinâmica de atuação dos fundos revela uma tensão constitutiva advinda dos seus diferentes modos de atuação e apreensão pelas coalizões políticas e interesses organizados; operando ora como um instrumento a serviço da especulação financeira; ora como um mecanismo para potencializar os investimentos produtivos nas economias nacionais; ora como as duas coisas ao mesmo tempo. Os fundos podem ser utilizados para expandir o emprego e incrementar os investimentos nos sistemas públicos de bem-estar; e ao contrário, como instrumentos de retração desses sistemas. Além disso, esses fundos são cobiçados por uma diversidade de interesses, tornando-se objeto de acirradas disputas por parte de seguradoras, bancos e grandes conglomerados empresariais; mas também de sindicatos, burocracias, e sobretudo de políticos interessados em manipular o caráter ambíguo dos fundos para perseguir diferentes objetivos.

Políticos e burocratas, em particular, se veem cada vez mais premidos a utilizar a natureza ambígua dos fundos de pensão para conciliar objetivos contraditórios em face das pressões fiscais que atualmente incidem sobre os sistemas de repartição. Fazem isso, no entanto, como uma aposta; conscientes do fato de que contam com poucas escolhas, podendo inclusive se defrontar com novos dilemas e dificuldades.

A crise financeira de 2007/2008 revelou o caráter contingente e incerto dos resultados dos fundos de pensão.⁷ Apesar de a crise se configurar como um fenômeno politicamente saliente, exigindo medidas corretivas por parte dos governos, estes continuaram limitados por constrangimentos fiscais (e sem a opção de aumentar os seus benefícios públicos de seguridade). Além disso, como consequência da crise, os fundos de pensão têm direcionado os seus recursos para ativos menos arriscados, como títulos da dívida. Em contextos de juros baixos as taxas de retorno são prejudicadas, comprometendo a rentabilidade dos seus ativos, inclusive colocando em risco os montantes poupados pelos segurados. Desse modo, desenvolve-se um *trade-off* na dinâmica de operação dos fundos entre a necessidade de maior volatilidade/risco e segurança/retorno dos investimentos (Hassel *et al.*, 2019). E isso, por sua vez, requer dos governos novas capacidades regulatórias, além de certo malabarismo, para lidar com a ambiguidade dos fundos a respeito da natureza incerta dos seus resultados.

Deve-se ressaltar que as tendências observadas acima não são uniformes e convergentes. Consideráveis obstáculos políticos e institucionais impedem que as diferentes economias políticas sigam as mesmas “trajetórias de liberalização” (Thelen, 2012).

A literatura que investiga os fatores responsáveis pela resiliência das instituições de bem-estar aos processos de reforma aponta exatamente para essa ausência de convergência como principal prova da diversidade que ainda caracteriza as economias capitalistas e, conseqüentemente, os arranjos de bem-estar nacionais. De acordo com essa literatura, as reformas de natureza privatizante nos sistemas previdenciários de repartição são constrangidas pelos efeitos *path dependence* legados das políticas prévias (Myles e Pierson, 2001; Häusermann, 2010). Tais sistemas estariam assentados sobre arranjos institucionais bastante sólidos, visto que os processos que presidiram suas políticas no passado – constituídas por um legado

7 Durante a crise financeira, os ativos dos fundos de pensão dos países da OCDE sofreram uma desvalorização de 25%, e nem todos conseguiram se recuperar dessa perda (Hassel *et al.*, 2019).

corporativista – criaram coalizões de interesse, além de incentivos materiais, que favoreceram a continuidade dessas políticas no tempo. Portanto, os sistemas previdenciários de repartição são exemplos de instituições duráveis e difíceis de serem modificadas: eles carregam consigo fortes propriedades inerciais; materializam relações contratuais de longo prazo entre gerações (Myles e Pierson, 2001); produzem benefícios materiais bastante tangíveis e, metaforicamente, se assemelham a “elefantes em movimento” (Hinrichs, 2009).

Duas principais razões justificariam a ausência de reformas radicais nesses sistemas. A primeira é de ordem econômica e se relaciona aos custos fiscais decorrentes da transição de um modelo público de repartição para um modelo privado de capitalização. A segunda é de ordem política e está associada aos interesses vinculados ao modelo de repartição, visto que este guarda uma íntima relação com os sindicatos e associações profissionais, os quais se constituem na base de sustentação dos arranjos bismarckianos de seguro social (Bonoli, 2000).

Os benefícios dos sistemas públicos de previdência proporcionam importantes recursos econômicos e de ação coletiva para diferentes grupos de trabalhadores. Assim, sindicatos e grupos corporativos se apresentam como poderosos atores ao pressionar políticos para barrar mudanças radicais na proteção social (Tsebelis, 1999). Haveria, portanto, suficientes razões para esses grupos obstruírem tentativas de reformas mais radicais, sobretudo quando estas buscam “nivelar” os benefícios de algumas categorias profissionais.

A rigor não existe uma relação automática entre maior presença dos sindicatos e preservação dos arranjos públicos de bem-estar. É claro que os poderes de pressão do sindicalismo aos intentos mais ousados de reforma são mais salientes em países onde a fragmentação corporativa dos sistemas previdenciários se estruturou dentro de arranjos públicos de provisão - caso dos sistemas bismarckianos europeus que contam com forte participação sindical.

Deve-se destacar, todavia, que em alguns contextos específicos os sindicatos se tornaram importantes “parceiros” das coalizões reformistas. Apesar de geralmente haver resistência dos sindicatos às reformas privatizantes, em alguns países os poderes de veto do sindicalismo podem funcionar num sentido oposto àquele verificado nos meios sindicais europeus. Tal situação é típica de países em que o sindicalismo é muito pulverizado, possuindo fracas conexões com os sistemas públicos de provisão, e onde o crescimento dos benefícios ocupacionais privados se

deu de forma bastante acentuada e paralelamente ao sistema público previdenciário - caso dos Estados Unidos (Béland, 2001).

Cabe também salientar que durante o auge dos processos de liberalização na América Latina no início dos anos 90, os governos de Carlos Menem na Argentina, de Salinas de Gortari no México e de Carlos Andrés Pérez na Venezuela (governos representantes de partidos com fortes bases sindicais) se utilizaram deliberadamente de sua maior interlocução com os sindicatos para impor reformas bastante impopulares. Além disso, aproveitaram-se da existência de sistemas de provisão de benefícios altamente fragmentados e desiguais para cooptar sindicatos dispostos a negociar sua fidelidade aos temas trabalhistas em troca de benefícios privados de bem-estar (Murilo, 2001). Em suma, a fragmentação corporativa de alguns sistemas previdenciários de repartição pode contribuir para sua maior resiliência institucional, dependendo das características do movimento sindical e do seu grau de coesão em torno da defesa dos arranjos públicos.

1.4 Mudanças no regime previdenciário brasileiro

No Brasil, as discussões a respeito da necessidade de reformar o sistema previdenciário começaram a ganhar força durante a revisão constitucional prevista para ocorrer cinco anos após a Constituição Federal de 1988. Na época, o governo estabeleceu um convênio com a CEPAL para avaliar as deficiências e alternativas ao modelo previdenciário. Na Câmara dos Deputados foi instalada uma comissão especial para estudo do sistema previdenciário nacional (Andrade, 1999).

Os trabalhos da Comissão, “Relatório Antônio Britto”, sinalizavam para a necessidade de ajustar as fontes de financiamento do sistema e definir um sistema misto, sem prejuízo da população mais carente (sem capacidade de poupança) (Andrade, 1999).

Nesse período, as entidades empresariais, com destaque para a FIESP, passaram a se movimentar para influenciar o processo de revisão constitucional. Delgado (2001) revela que diversos seminários foram realizados apregoando a necessidade de privatização da previdência, tendo em vista a “reconhecida incapacidade estatal”. As propostas defendiam a criação de uma previdência básica,

que cobriria os trabalhadores que recebessem até três salários-mínimos e seria financiada por contribuição compulsória, em contas individualizadas, de todos os trabalhadores, não fazendo distinção entre urbanos e rurais, públicos e privados, no limite de 10% do salário de contribuição, acrescida de uma contribuição solidária compulsória de 10% de todos os rendimentos do trabalho (Delgado, 2001). A partir da adoção do sistema, os encargos sociais do modelo vigente seriam transferidos pelos empregadores aos salários dos trabalhadores. No caso dos trabalhadores que angariassem salários superiores a três salários-mínimos, estes poderiam optar pelo ingresso no novo sistema ou permanecer no antigo, pagando contribuições adicionais. Dessa maneira, seria implementado um sistema complementar privado para os trabalhadores com remuneração superior a três salários (Delgado, 2001).

Todavia, apesar dos esforços, as propostas não lograram êxito, e as atenções se voltaram para o novo governo, que em março de 1995, encaminhou ao Congresso Nacional a Proposta de Emenda Constitucional nº 33 (PEC 33/1995), cujo objetivo era alterar o sistema previdenciário.

O texto sofreu forte resistência durante sua tramitação, tendo sido reformulado e reapresentado em 1997. No final de 1998, a proposta foi aprovada, se convertendo na Emenda Constitucional nº 20/1998.

A Emenda aprovada alterou o *caput* do art. 201 da CF88, reforçando o aspecto contributivo e a necessidade de equilíbrio do sistema, e retirou do texto constitucional o período contributivo, que passou a ser estabelecido por meio de legislação ordinária. Ademais, alterou o termo “aposentadoria por tempo de serviço” por “aposentadoria por tempo de contribuição”, sinalizando para o aspecto contributivo do regime; estabeleceu a compulsoriedade de pelo menos 10 anos de exercício no serviço público e 5 no cargo público para obtenção da aposentadoria, e idade mínima para os que viessem a ingressar no serviço público, com requisitos de contribuição.

A Emenda ainda propunha a instituição de um fundo de previdência complementar para os servidores públicos federais, que somente seria criado durante o governo Dilma Rousseff.

Em 1999, complementando a reforma anterior, o governo Fernando Henrique Cardoso adotou o fator previdenciário (Lei nº 9.876/99) no cálculo das aposentadorias por tempo de contribuição e por idade. O fator tinha como objetivo desestimular aposentadorias precoces, e, de acordo com o governo, aumentar o grau de justiça atuarial do sistema. Ademais, cabe mencionar que a reforma anterior tentou

estabelecer a idade como critério para concessão do benefício e tendo fracassado, optou por introduzir o fator previdenciário como um mecanismo que surtisse o mesmo efeito, só que no cálculo do benefício.

Em 2003, ocorreu uma nova rodada de reformas no sistema previdenciário. O governo Lula encaminhou a Proposta de Emenda à Constituição nº 40, que retomou alguns pontos relacionados aos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) que haviam sido derrotados na reforma anterior. O diagnóstico governamental era de que os déficits apurados nos RPPS poderiam comprometer o esforço fiscal realizado pelo governo. Dessa maneira, foram aprovados o fim da paridade e integralidade para os servidores que viessem a ingressar no serviço público, alteração na incidência de contribuição sobre o benefício dos inativos, aumento da idade para aposentadoria dos servidores, e aplicação do teto de R\$ 2.400, equivalente ao pago pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) na época.

A aplicação do teto estava relacionada ao desenvolvimento dos fundos de pensão, tendo em vista que os trabalhadores que desejassem obter ganhos superiores ao teto, deveriam se filiar aos fundos de previdência complementar. Vale ressaltar que na época o governo foi alvo de críticas por alguns parlamentares e movimentos sociais que o acusaram de atender a interesses do mercado financeiro.

Como desdobramento dessa medida, observou-se um movimento de mudança nas legislações estaduais para instituir fundos de previdência complementar em suas esferas. Em 2020, 15 estados já estavam com suas entidades em funcionamento e 1 aguardando o início. Chama atenção que alguns fundos foram autorizados a gerir os recursos de mais de um estado. Por exemplo, o SP-Prevecom, criado em 2011 para administrar o Regime de Previdência Complementar dos servidores públicos de São Paulo, foi autorizado para gerir planos de outros estados como Mato Grosso do Sul e Rondônia.

Tabela 2 - Entidades para servidores públicos estaduais (2020)

Estado	Nome/Sigla	Início das atividades
Mato Grosso do Sul	SP-PREVECOM	23/03/2012
Rondônia	SP-PREVECOM	23/03/2012
São Paulo	SP-PREVECOM	23/03/2012
Rio de Janeiro	RJPREV	04/09/2013
Espírito Santo	PREVES	19/12/2013
Minas Gerais	PREVCOM-MG	19/09/2014
Bahia	PREVNORDESTE	09/03/2016
Piauí	PREVNORDESTE	09/03/2016
Sergipe	PREVNORDESTE	09/03/2016
Rio Grande do Sul	RS-PREV	26/04/2016
Santa Catarina	SCPREV	02/05/2016
Goiás	PREVCOM-BRC	05/04/2017
Distrito Federal	DF-PREVCOM	22/10/2018
Alagoas	ALPREV	16/07/2019
Ceará	CE-PREVCOM	28/07/2020
Paraná	PREV-PR	Aguardando início

Fonte: Relatório Anual Previc, 2020.

Em 2012, sob o governo Dilma Rousseff, foi instituído o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais efetivos, tendo sido criado a Fundação de Previdência Complementar dos Servidores Públicos (Funpresp), que era prevista na EC nº 20/1998. Essa mudança no sistema previdenciário caminhou, assim como as anteriores, para aproximar as regras entre o regime geral e os regimes próprios. Dessa maneira, os valores das aposentadorias e pensões dos funcionários admitidos após o início da vigência da nova regra passaram a ter como limite máximo de benefício o valor pago pelo Regime Geral de Previdência Social (RGPS).

Durante a tramitação do texto, o governo sofreu críticas de algumas centrais sindicais, como a Central dos Trabalhadores e Trabalhadoras do Brasil (CTB), que afirmava que a Fundação apresentava um viés exageradamente pró-mercado. Paralelamente, a proposta contou com apoio de representantes do setor financeiro, como o Banco Itaú, que por meio de seu departamento econômico, alegou que a mudança contribuiria para a redução do déficit do sistema e também elevaria a poupança doméstica.

Jard da Silva (2018) destaca que a tramitação da lei que regulamentou a Funpresp (Lei nº 12.618/2012) no Congresso Nacional enfrentou ainda forte resistência dos parlamentares vinculados aos servidores ativos e inativos da União, tradicional base de apoio do PT. Segundo o autor, a criação da Funpresp foi marcada por um debate entre os parlamentares sindicalistas vinculados ao serviço público

(filiados ao RPPS), de um lado, e os parlamentares sindicalistas vinculados aos trabalhadores de empresas estatais e privadas (filiados ao RGPS), do outro; os primeiros se opunham à criação da Funpresp, enquanto os últimos defendiam a iniciativa (2018: 4).

Em 2019, sob o governo Jair Bolsonaro, ocorreu a última reforma previdenciária brasileira. A EC nº 103/2019 estabeleceu regras de idade mínima para as aposentadorias no RGPS (62/65 anos, mulheres e homens, respectivamente) e taxas de substituição reduzidas, com o valor das aposentadorias correspondendo a 60% da média dos salários de contribuição, exigindo 40 anos de contribuição para o recebimento integral do benefício. Ademais, estabeleceu alíquotas escalonadas de contribuição previdenciária sobre o salário dos servidores públicos, que podem chegar a 22%.

Algumas medidas mais radicais da proposta original foram derrubadas pelo Congresso Nacional, como a adoção de um regime substitutivo de capitalização, a desvinculação dos reajustes dos benefícios previdenciários do valor do salário-mínimo, a redução do valor das aposentadorias rurais e dos benefícios assistenciais (BPC).

Apesar da rejeição do regime de capitalização, foram aprovados a possibilidade de privatização dos benefícios não programados, como auxílio-doença, licença-maternidade e auxílio-acidente, e a permissão para que a administração da previdência complementar dos servidores estaduais e municipais seja realizada por Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPCs) (Dieese, 2019). A EC nº 103/2019 também instituiu a obrigatoriedade da criação de fundos de previdência complementar para estados e municípios. Tais medidas reforçam a expansão da previdência complementar, tendo os operadores atores privados como função proeminente.

A partir dessas considerações acerca das mudanças nos regimes de *Welfare State* e as reformas no sistema previdenciário nacional, o próximo capítulo se debruçará sobre os fundos de pensão, procurando revelar a existência de uma variedade de fundos.

2. VARIEDADES DE FUNDOS

Este capítulo se propõe a analisar os fundos de pensão a partir da literatura de variedades de capitalismo, procurando demonstrar a existência de variedades de fundos de pensão, com distintos padrões de atuação e, conseqüentemente, de resultados. Dessa maneira, procura-se demonstrar que os fundos não caminham para uma convergência no formato de atuação, nem de resultados alcançados. Isto é, os fundos têm sua atuação condicionada por alguns fatores que variam entre os países como os marcos regulatórios em que estão inseridos, sistema financeiro nacional e posição político-ideológica da coalizão política que comanda o Executivo Federal. Assim, no primeiro momento, após expor os pontos principais da literatura, serão analisadas algumas características do caso brasileiro, com o objetivo de enquadrá-lo dentro de um dos modelos mencionados. Posteriormente, será apresentado o modelo de fundos de pensão americano, apontando diferenças e semelhanças com o brasileiro no que tange ao perfil de investimento e regulação.

2.1 Variedades de Capitalismo

A teoria sobre variedades de capitalismo – VOC empreende um esforço para compreender o processo de globalização, procurando romper com uma leitura homogênea e uniformizante acerca deste processo. Isto é, que existiria uma espécie de convergência dos modelos econômicos dos países capitalistas. Dessa maneira, o trabalho de Hall e Soskice (2001) se debruça sobre a existência de determinadas instituições, e seus respectivos formatos de atuação na configuração do capitalismo.

Parte da explicação para essa interpretação uniforme está associada ao receituário veiculado pelo Consenso de Washington, nos anos de 1990, para que os países adotassem reformas de caráter pró-mercado, como liberalização, desregulamentação, disciplina fiscal, reordenamento das prioridades de despesa pública e privatização (Blyth, 2013). Como é sabido, a implementação do receituário resultou em baixos níveis de crescimento econômico, vulnerabilidade externa, aumento do nível de pobreza, e redução da autonomia na condução da política

econômica nacional para diversos países (Bolívia, Argentina, Peru e Rússia). Em contrapartida, experiências exitosas em termos de desenvolvimento foram observadas em países que procuraram traçar estratégias próprias para avançar nos estágios do desenvolvimento capitalista, assim como preservaram parte de sua autonomia na adoção de políticas econômicas (Condé, 2009; Diniz, 2010).

Diniz (2010) ressalta que a elaboração dessas estratégias de desenvolvimento próprias se dá por meio de instituições domésticas e pela classe política governante, responsável por coordenar o grau de inserção econômica de seus países na economia internacional.

Ademais, conforme argumenta Diniz (2010), a existência de capacidades estatais favorece a busca por alternativas próprias. Dentre as capacidades, Weaver e Rockman (1993) destacam: (1) a capacidade de estabelecer prioridades entre as diversas demandas direcionadas ao Estado; (2) canalizar recursos para as áreas mais efetivas; (3) inovar quando os antigos instrumentos demonstrarem sinais de esgotamento; (4) impor perdas a grupos poderosos; (5) coordenar interesses em atrito/conflitantes; (6) implementar políticas logo após sua definição; (7) representar grupos difusos e menos organizados, assim como os organizados e com elevada capacidade de mobilização; (8) garantir a estabilidade política visando a manutenção e maturação das políticas públicas; (9) firmar e manter acordos internacionais em comércio e defesa; e (10) coordenar divisões políticas evitando conflitos internos.

A partir do diagnóstico da diversidade de estratégias de desenvolvimento e inserção econômica global, a literatura sobre variedades de capitalismo representa um importante aporte teórico para os objetivos desta tese, visto que nos permite analisar em perspectiva comparada os fundos de pensão em diferentes países, destacando suas variações no formato de atuação a partir do arranjo institucional em que estão inseridos, e rompendo, em certa medida, com a argumentação de que estes são representantes máximos do processo de financeirização mundial.

Grosso modo, a abordagem de variedades de capitalismo considera que os capitalisms reagem de modos variados diante das pressões impostas por eficiência e desempenho, em razão de seus arranjos institucionais e de suas complementaridades específicas. Assim, o modelo de Hall e Soskice (2001) ressalta três elementos centrais, quais sejam: a centralidade do papel da firma, as complementaridades institucionais e os modelos de coordenação.

Segundo os autores, as firmas se relacionam de maneira estratégica com outros agentes, por exemplo, sindicatos, organizações da sociedade civil, indivíduos, governo, e firmas estrangeiras. O resultado de tais interações representa o comportamento agregado da economia.

As complementariedades institucionais pressupõe que a interação entre as instituições e seus conjuntos independentes se traduzem em formatos distintos de racionalidade e, conseqüentemente, de ação econômica.

Os modos de coordenação referem-se às esferas que as firmas devem atuar. Hall e Soskice (2001) definem cinco esferas de coordenação, quais sejam: (1) relações industriais, que consistem em coordenar assuntos relacionados a salários, condições de trabalho e produtividade; (2) qualificação profissional e educação, que se refere ao nível de competência da mão de obra e de investimento em capacitação da firma; (3) governança corporativa, relacionado ao acesso a financiamentos e retorno aos investidores; (4) relações interfirmas, que diz respeito ao acesso a insumos, tecnologia e demanda por produtos; e (5) relações com os empregados, relacionado à disciplina, confiança e cooperação dos empregados.

A partir do formato como as firmas atuam nessas cinco esferas, Hall e Soskice (2001) estabelecem uma tipologia para compreender os arranjos institucionais em cada país, a saber: as Economias Liberais de Mercado (*Liberal-Market Economies – LMEs*) e as Economias Coordenadas de Mercado (*Coordinated-Market Economies – CMEs*).

No caso das Economias Liberais de Mercado, os arranjos competitivos são regulados pelo mercado, tendo pouca margem para estratégias de laços cooperativos e regulação comprometida com regras de solidariedade ou instrumentos distributivos. A atuação dos agentes econômicos é pautada pelo individualismo e competição. Segundo os autores, o modelo americano é um exemplo claro desse tipo.

As Economias Liberais também são mais propícias a inovações radicais, tendo em vista a existência de fatores que as favorecem, como, por exemplo, mercados de trabalho mais flexíveis, modelos de governança corporativa com autonomia gerencial e mercados de capitais desenvolvidos para alocação de recursos em novos projetos de maneira ágil.

Ainda de acordo com a abordagem, essas economias tendem a privilegiar a figura do acionista em detrimento de outros agentes, como os credores (Schapiro, 2009).

Schapiro (2009) argumenta que o mecanismo de defesa dos interesses dos investidores, nesse modelo, favorece as ações individuais. Isto é, os acionistas possuem poder para questionar de forma individual as decisões de natureza administrativa. Apenas a título de exemplo, a ação de indenização movida por investidores estrangeiros contra a Petrobras em razão da Operação Lava Jato nos Estados Unidos, que terminou com um acordo no valor de R\$ 2,95 bilhões.

Por fim, outra característica distinta entre os modelos refere-se às organizações do sistema financeiro. Ao analisar os arranjos de oferta de crédito e de capitais para investimento de longo prazo, Zysman (1983) sugere a existência de variados modelos de sistemas financeiros relacionados ao padrão de financiamento. No caso das economias liberais, prevalece o Sistema de Mercado de Capitais (SMC), em que ocorre financiamento direto, via títulos ofertados no mercado de capitais, as instituições financeiras são privadas e de perfil segmentado.

Já nas Economias Coordenadas, os arranjos são regulados por aspectos de confiança e colaboração. O processo econômico é permeado por laços externos ao mercado. O arranjo institucional favorece inovações incrementais, visto que as relações de trabalho são estáveis (ou relativamente estáveis), e o modelo de governança corporativa estimula a confiança e relações próximas entre clientes e fornecedores.

Tais economias priorizam a perspectiva coletiva, forjando instrumentos de garantia jurídica e direito de participação tanto para acionistas quanto para credores e trabalhadores (Schapiro, 2009). A defesa dos acionistas se dá por meios coletivos de solução de disputas (Idem).

No que tange aos sistemas financeiros, tais economias apresentam duas modalidades: os Sistemas de Crédito Privado, em que o financiamento ocorre de maneira indireta, por meio de empréstimos realizados pelas instituições financeiras privadas, e de perfil concentrado, tendo como exemplo a Alemanha; e os Sistemas de Crédito Governamental, também com financiamento indireto e concentrado, mas tendo como principal agente de fomento as instituições estatais, como, por exemplo, Japão e França (Zysman, 1983).

As tabelas abaixo sintetizam as principais características dos sistemas financeiros apresentados anteriormente e seu enquadramento nas tipologias de variedades de capitalismo.

Tabela 3 - Características dos Modelos de Sistemas financeiros

Características	Tipos de Sistema Financeiro		
	SMC – Mercado de Capitais	SCP – Crédito Privado	SCG – Crédito Governamental
Financiamento	Direto	Indireto	Indireto
Instrumento	Títulos	Empréstimos	Empréstimos
Natureza da Instituição Financeira	Privada	Privada	Pública
Estrutura do Sistema Financeiro	Segmentada	Concentrada	Concentrada

Fonte: Marinho, 2004.

Tabela 4 - Variedades de Capitalismo e Tipos de Sistemas Financeiros

Variedades de Capitalismo	Tipos de Sistemas Financeiros
Economias Liberais de Mercado - EML	Mercado de Capitais – SMC
Economias Coordenadas de Mercado - EMC	Crédito Privado - SCP Crédito Governamental - SCG

Fonte: Sória e Silva, 2011.

A despeito de algumas limitações como a rigidez dos modelos, menor ênfase ao papel do Estado, e quase ausência de análises de casos latino-americanos⁸, a abordagem lança luz à diversidade de possibilidades de se alcançar o desenvolvimento econômico e social, e torna-se um importante instrumento para contrastar com análises que apresentam os fundos de pensão como meros representantes do processo de financeirização, desconsiderando a capacidade que estes possuem em suprir ou amenizar o déficit de financiamento em atividades produtivas.

A partir dessas ressalvas, é possível enquadrar o caso brasileiro em uma espécie de modelo híbrido, com tendência para uma Economia Coordenada de Mercado, e um sistema financeiro pautado pelo crédito governamental, especificamente no fornecimento de linhas de crédito de longo prazo e maior risco, que são pouco ofertadas pelos bancos privados. Neste ponto, cabe destacar os desembolsos realizados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para o setor industrial, Banco do Brasil para a agricultura, e Caixa

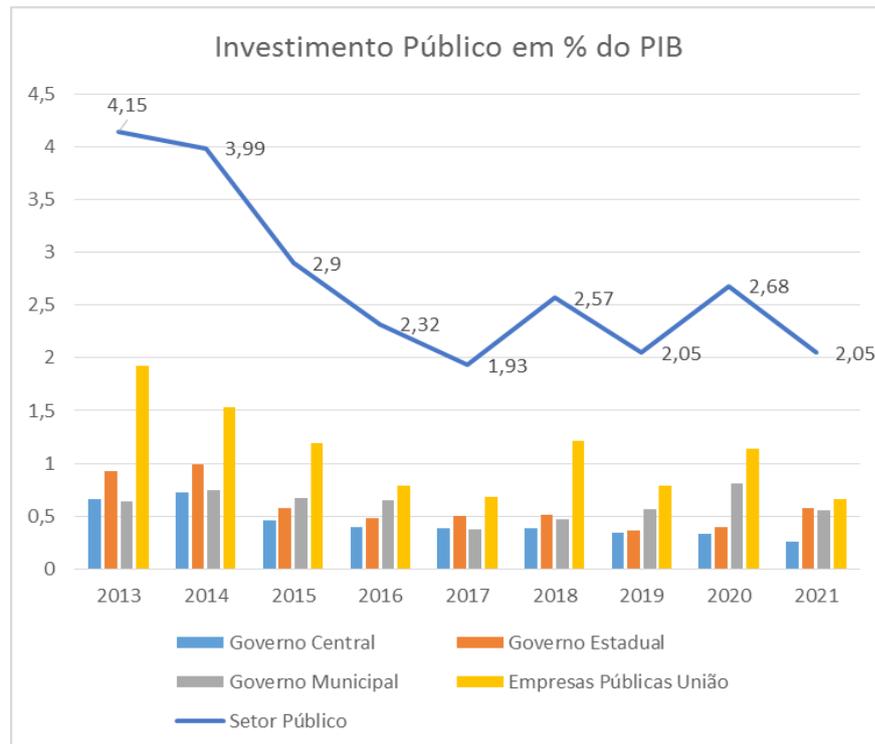
⁸ Recentemente, a literatura sobre variedade de capitalismos vem se debruçando sobre a realidade dos países periféricos (Bizberg, 2018; Boschi, 2011).

Econômica Federal para o setor de habitação. Ademais, o papel do setor público na formação da taxa de investimento nacional não se restringe aos bancos públicos, sendo os recursos do orçamento fiscal da União o principal financiador dos investimentos em infraestrutura nacional.

Importante mencionar que a partir de 2015 o governo Dilma optou por interromper o fluxo de aportes de crédito do Tesouro Nacional ao BNDES e antecipou os pagamentos das obrigações assumidas pelo banco, com o objetivo de reduzir a dívida bruta federal. A política de devolução foi ampliada durante os governos Michel Temer e de Jair Bolsonaro, reduzindo a capacidade de financiamento do BNDES, e desestruturando o arranjo de financiamento nacional (Silva, 2022).

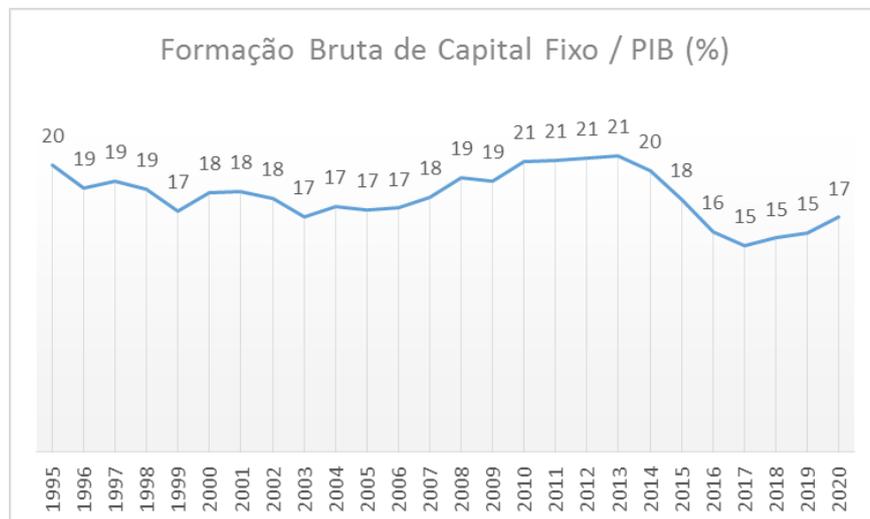
O gráfico abaixo apresenta os investimentos públicos em % do PIB a partir de 2013 para os governos central, estadual, municipal, as empresas públicas federais e o setor público de maneira consolidada. De acordo com os dados divulgados pela Fundação Getúlio Vargas (IBRE, 2021), a taxa média de investimentos brasileira durante o período de 2010-2014 foi de 20,5% do PIB. Todavia, a taxa apresentou queda significativa a partir da recessão do segundo trimestre de 2014 até o final de 2016, atingindo a marca de 14,6% do PIB em 2017. Foram quatro anos (2014-2017) de queda real dos investimentos. Em termos comparativos, a taxa de investimentos brasileira continua baixa. Em 2020, por exemplo, cerca de 87% dos países apresentaram uma taxa maior do que a brasileira. Tal fato abre espaço para que os investidores institucionais, dentre eles, os fundos de pensão, canalizem parte de seus recursos para suprir tal deficiência, com destaque para o setor produtivo.

Gráfico 2 - Investimentos Públicos em % do PIB 2013-2021



Fonte: O autor, a partir dos dados FGV/IBRE, 2021.

Gráfico 3 - Formação Bruta de Capital Fixo/ PIB (%) 1995-2020



Fonte: O autor, a partir dos dados IBGE, 2021.

A escassez de fontes de financiamento de longo prazo acarreta em um modelo no qual as empresas tendem a se financiar predominantemente com recursos próprios. E, quando vão ao mercado, não procuram se capitalizar para investimentos de longo prazo, mas apenas refinanciar passivos e capital de giro. De acordo com os dados divulgados pela Anbima em 2017, apenas 2,4% das emissões foram para investimentos e menos de 10% tinham prazo acima de 10 anos.

Ao analisar o papel dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimentos e fundos soberanos) no financiamento da infraestrutura, Rocha (2021) afirma que historicamente tais atores têm investido em infraestrutura por meio de empresas listadas em bolsa e instrumentos de renda fixa. De acordo com a autora, apenas recentemente, os investidores institucionais reconheceram a infraestrutura como uma classe de ativos específica para investimentos, alocando seus recursos em fundos de infraestrutura ou diretamente nos próprios projetos (Rocha, 2021:11).

Examinando o relatório da OCDE (2020) sobre a alocação da carteira dos fundos de previdência complementar, incluindo os fundos de pensão, Rocha (2021:13) constata que o segmento de renda fixa lidera a preferência de investimentos (média acima de 40%), seguido por ações (média de 20%). Os investimentos alternativos, rubrica que contempla os investimentos em infraestrutura, imóveis, *private equity* etc, representam em média 15% das carteiras. Entretanto, a autora ressalta que em alguns países esse percentual é maior. Por exemplo, no Reino Unido, 39%, na Suíça, 35%, no Canadá, 37%, e 41% na Dinamarca.

Tabela 5 - Alocação da carteira de ativos dos fundos de previdência complementar (2019) (continua)

OCDE - membros	Ações	Títulos de renda fixa	Caixa e depósitos	CIS	Alternativos
Alemanha	6,0	48,9	3,9	0,0	41,2
Canadá	27,3	31,9	4,0	0,0	36,9
Dinamarca	25,8	29,3	0,9	2,7	41,2
Estados Unidos	33,1	22,3	2,1	31,3	11,3
Finlândia	42,3	24,5	2,5	0,0	30,6
Japão	9,0	30,4	7,3	0,0	53,3
Reino Unido	23,3	36,0	1,6	0,0	39,1

Tabela 5 - Alocação da carteira de ativos dos fundos de previdência complementar (2019) (conclusão)

Suíça	30,1	30,4	4,6	0,0	34,9
-------	------	------	-----	-----	------

Nota: CIS – Collective Investment Schemes (ações e títulos indiretamente via CIS)

Fonte: OECD, 2020, apud Rocha, 2021 adaptado.

No Brasil, essa alocação em ativos alternativos chega a 24,1% segundo os dados da OECD (2020). Diante desse cenário de escassez de investimentos de longo prazo, é possível argumentar que cabe ao Estado brasileiro aprimorar a eficiência do investimento público, coordenar a mobilização do capital privado, e criar condições atrativas para atração de investimentos da previdência complementar.

No que se refere à estrutura do sistema financeiro brasileiro, apesar de contar com 4 bancos de desenvolvimento, 10 bancos de investimento e 158 bancos (múltiplos, comerciais e Caixa Econômica Federal), a estrutura apresenta perfil concentrado, com cinco instituições (Itaú, Bradesco, Santander, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil) controlando o crédito e a receita. Parte da explicação para esse perfil está atrelada a crença durante o regime militar que a concentração representaria ganhos em escala, redução dos custos operacionais e contribuiria para a redução da taxa de juros. No decorrer dos anos de 1990, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) promoveram o processo de fusão e incorporação de bancos, com o objetivo de fortalecer o programa de estabilização inflacionária, e reduzir a presença estatal direta no segmento (Brandão, 2019).

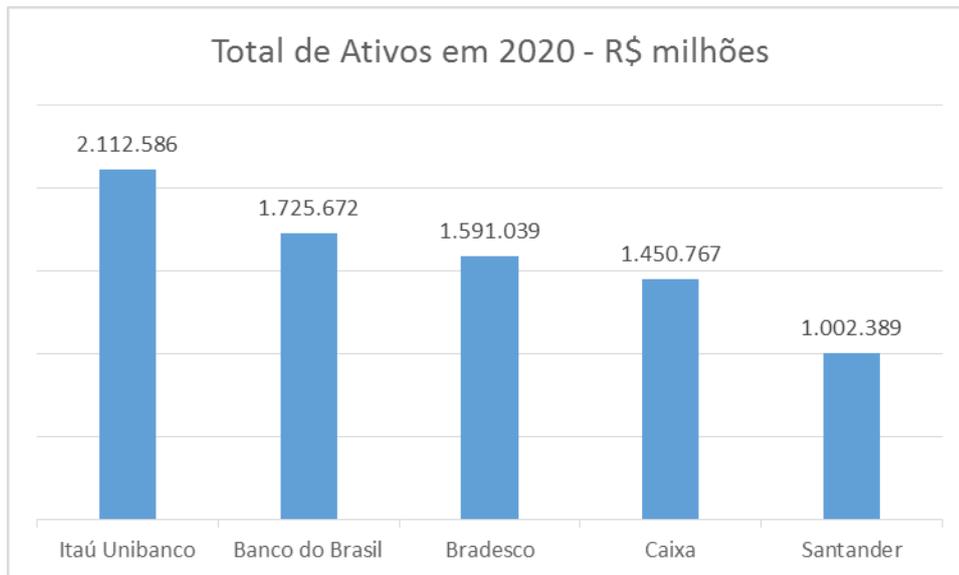
Tabela 6 - Quantitativo de bancos por origem de capital

Origem do Capital	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Dez						
Públicos	10	10	10	10	10	10	10
Privados	143	144	145	144	142	143	148
Nacionais	63	72	63	65	64	66	66
Nacionais com							
Participação Estrangeira	16	6	17	16	16	12	14
Controle Estrangeiro	58	60	59	57	56	60	63
Estrangeiros	6	6	6	6	6	5	5
Total	153	154	155	154	152	153	158

Fonte: Banco Central, 2021.

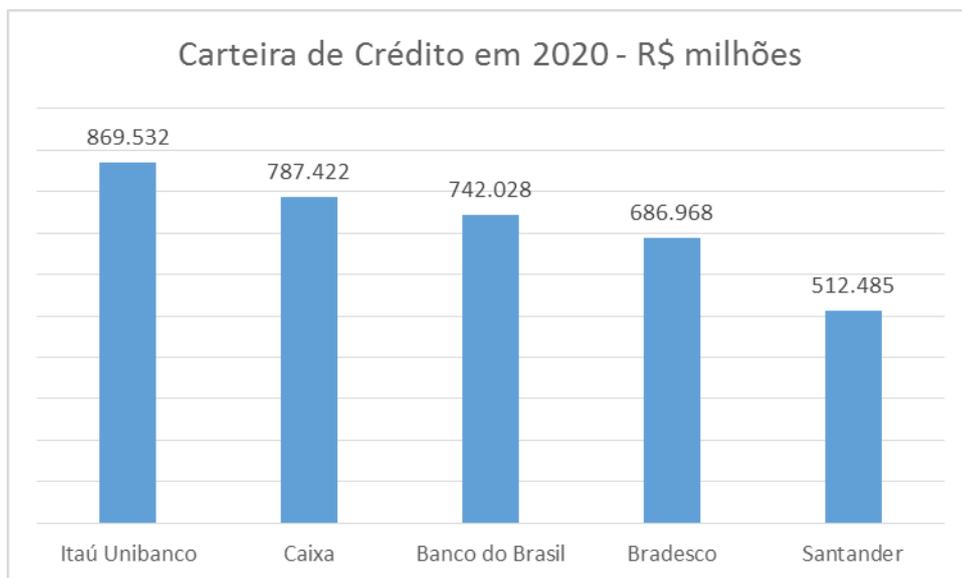
O total de ativos dessas cinco instituições bancárias atingiu o valor de R\$ 7,9 trilhões em 2020, sendo que a maior parte de seus ativos corresponde às operações/carteiras de crédito, que totalizaram R\$ 3,6 trilhões no ano (Dieese, 2020). O patrimônio líquido destas instituições alcançou R\$ 592,1 bilhões em 2020. Os gráficos abaixo apresentam o total de ativos dos cinco maiores bancos e suas respectivas carteiras de crédito.

Gráfico 4 - Total de ativos dos cinco maiores bancos do Brasil – 2020



Fonte: Dieese, 2020

Gráfico 5 - Carteira de crédito dos cinco maiores bancos do Brasil – 2020



Fonte: Dieese, 2020.

No caso do mercado acionário nacional, observa-se a preponderância de investidores estrangeiros na propriedade das ações em bolsa, 46,6% no valor de mercado total em 2020. Conforme aponta Oliveira (2010; 2012), a elevada participação estrangeira, somada à instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capital, contribui para tornar o mercado ainda mais sensível às mudanças de expectativas e fluxos. Ademais, é um mercado concentrado em poucas empresas. Ao fim de 2020 eram apenas 407 empresas. De 2014 a 2019, de acordo com a base de dados da B3, o total de empresas abertas caiu de 459 para 391. Em 1990, 615 companhias estavam listadas no pregão (BM&F Bovespa, 2020).

Tabela 7 - Participação dos investidores no volume do mercado acionário brasileiro (2020)

Tipo de Investidor	%
Pessoa Física	21,3%
Investidores Institucionais*	27,3%
Investidores Estrangeiros	46,6%
Empresas Públicas/Privadas	0,9%
Instituições Depositárias	4%
Outros	0%

Notas: * Inclui fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos/investimento
Fonte: BM&F Bovespa, 2021.

A participação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro é de pouco mais de um quarto do valor total (27,3%).

Após a apresentação do arranjo institucional brasileiro, em especial, da estrutura do sistema financeiro nacional, a próxima seção analisará o modelo de fundos de pensão americano, procurando apontar diferenças e semelhanças com o caso brasileiro, bem como reforçar a existência de uma “variedade de fundos”.

2.2 O modelo de fundos de pensão americano

A origem dos fundos americanos está associada ao pleno emprego do pós-guerra, tendo em vista que os trabalhadores demandavam complemento à aposentadoria fornecida pelo Estado, e os empregadores vislumbravam nestes a possibilidade de driblar a legislação da Seguridade Social e a tributação ofertando benefícios privados.

Chama atenção que, nos EUA, os sindicatos também reivindicavam benefícios via fundos de pensão. O Sindicato dos Trabalhadores do Setor de Automóveis foi o primeiro a demandar e receber os benefícios privados, tendo a *General Motors* introduzido seu plano em 1950 (McCarthy, 2017).

Esse período inicial é marcado pela imposição de limites na alocação dos investimentos. Isto é, apenas 5% dos ativos poderiam ser investidos em ações de uma única companhia. Ao analisar os investimentos dos fundos de pensão americanos, Santana e Fracalanza (2019) observam que os investimentos em ações de empresas eram quase inexistentes nas carteiras dos fundos em 1950, crescendo significativamente a partir da década de 1970. Nesse momento, predominavam os investimentos em ativos de renda fixa, como títulos públicos.

Os fundos de pensão ganharam um impulso adicional com o processo de liberalização e desregulamentação financeira implementado nos Estados Unidos. Parte desse novo impulso está atrelado a nova legislação Erisa, e a possibilidade de canalização dos investimentos para ativos mais rentáveis em qualquer parte do mundo (Hacker, 2004).

Em 1974, foi criada a Lei Erisa, responsável pela reconfiguração e expansão dos fundos de pensão nas próximas décadas. Cabe mencionar que a Erisa influenciou o surgimento da legislação brasileira de fundos de pensão em 1977, Lei nº 6.435/77, conforme será analisado no próximo capítulo.

A nova legislação americana reforçou o papel da prudência nos investimentos. Todavia, tal prudência não representava a não exposição em ativos de risco, mas sim uma diversificação dos ativos investidos. Parte-se do pressuposto da eficiência dos mercados e da impossibilidade dos investidores em “superarem” o mercado. Dessa maneira, a solução estaria relacionada à incorporação de uma fatia maior do mercado (Santana; Fracalanza, 2019).

Ademais, a legislação foi responsável pela criação e expansão da modalidade de contribuição definida (CD). Nessa modalidade, decide-se o tamanho da contribuição a ser efetuada ao plano e o benefício é estabelecido no momento da aposentadoria, baseado no montante que o participante acumulou e os rendimentos obtidos em sua conta individual. Isto é, os riscos recaem sobre os participantes, não existindo mutualismo ou solidariedade entre as partes.

Na modalidade benefício definido (BD) o participante tem conhecimento de quanto receberá de benefício quando se aposentar, entretanto, não sabe quanto vai

pagar (contribuir). Ou seja, as contribuições tendem a variar de acordo com a situação contábil do plano. Esse modelo remete a lógica do sistema de repartição.

O incentivo a expansão da contribuição definida se deu por meio da imposição de restrições à modalidade de benefício definido, tornando-a mais onerosa às empresas, como, por exemplo, com a exigência de padrões mínimos de financiamento, responsabilização às empresas patrocinadoras por possível insolvência e seguro obrigatório pela Corporação Federal, *Pension Benefit Guaranty Corporation* (Idem).

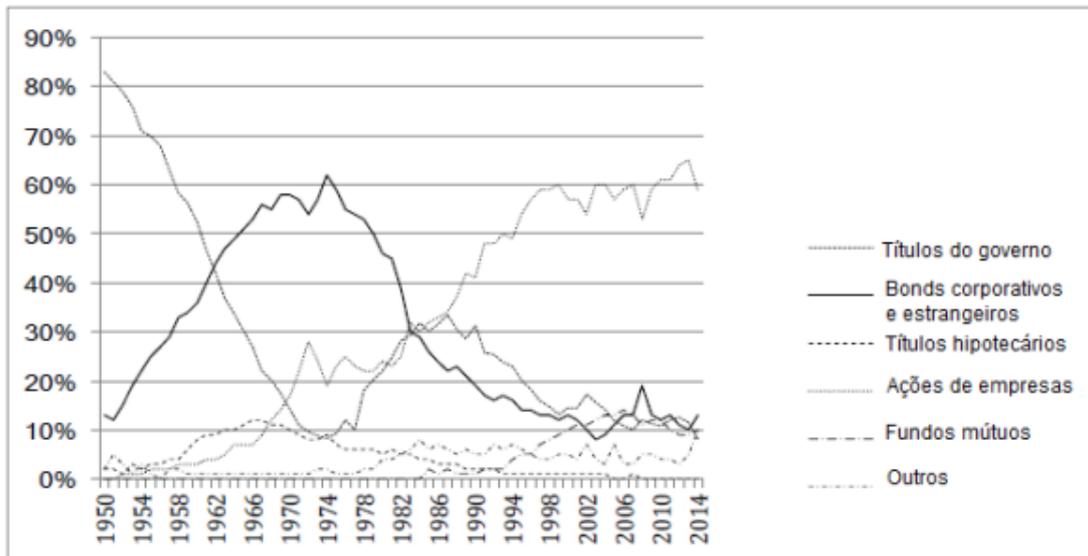
Em 1978 foram criados os planos 401k, na modalidade contribuição definida, que concedia vantagens tributárias as empresas e transferia o risco do valor do benefício ao trabalhador. Assim, os planos de benefício definido passaram de 75% em 1975 para 25% em 2016 (Santana; Fracalanza, 2019).

Por fim, a Lei colocou fim a restrição de limite de investimentos em ativos de renda variável e maior risco. Tal medida possibilitou que os fundos canalizassem parte significativa dos seus recursos para o mercado acionário, garantindo liquidez e elevando o preço dos ativos. No caso brasileiro, por exemplo, os limites de alocação vigoram até hoje.

Vale ressaltar que, inicialmente, a nova legislação aplicava-se exclusivamente aos fundos de pensão privados. Posteriormente, os fundos públicos estabeleceram diretrizes incorporando tais regras.

O gráfico abaixo apresenta % de ativos dos fundos de pensão públicos dos EUA entre 1950 e 2014. Observa-se que os investimentos em ações de empresas eram praticamente nulos em 1950, e cresceram substancialmente a partir dos anos 1970, superando os 50% da carteira em meados dos anos 1990. Enquanto os títulos do governo apresentaram queda de 80% para 10% entre 1950 e no decorrer dos anos 1970. No caso brasileiro, por exemplo, os investimentos em títulos públicos predominam, com a renda fixa sendo responsável por mais de 60% do portfólio.

Gráfico 6 - % de Ativos dos Fundos de Pensão Públicos dos EUA (1950-2014)



Fonte: Santana; Fracalanza, 2019

Ao analisar a composição dos quinze maiores fundos de pensão dos Estados Unidos, contata-se que sete são públicos. No caso brasileiro, os fundos de pensão de natureza pública também lideram o ranking, sendo que os 3 primeiros (Previ, Petros e Funcef) representam 40% de todo o sistema. No próximo capítulo será apresentado a distribuição dos fundos de pensão nacionais. Importante mencionar que, assim como o brasileiro, o modelo americano apresenta três tipos de fundos de pensão: os fundos de pensão do setor público, os privados e os multi-empregadores (fundos de pensão sindical) (Sauviat, 2003).

Tabela 8 - Os maiores Fundos de Pensão Americanos (continua)

Posição	Fundo de pensão	Natureza	Total de ativos
1	Federal Retirement Thrift California Public	Pública	\$531,489
2	Employees (CalPERS) California State Teachers	Pública	\$336,684
3	(CalSTRS)	Pública	\$216,193
4	New York State Common	Pública	\$201,263
5	New York City Retirement	Pública	\$189,794
6	Florida State Board	Pública	\$167,900
7	Texas Teacher	Pública	\$146,326
8	Boeing	Privada	\$121,717

Tabela 8 - Os maiores Fundos de Pensão Americanos (conclusão)

9	New York State Teachers	Pública	\$115,637
10	AT&T Wisconsin Investment	Privada	\$113,582
11	Board	Pública	\$109,960
12	North Carolina	Pública	\$106,946
13	Washington State Board	Pública	\$104,260
14	IBM	Privada	\$103,676
15	Ohio Public Employees	Pública	\$97,713

Fonte: Santana; Fracalanza, 2019.

Tendo em vista o tamanho dos fundos, torna-se evidente sua importância para as economias e para o financiamento de empresas. Clark e Hebb (2004) reforçam que os fundos têm aumentado sua participação acionária em grandes empresas e procurado influenciar positivamente na gestão destas, adotando estratégias de longo prazo, protegendo os interesses dos beneficiários, e incentivando medidas de transparência e responsabilidade social e ambiental.

Ao verificar a carteira de investimentos em renda variável do fundo *California Public Employees (CalPERS)* para o ano de 2018, constata-se a participação relevante em ações de grandes empresas como a *Apple*, *Microsoft*, *Amazon* e *Facebook*.

Tabela 9 - Maiores ações detidas pela *CalPERS* em 2018 (milhares de dólares)

Posição	Empresa	Valor em ações detidas
1	Apple	2,322,943
2	Microsoft Corporation	1,926,687
3	Amazon	1,523,976
4	Alphabet	1,250,366
5	Facebook	1,095,807
6	JP Morgan Chase & Company	1,083,284
7	Exxon Mobil Corporation	981,309
8	Johnson & Johnson	883,007
9	Unitedhealth Group	830,83
10	Bank of America	823,675

Fonte: CalPERS *apud* Santana; Fracalanza, 2019

No que se refere ao papel desempenhado pelos sindicatos americanos, Sauviat (2003) argumenta que estes exercem pequena influência na alocação dos ativos totais dos fundos de pensão. Tal influência se dá por meio da participação limitada no

conselho de administração dos fundos. Parte dessa baixa influência está relacionada aos baixos níveis de sindicalização dos Estados Unidos.

Lordon (2000) afirma que a atuação dos sindicatos na experiência americana apresenta-se mais alinhada à lógica da ampliação da rentabilidade, desconsiderando uma gestão mais responsável e comprometida com questões sociais. Tal fato reforça as interpretações que associam a atuação dos fundos ao processo de financeirização das empresas, por meio da pressão pela maximização do valor do acionista (Lazonic; O'Sullivan, 2000).

Um contraponto a experiência sindical americana é o caso canadense. De acordo com Sauviat (2003), os sindicatos possuem controle direto dos fundos de pensão interempresas, com exceção dos de pequeno porte. Chama atenção que tanto o modelo canadense quanto o americano estão inseridos em tipos de *Welfare State* liberais, conforme análise empreendida por Esping Andersen (1985).

Essa maior participação sindical contribui para explicar o fato de no modelo canadense ainda prevalecer a modalidade Benefício Definido (BD), que preserva a ideia de solidariedade e mutualismo, diferentemente do modelo americano.

Outra característica particularmente relevante do modelo canadense e que reafirma a variedade de fundos de pensão refere-se à atuação do Fundo de Solidariedade de Quebec, criado por iniciativa sindical e apoio estatal durante a crise de 1981-1983. O fundo tem como objetivos o pagamento de aposentadoria dos trabalhadores, realização de investimentos nas empresas do Quebec e contribuir para a criação e manutenção de empregos. Os recursos do fundo, por exemplo, são investidos no país ou na Província do Quebec, sendo vedada a aplicação em outros países (Jardim, 2009: 06).

No Brasil, conforme será analisado no próximo capítulo, os sindicatos assumiram papel proeminente no âmbito dos fundos de pensão durante as gestões petistas, participando dos conselhos e deliberando sobre as aplicações dos recursos. Tal ação chegou a ser caracterizada como uma tentativa de “domesticação do capitalismo” por uma “nova elite sindical” (Jardim, 2009). Entretanto, com a ascensão de uma nova coalizão política no Executivo Federal, iniciou-se um movimento de insulamento dos fundos.

A respeito da modalidade de plano predominante no Brasil, a CD representa 41,66% do mercado, valor próximo do americano, todavia, observa-se que a maior parte dos ativos estão sob controle da modalidade BD e vinculados a entidades de

natureza pública. O Plano Pb1, da Previ/BB, por exemplo, é responsável por 33,12% do total, e seus ativos superam a soma dos dez maiores na modalidade CD.

Em suma, a análise do caso americano revela a preferência dos fundos por investimentos de maior risco, com destaque para a renda variável, e a existência de uma legislação mais flexível, sem restrição de limites para aplicação de recursos em ativos alternativos. Além disso, observa-se a preponderância da modalidade contribuição definida nos Estados Unidos e o tamanho/peso dos fundos de natureza pública, sendo que dos quinze maiores fundos, sete são públicos. O próximo capítulo investigará o sistema de previdência complementar brasileiro.

3. FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL⁹

Este capítulo se propõe a analisar o segmento de previdência complementar fechada no Brasil, destacando a variação entre as modalidades de benefícios, os maiores planos e seus patrocinadores, bem como a justificativa para a escolha dos fundos fechados em detrimento dos abertos. Ademais, o capítulo apresenta como os distintos governos se relacionaram com os fundos de pensão. Grosso modo, é possível identificar três períodos distintos nessa relação, sendo o primeiro marcado pela utilização dos fundos para compor os consórcios que arremataram as empresas recém-privatizadas durante os anos de 1990; o segundo denota a participação dos fundos nos investimentos em infraestrutura e em setores estratégicos para o desenvolvimento nacional, com destaque para a participação de sindicalistas nos conselhos gestores; e o terceiro período tem como característica central o processo de criminalização dos gestores dos fundos e dos investimentos na economia real, iniciando um movimento de insulamento das decisões de investimentos, e a tentativa de transferência da administração dos recursos para entidades abertas, geridas por bancos e seguradoras privadas.

3.1 Previdência Complementar

A Previdência Complementar (PC) no Brasil possui arranjos de capitalização variados e constitui-se num complemento aos benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e Regime Próprio de Previdência Social (RPPS); estabelece vínculo estreito entre contribuição e benefício, possuindo planos de benefícios na modalidade de Contribuição Definida (CD), Benefício Definido (BD) e Contribuição Variável (CV).

No modelo BD, o valor do benefício que cada participante receberá é predeterminado no momento de contratação do plano. Para a garantia do equilíbrio

⁹ Parte da discussão desenvolvida neste capítulo foi apresentada no 12º Encontro da Associação Brasileira de Ciência Política (ABCP), realizado entre os dias 18 e 21 de agosto de 2020, na Universidade Federal da Paraíba.

atuarial, é necessária a revisão constante das contribuições. A modalidade de plano Benefício Definido (BD) tem como características:

- Mutualismo: os riscos são avaliados em função da coletividade, gerando solidariedade entre os participantes;
- Conta Coletiva;
- Desconhecimento do valor da contribuição necessária;
- Valor do benefício independe das variações das reservas. Isto é, o participante já sabe quanto receberá no futuro;
- Os superávits e déficits do plano são de responsabilidade coletiva.

No modelo CD decide-se o tamanho da contribuição a ser efetuada ao plano e o benefício é definido no momento da aposentadoria, baseado nos rendimentos e montante de recursos que o segurado acumulou em sua conta individual. O plano de Contribuição Definida (CD) apresenta as seguintes características:

- Individualista;
- Desconhecimento do valor do benefício;
- Conta individual;
- Benefício depende das reservas;
- Não há superávits ou déficits.

Importante mencionar que essa última modalidade foi difundida nos Estados Unidos, durante a década de 1980, com o objetivo de transferir a responsabilidade acerca do rendimento/saldo dos fundos dos empregadores para os trabalhadores. Isto é, em substituição à modalidade BD. Tal modalidade já é predominante na oferta de planos no sistema brasileiro, conforme se verá mais adiante.

Por fim, a modalidade Contribuição Variável mescla características das duas modalidades anteriores, variando em suas modelagens. Grosso modo, na fase contributiva, funciona por meio de contas individuais, se aproximando do CD. Na fase do recebimento do benefício, apresenta características do BD, com mutualismo e solidariedade através de uma conta coletiva.

Em suma, é possível argumentar que a predominância de determinada modalidade sinaliza para a existência de um sistema de previdência complementar mais individualista ou mais solidário.

A PC no Brasil está organizada a partir de duas categorias: as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs), entidades sem fins lucrativos, popularmente conhecidas como fundos de pensão, que podem ser constituídas por empresas (patrocinadores público ou privado) e/ou por pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial (instituidores); e as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPCs), entidades com fins lucrativos que atuam no mercado de previdência privada. Os planos oferecidos por essas entidades (seguradoras e bancos) são obrigatoriamente de capitalização individual, sendo os mais conhecidos: o Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL) e Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL). A principal diferença entre esses dois tipos de fundos consiste no formato de tributação. Enquanto no VGBL o imposto recai apenas sobre os rendimentos, no PGBL ele é cobrado sobre os rendimentos e o principal. Por isso, no caso deste último, é permitido deduzir as contribuições na declaração anual de imposto de renda até o limite de 12% da renda bruta recebida anualmente.

Na tabela a seguir, é possível visualizar as principais características que distinguem as entidades fechadas e abertas de previdência complementar.

Tabela 10 - Segmento de Previdência Complementar (continua)

	Entidades de Previdência Complementar	
	Entidades Fechadas (Fundos de Pensão)	Entidades Abertas (bancos e seguradoras)
Finalidade	Sem fins lucrativos	Com fins lucrativos
Organização cível	Organizadas por empresas e entidades associativas na formação de fundação/sociedade civil	Organizadas por instituições financeiras e seguradoras na forma de sociedade anônima
Destinação das reservas	Rentabilidade e superávit são revertidos ao plano de benefícios	Rentabilidade e superávit remuneram também os administradores

Tabela 10 - Segmento de Previdência Complementar (conclusão)

Gestão	Autonomia na escolha das instituições financeiras	Vinculação a uma única entidade financeira
Governança	Conselhos Deliberativo e Fiscal compostos por participantes indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes	Participação do associado restrita às assembleias de cotistas e aprovação de contas
Fiscalização	PREVIC	SUSEP
Taxas	Menores taxas de administração	Maiores taxas de administração, com incidência sobre o saldo de conta – base de cálculo do benefício

Fonte: Bastos, 2015, adaptado

Dentre as características mencionadas anteriormente, podem ser destacadas a finalidade não lucrativa, as menores taxas de administração e a possibilidade de participação dos beneficiários na gestão dos fundos de pensão. Este último ponto é particularmente relevante para os objetivos desta tese, tendo em vista a capacidade dos participantes influenciarem as decisões de alocação dos investimentos. A respeito da finalidade não lucrativa e taxa de administração, vale mencionar que os fundos abertos cobram uma taxa de administração média de 1,3% ao ano sobre o patrimônio de seus planos ofertados, enquanto os fundos fechados 0,28%. Essa diferença na taxa de administração revelará mais adiante o interesse dos bancos e seguradoras privadas em gerirem os recursos dos fundos de pensão. Fato curioso é que, ao comparar a rentabilidade de ambos a partir de 2013, observa-se que os fundos fechados apresentam rentabilidade superior aos abertos (Previc, 2020).

A partir dessa breve exposição geral acerca do sistema de previdência complementar nacional, cabe explicitar os motivos da escolha dos fundos de pensão como objeto de análise.

Optou-se por analisar os fundos fechados em detrimento dos abertos em razão dos últimos não serem “encarados” necessariamente segundo uma racionalidade de constituição de poupança financeira que será utilizada no momento da aposentadoria dos participantes (Conti, 2016). Isto é, os fundos abertos tendem a se comportar como

uma aplicação financeira que compete com demais produtos ofertados por bancos e seguradoras privadas. Este processo é estimulado pelos benefícios tributários concedidos a alguns planos, por exemplo, a modalidade Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL), que permite a tributação exclusiva sobre os rendimentos, à medida que em outras modalidades os tributos incidem na contribuição e no resgate.

Nesse sentido, caso os fundos abertos não apresentem um desempenho satisfatório acima da média de outras aplicações, seus participantes migrarão para outras opções de investimento mais rentáveis. Este comportamento “curtoprazista” tende a impossibilitar que esses recursos dos fundos abertos constituam *funding*¹⁰ de longo prazo. Os fundos abertos ainda funcionam como um instrumento utilizado por famílias mais abastadas para transferirem patrimônio para seus herdeiros. Por exemplo, após a morte do beneficiário de um plano VGBL, os recursos são liberados pela seguradora/banco num período inferior a 30 dias, sendo que tal patrimônio não faz parte do inventário, que costuma durar mais de seis meses, e sem a incidência do imposto de transmissão causa mortis e doação (ITCMD). Ademais, caso o plano tenha mais de 10 anos, a alíquota de imposto de renda sobre o retorno do investimento será de apenas 10%.

No caso dos fundos fechados essa lógica “curtoprazista” se inverte, visto que administram os recursos de aposentadoria que serão utilizados apenas em período superior a 15 anos, e não há possibilidade de sacar/transferir os recursos por parte dos participantes (Theurillat *et al*, 2010; Conti, 2016; Oliveira *et al*, 2017). Este último ponto foi alvo de ataques pelo governo Bolsonaro, que defendia a “liberdade” dos participantes transferirem seus recursos para fundos de operadores privados, considerados mais rentáveis. Ao analisar a atuação dos fundos de pensão suíços no mercado imobiliário, Theurillat *et al*. (2010) percebe um comportamento “*buy and hold*”¹¹ quando estes realizam investimentos.

10 Segundo a abordagem keynesiana, o processo de financiamento pode ser dividido em duas fases: a primeira, relacionada à oferta por crédito de curto prazo provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir (“finance”); a segunda, ao final desse processo, a poupança, resultante da despesa do investimento, é utilizada para consolidar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo (“funding”) (De Paula, 30/01/2015). Assim, “funding” corresponde a mobilizar fundos de longo-prazo necessários à consolidação financeira do investimento. Em outros termos, converter as dívidas de curto prazo em uma relação de longo prazo, por meio de emissão de ações e títulos de propriedade.

11 Após a realização dos investimentos no mercado imobiliário, os fundos de pensão suíços tendem a manter os ativos na carteira por um longo período.

Ainda no que se refere à escolha dos fundos de pensão, pesquisas (Conti, 2016; Oliveira *et al*, 2017) indicam que a alocação de recursos dos fundos varia de acordo com seu tamanho. Ou seja, fundos com menos recursos optam por adotar uma postura mais conservadora. A explicação para tal atitude advém de uma reduzida margem para acomodar eventuais perdas, assim como menor propensão de ter uma estrutura profissional de gestão (Idem). A tabela abaixo apresenta o percentual alocado a partir do patrimônio dos fundos.

Tabela 11- Alocação de recursos por faixa de patrimônio (2020)

PATRIMÔNIO	RENTA FIXA	RENDA VARIÁVEL	INVEST. ESTRUTURADO	IMÓVEIS	OPER. C/PARTICIPANTES	OUTROS
Até R\$ 100 mi	89,6%	3,8%	0,0%	2,0%	0,3%	4,2%
Entre R\$ 100 mi e R\$ 500 mi	84,9%	10,4%	0,8%	1,6%	0,8%	1,5%
Entre R\$ 500 mi e R\$ 2 bi	86,4%	9,4%	1,0%	1,2%	1,0%	1,1%
Entre R\$ 2 bi e R\$ 10 bi	83,3%	11,7%	1,4%	1,6%	1,2%	0,7%
Acima de R\$ 10 bi	80,6%	12,4%	1,6%	3,2%	1,9%	0,3%

Fonte: Abrapp, dez. 2020

Outra característica que merece atenção sobre os fundos de pensão refere-se à natureza de seu patrocinador. De acordo com o informe estatístico (4º trimestre/2020) da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), existem 291 entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) no Brasil, sendo que 89 possuem patrocinador público, 180 patrocinador privado e 22 são de perfil instituidor¹². Apesar da preponderância dos patrocinadores privados, os fundos

12 Pessoa jurídica de caráter profissional, classista ou setorial que institui plano de benefício previdenciário para os seus associados ou membros, a ser administrado por uma entidade fechada de previdência complementar.

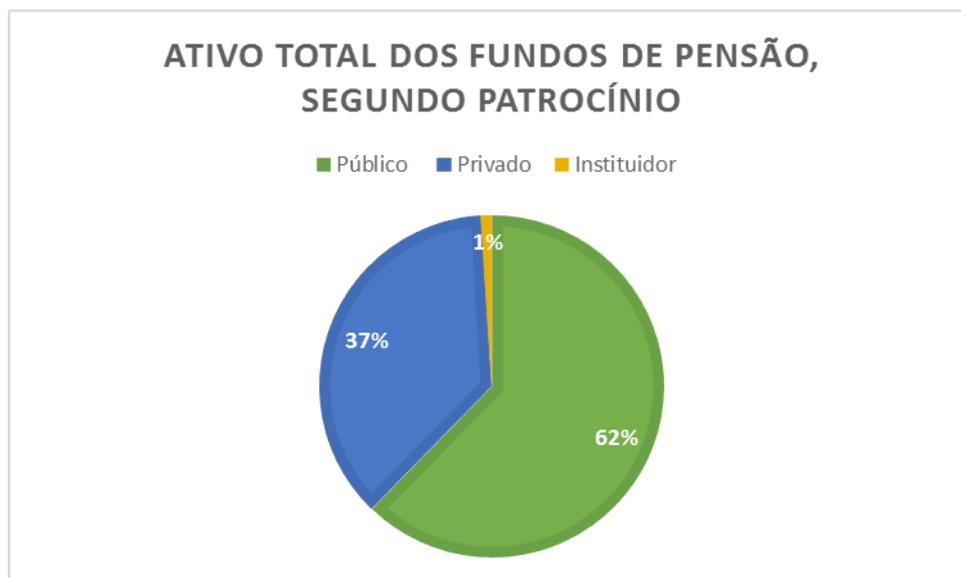
de natureza pública são responsáveis por 62,29% dos ativos totais, contra 36,75% daquelas que têm um patrocinador privado e apenas 0,96% de instituidor.

Tabela 12 - Quantidade de Entidades Fechadas de Previdência Complementar por tipo de patrocínio (2020)

Patrocínio	Quantidade de EFPC
Instituidor	22
Privada	180
Pública Estadual	49
Pública Federal	36
Pública Municipal	4
Total	291

Fonte: Previc, 2020.

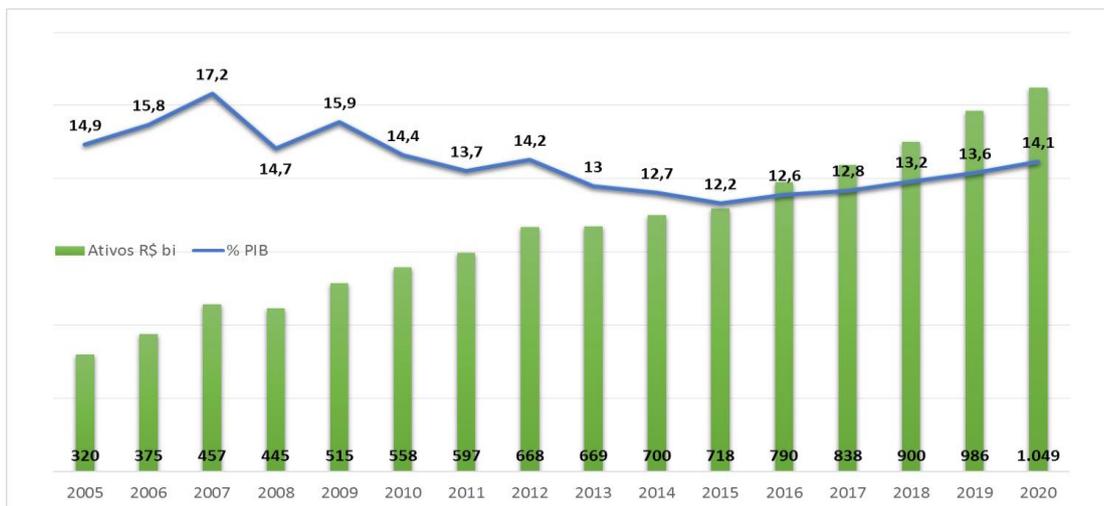
Gráfico 7 - Ativo Total dos Fundos de Pensão, segundo patrocínio (2020)



Fonte: Previc, 2020

Dado que a empresa patrocinadora indica representantes no conselho que delibera as diretrizes das entidades, as empresas estatais e sociedades de economia mista têm a possibilidade de interferirem nas estratégias de alocação dos recursos, no sentido de direcioná-los a partir das prioridades governamentais. Nas próximas seções será demonstrado como os distintos governos se apropriaram desse instrumento para perseguir suas estratégias.

Gráfico 8 - Total de Ativos dos Fundos de Pensão como % do PIB (2005-2020)



Fonte: Abrapp, 2021.

O gráfico acima apresenta a evolução do total de ativos dos fundos de pensão como % do PIB entre o período de 2005 e 2020. Cabe ressaltar que esse crescimento foi incentivado pelos governos, seja por meio das reformas previdenciárias, que tornaram os benefícios menos atrativos para os segmentos de maior renda e estabeleceram um teto para os benefícios do RPPS, seja por meio de incentivos tributários. Em 2019, por exemplo, a reforma previdenciária do governo Bolsonaro estabeleceu a obrigatoriedade dos entes públicos instituírem regime de previdência complementar para seus servidores públicos.

Em dezembro de 2020, os ativos alcançaram marca superior a R\$ 1 trilhão, sendo que R\$ 659,3 bilhões são de patrocinadores públicos. O grupo dos setes maiores fundos era composto por: Previ (Banco do Brasil) com R\$ 234,7 bilhões de investimentos, Petros (Petrobras) com R\$ 97,3 bilhões, Funcef (Caixa Econômica) com R\$ 81,4 bilhões, Vivest/Funcesp (Cesp) com R\$ 32,2 bilhões, Fundação Itaú Unibanco com R\$ 29,6 bilhões, Banesprev com R\$ 27,5 bilhões e Valia (Vale do Rio Doce) com R\$ 25,3 bilhões (Abrapp, 2020). Tais cifras indicam a relevância e o potencial desses investidores institucionais¹³ em suprir a deficiência de investimento doméstico de longo prazo nacional. Como é sabido, ao comparar a taxa de investimento brasileira, em 2020, com os países emergentes, observa-se que estes investiram, em média, mais que o dobro do Brasil. A média de investimento dos países

¹³ Entidades que acumulam reservas com a finalidade de realizar investimentos tanto de caráter financeiro (ações, títulos públicos, *securities*, derivativos etc) quanto de propriedade (imóveis). Incluem bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos e fundos soberanos.

da América Latina e Caribe é quase 2,2 p.p maior que a brasileira (IBRE, 21/05/2021). Cabe registrar ainda que as afirmações desenvolvidas nesta tese, no sentido da necessidade de alinhamento dos interesses governamentais, dos setores econômicos e do segmento de previdência complementar para financiar investimentos de longo prazo e garantir a rentabilidade dos planos, têm respaldo no inciso II, do art. 3º da Lei nº 109/2001, que preconiza:

Art. 3º A ação do Estado será exercida com o objetivo de:

I – (...)

II - disciplinar, coordenar e supervisionar as atividades reguladas por esta Lei Complementar, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro; (...)

Tabela 13 - Maiores Fundos de Pensão, de acordo com seus ativos (2020, em milhões)

Posição	EFPC	Ativos	%	Patrocínio Predominante
1	PREVI/BB	238.081	22,5%	Pública Federal
2	PETROS	116.127	11,0%	Pública Federal
3	FUNCEF	81.960	7,7%	Pública Federal
4	FUNCESP	36.504	3,4%	Privada
5	ITAU UNIBANCO	29.665	2,8%	Privada
6	BANESPREV	27.531	2,6%	Privada
7	VALIA	27.505	2,4%	Privada
8	SISTEL	20.111	1,9%	Privada
9	REAL GRANDEZA	18.737	1,8%	Pública Federal
10	FORLUZ	18.670	1,8%	Pública Estadual
Total 10		613.090	57,9%	

Fonte: Previc, 2020

No que se refere às modalidades de planos ofertadas no Brasil, a contribuição definida é responsável por 41,66% da oferta de planos, seguida pela contribuição variável, com 30,71% e, por último, a modalidade benefício definido com 27,63%. Tal dado poderia indicar a predominância de um modelo pautado pela lógica individualista, em que a responsabilidade pelos rendimentos e futuro do valor dos benefícios recaia sobre os participantes. Importante mencionar que desde 2005 foi implementada tributação exclusiva para participantes de planos das modalidades de contribuição definida ou contribuição variável com alíquota variável de imposto de renda que diminui de maneira progressiva de acordo com o tempo de permanência do participante no fundo (Lei nº 11.053, de 2004).

Art. 1º É facultada aos participantes que ingressarem a partir de 1º de janeiro de 2005 em planos de benefícios de caráter previdenciário, estruturados nas modalidades de contribuição definida ou contribuição variável, das entidades de previdência complementar e das sociedades seguradoras, a opção por regime de tributação no qual os valores pagos aos próprios participantes ou aos assistidos, a título de benefícios ou resgates de valores acumulados, sujeitam-se à incidência de imposto de renda na fonte às seguintes alíquotas:

I - 35% (trinta e cinco por cento), para recursos com prazo de acumulação inferior ou igual a 2 (dois) anos;

II - 30% (trinta por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 2 (dois) anos e inferior ou igual a 4 (quatro) anos;

III - 25% (vinte e cinco por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 4 (quatro) anos e inferior ou igual a 6 (seis) anos;

IV - 20% (vinte por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 6 (seis) anos e inferior ou igual a 8 (oito) anos;

V - 15% (quinze por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 8 (oito) anos e inferior ou igual a 10 (dez) anos; e

VI - 10% (dez por cento), para recursos com prazo de acumulação superior a 10 (dez) anos.

(...)

Tabela 14 - Quantidade de Planos por modalidade (2020)

Modalidade Plano	Quantidade de Planos	%
Benefício Definido - BD	313	27,63%
Contribuição Definida - CD	472	41,66%
Contribuição Variável - CV	348	30,71%

Fonte: Previc, 2020

Entretanto, apesar da predominância quantitativa da modalidade contribuição definida, ao investigar os planos ofertados pelos maiores fundos de pensão, que são de natureza pública, constata-se que estes ofertam predominantemente na modalidade benefício definido e contribuição variável. Chama atenção ainda que os ativos acumulados na modalidade BD superam consideravelmente os da modalidade CD. Tal fato reforça nossa argumentação de que os fundos de pensão de natureza pública podem atuar como um contraponto a lógica de financeirização. A tabela abaixo apresenta os maiores planos, de acordo com seus ativos.

Tabela 15 - Maiores planos, de acordo com seus ativos (2020, em milhões)

Posição	EFPC	Plano	Modalidade Ativos	%
----------------	-------------	--------------	--------------------------	----------

1	PREVI/BB	PB1	BD	214.923	20,35%
2	FUNCEF	REG/REPLAN	BD	57.319	5,43%
3	PETROS	PPSP- REPACTUADOS	BD	54.229	5,13%
4	PETROS	PLANO PETROS-2	CV	30.677	2,90%
5	PREVI/BB	PREVI-FUTURO	CV	22.152	2,10%
6	FUNCEF	NOVO PLANO	CV	21.718	2,06%
7	REAL GRANDEZA	PLANO BD	BD	16.473	1,56%
8	FAPES	PBB	BD	14.728	1,39%
9	PETROS	PLANO PETROS NÃO REPACTUADOS	BD	14.099	1,33%
10	BANESPREV	PLANO V	BD	13.436	1,27%

Fonte: Previc, 2020.

Tendo em vista a preponderância dos planos na modalidade BD, não foi possível visualizar a representatividade da modalidade CD e suas entidades patrocinadoras. A tabela abaixo revela os 10 maiores planos dessa modalidade, que possuem elevada representatividade de patrocinadoras de natureza privada e menor concentração se comparado ao BD. Os 10 maiores representam 34,47% de todo o segmento. Ademais, observa-se a existência de fundos que operam planos de previdência para diversas empresas. Por exemplo, a Vexty administra os recursos da Braskem, Fundação Norberto Odebrecht, NovoNor (antiga Odebrecht) e outras empresas. É o caso também da Visão Prev, Sistel e Família Previdência. Tal estratégia é uma forma de reduzir os custos e aproveitar a *expertise* já existente em determinado fundo.

Tabela 16 - 10 maiores planos CD, segundo seus ativos (2020, em milhões)
(continua)

Posição	EFPC	Plano	Ativos	%
1	ITAU UNIBANCO	PLANO ITAUBANCO CD	10.765	7,79%
2	VISAO PREV	PLANO DE BENEFÍCIOS VISÃO TELEFÔNICA	5.896	4,27%
3	IBM	IBM - CD	4.969	3,60%
4	SISTEL	SISTEL - ASSISTENCIAL	4.349	3,15%
Tabela 16 - 10 maiores planos CD, segundo seus ativos (2020, em milhões) (conclusão)				
5	FAMILIA PREVIDENCIA	CEEEPREV	3.837	2,78%
6	QUANTA	PLANO PRECAVER	3.775	2,73%
7	EMBRAER PREV	EMBRAER PREV	3.607	2,61%
8	VEXTY	PLANO VEXTY	3.598	2,60%
9	FUNPRESP-EXE	EXECPREV (SERVIDOR)	3.474	2,51%
10	GERDAU	PLANO CD GERDAU	3.343	2,42%

Fonte: Previc, 2020

No caso dos planos ofertados na modalidade CV, os patrocinadores públicos são maioria, conforme demonstra a tabela abaixo. Importante mencionar que os dois primeiros planos (Plano Petros-2 e Previ Futuro) são planos considerados jovens, tendo em vista que a maioria dos seus participantes está na ativa. Isto é, em fase de acumulação de recursos. O primeiro foi criado em 2007 e o segundo em 1997.

Tabela 17 - 10 maiores planos CV, segundo seus ativos (2020, em milhões)

Posição	EFPC	Plano	Ativos	%
1	PETROS	PLANO PETROS-2	30.677	11,40%
2	PREVI/BB	PREVI FUTURO	22.152	8,23%
3	FUNCEF	NOVO PLANO	21.718	8,07%
4	FORLUZ	B	11.142	4,14%
5	VALIA	PLANO VALE MAIS	11.062	4,11%
6	POSTALIS	POSTALPREV	6.365	2,37%
7	FUNCESP	PPCPFL	6.051	2,25%
8	FATL	TCSPREV	5.911	2,20%
9	FUNDAÇÃO COPEL	PLANO III	5.832	2,17%
10	FATL	TELEMARPREV	5.724	2,13%

Fonte: Previc, 2020

Vale ainda apresentar os 10 maiores planos ofertados na modalidade BD, segundo seus ativos. O tamanho do plano PB1, da Previ/BB, chama atenção, tendo em vista que representa 33,12% da modalidade. No próximo capítulo será analisada a política de investimento desse plano durante o período de 2016 a 2021.

Tabela 18 - 10 maiores planos BD, segundo seus ativos (2020, em milhões)

Posição	EFPC	Plano	Ativos	%
1	PREVI/BB	PB1	214.923	33,12%
2	FUNCEF	REG/REPLAN	57.319	8,83%
3	PETROS	PPSP-REPACTUADOS	54.229	8,36%
4	REAL GRANDEZA	PLANO BD	16.473	2,54%

5	FAPES	PBB	14.728	2,27%
6	PETROS	PLANO PETROS NÃO REPACTUADOS	14.099	2,17%
7	BANESPREV	PLANO V	13.436	2,07%
8	SISTEL	PBS-A	13.107	2,02%
9	FUNCESP	PSAP/ELETROPAU LO	11.702	1,80%
10	VALIA	PLANO BD	11.294	1,74%

Fonte: Previc, 2020

Ainda sobre as diferenças entre as modalidades de planos, cabe apresentar as variações de alocação das carteiras de investimentos.

Tabela 19 - Alocação das carteiras de investimentos por tipo de plano (2020) (continua)

Segmento	Benefício Definido		Contribuição Definida		Contribuição Variável	
	%	%	%	%	%	%
	Modalidade	Segmento	Modalidade	Segmento	Modalidade	Segmento
Renda Fixa	66,8%	56,7%	84,2%	15%	78,9%	28,3%
Renda Variável	24,5%	72,6%	13,3%	8,2%	15,3%	19,1%
Investimentos Estruturados	1,4%	67,6%	0,8%	7,8%	1,2%	24,6%
Imóveis	4,6%	88,9%	0,3%	1,1%	1,2%	10%

Tabela 19 - Alocação das carteiras de investimentos por tipo de plano (2020) (conclusão)

	2,1%	59,2%	0,9%	5,7%	2,9%	35,1%
Operações com Participantes						
Outros	0,7%	66,8%	0,6%	12,7%	0,5%	20,4%
Total	100%	61,3%	100%	12,8%	100%	25,9%

Fonte: Abrapp, 2020

Inicialmente, observa-se uma significativa diferença entre alocação de recursos por tipo de plano. Isto é, as modalidades BD e CV tendem a alocar mais recursos em investimentos alternativos como renda variável, investimentos estruturados e imóveis em comparação aos planos da modalidade CD. Tal característica sinaliza para uma maior predisposição para investimentos de maior risco, assim como na economia real.

Outro fato que chama atenção nos dados diz respeito ao tamanho do segmento de BD, que representa 61,3% do total, seguido pela CV responsável por 25,9%. Conforme observado anteriormente, estes planos estão concentrados majoritariamente em empresas públicas ou sociedades de economia mista, cuja decisão de alocação de investimento pode ser influenciada por decisão governamental.

Vale registrar que essa atuação mais arrojada dos planos na modalidade BD tem sido premiada com maiores rentabilidades em comparação aos demais planos.

Tabela 20 - Rentabilidade por tipo de plano (2011-2020) (continua)

Período	Benefício Definido	Contribuição Definida	Contribuição Variável
2011	10,04%	8,62%	9,96%
2012	15,38%	14,90%	15,56%
2013	3,96%	0,66%	1,52%
2014	6,15%	10,22%	8,78%
2015	3,15%	10,69%	9,32%
2016	14,10%	16,40%	15,23%
2017	11,68%	11,95%	10,36%

Tabela 20 - Rentabilidade por tipo de plano (2011-2020) (conclusão)

2018	13,72%	8,72%	10,54%
2019	14,72%	12,66%	14,08%
2020	14,11%	5,14%	7,50%

Fonte: Abrapp, 2020.

A respeito da população coberta pelos fundos de pensão, em 2020, a população abrangida era de 7,2 milhões, sendo 3,6 milhões de participantes e assistidos (aposentados e pensionistas) e 3,6 milhões de pessoas designadas (Previc, 2020).

No que se refere à distribuição regional, os fundos estão concentrados na região sudeste, sendo o Estado do Rio de Janeiro o detentor da maior quantidade de fundos de natureza pública, superando o Distrito Federal, e o Estado de São Paulo com os de natureza privada. A explicação para a concentração nesses dois estados pode estar relacionada ao fato do Rio de Janeiro ter sido capital federal, e possuir até hoje uma quantidade significativa de empresas públicas e autarquias. No caso de São Paulo, pela pujança de sua economia.

Tabela 21 - Distribuição regional dos fundos de pensão

Região	Instituidor	Privado	Público	Total
Centro Oeste	4	8	18	30
Nordeste	1	12	16	29
Norte	0	0	2	2
Sudeste	11	136	32	179
Sul	6	24	21	51

Fonte: Previc, 2020

3.2 Financiadores da dívida soberana, das privatizações e do desenvolvimento nacional

No Brasil, a previdência privada, como era definida até a Constituição de 1988, teve sua origem nos montepios do século XIX, instituições associativas com base em sistemas mutualistas que surgiram entre os funcionários públicos e militares (Câmara dos Deputados, 2016).

A criação das sociedades de capitalização e dos planos financeiros de aposentadorias, pensões e pecúlio ocasionaram à rápida comercialização da previdência privada na modalidade aberta, que se desenvolveu com quase nenhuma fiscalização até a criação da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), em 1966.

Devido a frágil estrutura da autarquia naquele período, a ausência de regulamentação do setor, e o aumento da concorrência entre os montepios e

paralelamente dos crimes contra a poupança, foi editada em 1977 a Lei nº 6.435, lançando as bases para, posteriormente, a criação de um órgão regulador e fiscalizador, no âmbito do Ministério da Previdência, assim como para a possibilidade de intervenção e liquidação extrajudicial nos fundos (Câmara dos Deputados, 2016).

A regulamentação da previdência complementar na década de 1970, durante o regime militar, estava atrelada primeiramente aos fundos de pensão das empresas estatais e ao objetivo de estimular o mercado de capitais nacional (Magnani; Jardim; Jard da Silva, 2020). A regulamentação dos fundos de pensão foi inspirada na legislação americana, Lei Erisa, e partia do diagnóstico que um dos entraves para o desenvolvimento nacional estava associado à escassez de recursos e baixa poupança interna para financiar os projetos (Campos, 1952). Dessa maneira, os fundos passam a ser percebidos como uma oportunidade para a formação de poupança interna. Como é sabido, os investimentos de longo prazo são necessários para o pleno funcionamento de uma economia capitalista, em especial para o segmento de infraestrutura. Tal fato demanda do Estado um ambiente seguro, com marcos institucionais estabelecidos. A experiência internacional, em especial dos países asiáticos, aponta para a existência de efeitos virtuosos entre investimentos em infraestrutura, expansão industrial, emprego e crescimento econômico. Tais países executaram estratégias de *export led growth* com câmbio competitivo, fortes incentivos e atuação estatal para estimular o investimento privado (Belluzzo, 2018).

“Dada a escassez de recursos internos, característica dos países subdesenvolvidos, de um lado, e um parco volume de migração internacional de capitais, de outro, o desenvolvimento econômico espontâneo tende a ser, em nossos dias, demasiado lento. Unicamente através do planejamento se poderia lograr uma disciplina de distribuição de fatores capaz de evitar a duplicação competitiva de facilidades e desperdício de recursos, promover a intensificação dos “investimentos-chave” que permitam ritmo mais rápido de capitalização e, finalmente, distribuir as tarefas promocionais entre os setores públicos e privado.” (Campos, 1952)

A primeira norma a regular os investimentos dos fundos de pensão foi a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 460/1978, que tinha como principal característica a fixação de limites mínimos e máximos para aplicação em títulos públicos federais, ações de empresas e imóveis. Ao examinar o contexto histórico, observa-se que, no período, acabava de ser promulgada a nova lei das sociedades anônimas (Lei nº 6.404, de 1976) (Pinheiro; Paixão; Chedeak, 2005).

Durante os anos 1980, a crise da dívida externa e o aumento da inflação impulsionaram a alocação dos recursos dos fundos em renda fixa do Tesouro Nacional indexada à taxa de juros *overnight* (Pinheiro, 2007). O contexto de elevada inflação por um longo período desestimulou os gestores a buscarem outras opções de investimento, influenciando a alocação dos recursos em direção ao “rentismo” em detrimento da economia real. Este cenário, por exemplo, ajuda a explicar a elevada alocação em títulos públicos federais, que apresentavam e continuam apresentando rentabilidade atrativa, baixo risco e liquidez.

Em 1994, em um ambiente macroeconômico de juros elevados para garantir a estabilidade do nível geral de preços, o CMN editou a Resolução nº 2.109, em que a regulação dos investimentos abandonou os limites mínimos e estabeleceu apenas o percentual máximo para cada aplicação. Nesse novo cenário, os recursos investidos dos fundos passaram de um patamar de 29% alocados em renda fixa para 63% em 2004 (Pinheiro *et al*, 2005). É interessante perceber que essa concentração em ativos financeiros de baixo risco e com rentabilidade atrativa criou um entendimento de que os investimentos em títulos públicos deveriam ser o *modus operandi*, independente da conjuntura macroeconômica, e que os resultados superavitários seriam constantes.

Ainda sobre a influência do modelo americano, durante a década de 1990, tem-se o surgimento dos Planos Geradores de Benefício Livre (PGBL), que possuem incentivo fiscal por meio do imposto de renda, e foram inspirados nos planos 401-K, modalidade CD, disseminados na década de 1980 nos Estados Unidos.

Com as reformas introduzidas a partir de 1998, os esquemas de capitalização passaram a ter um impulso adicional. Primeiramente, expandiu-se o acesso do regime complementar aos trabalhadores da iniciativa privada e, mais tarde, foi também ampliado aos servidores públicos como alternativa de complementação de seus rendimentos de aposentadoria que passaram a ser fixados pelo teto do RGPS.

Durante o governo FHC, a principal estratégia perseguida foi incentivar o crescimento das EAPCs como alternativa à previdência pública. Em meio a uma onda de privatizações de empresas estatais, e a partir de uma aliança forjada com atores empresariais, as reformas produzidas durante o governo FHC buscaram deslegitimar os arranjos públicos previdenciários e os fundos de pensão geridos no âmbito das estatais. Contando com forte apoio da mídia e do governo, as seguradoras e os bancos passaram a oferecer planos individuais e a vender uma imagem de que eram muito mais “eficientes” que a previdência pública e os fundos de pensão – acusados

de serem instituições “retrógradas” e propagadoras do clientelismo e da corrupção (Grün, 2005). A previdência privada aberta era vista não apenas como algo inovador e em consonância com as “melhores práticas” de gerenciamento individual dos riscos, mas como uma necessidade para reduzir o déficit fiscal (Grün, 2005).

Os fundos de pensão tiveram poucos incentivos no período FHC em razão da própria estratégia do governo de estimular o crescimento das EAPCs (Santana, 2017). No entanto, eles foram instrumentalizados para perseguir outros fins, atuando como agentes financiadores do processo de reconversão patrimonial da economia brasileira durante o auge das privatizações das empresas estatais (Lanzara; Salgado Silva, 2020). Grün (2005, p.26) destaca que os fundos, na época, estabeleceram uma estreita relação de “parceria” com os grupos econômicos nacionais, sustentando os esquemas financeiros que permitiam a aquisição de participações acionárias nas empresas recém-privatizadas.

O consórcio Brasil, liderado por Benjamin Steinbruch, presidente e principal acionista da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), em parceria com o *Nations Bank*, banco *Opportunity*, de Daniel Dantas, e os fundos de pensão (Previ, Petros, Funcef e Cesp) arremataram, em 1997, 41,73% das ações da Companhia Vale do Rio Doce, assim divididas: 16,30% (R\$ 1,3 bilhão) das ações com a CSN; 10,43% (R\$834,5 milhões) com a Litel Participações (Fundos de pensão); 10% (R\$ 800, milhões) com a Eletron S/A (liderada pelo banco *Opportunity*); e 5% (R\$ 400 milhões) com a *Sweet River (Nations Bank¹⁴)* (FOLHA DE SP, 07/05/1997). Cabe mencionar a disputa entre o consórcio Brasil (grupo CSN) e o Valecom (liderado pelo grupo Votorantim, de Antônio Ermírio de Moraes, considerado o favorito à época).

Em julho de 1998, o governo FHC privatizou o sistema Telebrás. Os recursos dos fundos de pensão estiveram presentes em consórcios que arremataram a concessão de telefonia fixa Tele Centro Sul (Brasil Telecom) e duas concessões de telefonia móvel (Tele Norte Celular e Tele Nordeste Celular) (Folha de SP, 29/07/2018; Dantas, 2014). Na telefonia fixa, o consórcio era formado pelo Banco *Opportunity*, os fundos de pensão e a Telecom Itália. Na telefonia móvel, Telepart – canadense Telesystem International Wireless (49%), banco *Opportunity* (27%) e fundos de pensão (24%) (Idem).

14 O *Nations Bank* emprestou cerca de US\$ 1,5 bilhão à CSN para que a siderúrgica pudesse participar (Folha de SP, 07/05/1997).

Vale lembrar que, logo após o processo de privatização, foram divulgadas gravações ilegais em telefones do BNDES que indicavam suspeitas da organização de um esquema para beneficiar o consórcio liderado pelo banco *Opportunity*, de Daniel Dantas. O escândalo ocasionou a queda do ministro de Comunicações, Luiz Carlos Mendonça de Barros, do presidente do BNDES, André Lara Resende, e de dirigentes da Previ (Correio Braziliense, 29/07/2008).

Os escândalos envolvendo os fundos de pensão no período eram frequentes. Em 1992, denúncias envolvendo autoridades ligadas ao governo Collor acarretaram na instalação de uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) no Senado Federal, que constatou o tráfico de influência na tomada de decisões sobre os investimentos dos fundos, especialmente nos negócios com imóveis. A CPI observou ainda a ausência de estrutura/capacidade da então Secretaria Nacional de Previdência Social e Complementar para fiscalizar os fundos (Câmara dos Deputados, 2016).

Em 1995, foi instalada uma nova CPI dos Fundos de Pensão na Câmara dos Deputados para investigar possíveis fraudes e vantagens indevidas. Devido à dificuldade na apuração, o relatório final apontou para a fragilidade na fiscalização do sistema, as brechas existentes na legislação na época e a necessidade de alteração do marco vigente (Câmara dos Deputados, 2016).

A partir desse diagnóstico, tem-se um esforço para aprimorar as regras de governança dos fundos, culminando com as Leis Complementares nº 108 e 109, de 2001. A mobilização de parlamentares do Partido dos Trabalhadores (PT) no Congresso Nacional pressionando pela criação de uma legislação de regulamentação e fomento aos fundos de pensão foi fundamental para o resultado alcançado (Jardim, 2009, 2016; Santana, 2017). Segundo Jardim (2009), os parlamentares do PT ligados ao movimento sindical inseriram na Câmara dos Deputados os debates sobre a necessidade de expansão e maior regulação das entidades de previdência complementar. Por meio da influência desses parlamentares, conseguiu-se aprovar, em 2001, a Lei Complementar nº 109 (LC nº 109/2001), que regulamentou o art. 202 da Constituição Federal de 1988, que versa sobre o regime de previdência privada, e autorizou a criação de fundos de pensão por instituidores. A justificativa para essa legislação fundamentava-se na necessidade de maior fiscalização das entidades de previdência complementar, visando estabelecer novos planos associativos e, ao mesmo tempo, promover a participação dos trabalhadores na gestão dos fundos (Santana, 2017). Assim, a ampliação da margem de atuação dos fundos começou a

ser efetivamente percebida como oportunidade a partir de 2001, com o reconhecimento explícito dessa atividade mediante a LC nº 109/2001.

Até o governo Lula, as instituições de previdência complementar gozavam de uma péssima reputação em razão da ausência de mecanismos de fiscalização e transparência. Contudo, a vitória de Lula nas eleições de 2002 possibilitou um estreitamento entre o movimento sindical e o mercado financeiro, sobretudo no que se refere aos fundos de pensão (Jardim, 2016). O governo acreditava que a criação de fundos de pensão, para servidores e demais trabalhadores, formaria uma poupança interna considerável, que financiaria estratégias de desenvolvimento nacional. Parte dessa crença se deve à influência exercida por nomes ligados ao sindicato dos bancários como Ricardo Berzoini, Luís Gushiken, Adacir Reis e Sérgio Rosa no Palácio do Planalto (Jardim, 2007; 2009). Em uma reportagem da revista Piauí (2009), Sérgio Rosa, ex-presidente da Previ, mencionou quando percebeu que participar da gestão dos fundos de pensão proporcionaria um largo horizonte de possibilidades, como, direcionar investimentos para determinadas empresas/segmentos, e influenciar nas decisões das empresas por meio dos conselhos.

Zélia Cardoso de Mello, ministra da Economia no início do governo Collor, colocou os fundos das estatais em evidência em 1991. Ela pressionou a Previ, a Petros e a Funcef, os três maiores fundos, a investir 12 milhões de dólares na compra de ações da Sade, uma empresa praticamente falida, cujo dono era o empresário Nelson Tanure, amigo da ministra. “Aí nós começamos a ver que precisávamos tomar conta do nosso patrimônio”, disse Rosa (PIAUÍ, agosto/2009).

Ricardo Berzoini, enquanto Ministro da Previdência, regularizou a previdência associativa (sindical) e realizou sucessivos ciclos de campanhas de conscientização sobre o novo dispositivo. Em parceria com Adacir Reis, fortaleceu a Secretaria de Previdência Complementar, bem como enfatizou a necessidade de educação previdenciária e financeira para a população (Idem). Em dezembro de 2004, como forma de fortalecer o sistema, o governo editou a Medida Provisória nº 233, que criava a Superintendência de Previdência Complementar (Previc). O texto perdeu eficácia em meados de 2005 por não ter sido votado no Senado Federal no prazo (120 dias) previsto pela Constituição Federal. Em 2008, o governo encaminhou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei nº 3962, que (re) criava a Previc, alterava regras da

composição e denominação do Conselho de Gestão de Previdência Complementar, e instituiu a Câmara de Recursos da Previdência Complementar. Após a tramitação e aprovação no Congresso, o texto foi convertido na Lei nº 12.154, de 2009.

Em conjunto com o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese) e o Ministério do Trabalho, a Central Única dos Trabalhadores (CUT) passou a ofertar cursos de previdência complementar e regime próprio para seus quadros internos (Jardim, 2009). Tais iniciativas tinham como objetivo qualificar os associados para assumirem cargos nos conselhos dos fundos de pensão.

Jardim (2009b: 09) ainda chama atenção para o intercâmbio de experiências entre o sindicalismo brasileiro e internacional, em especial com os países em que o sistema de fundos de pensão está bem desenvolvido como Estados Unidos e Canadá. A autora cita a presença de Stanley Gacek, Diretor-assistente de Relações Internacionais da AFL-CIO, uma das maiores centrais sindicais americanas, no II Seminário Internacional de Fundos de Pensão, realizado no Brasil, em 2004. No referido evento, o sindicalista americano foi debatedor no painel “Governança de Fundos de Pensão: o papel dos participantes e dos patrocinadores nos processos decisórios”.

Em outro congresso realizado, em 2004, pela CUT, em parceria com o Ministério do Trabalho, houve a participação da Confederação dos Sindicatos Nacionais do Quebec, Canadá (Jardim, 2009b).

A maior participação dos sindicatos na gestão dos fundos de pensão poderia servir como um instrumento de “domesticação do capitalismo” (Jardim, 2009), possibilitando, além da construção de uma nova relação capital-trabalho a partir da cogestão dos fundos, a entrada dos trabalhadores na burocracia estatal (D’Araújo, 2009). Jardim (2016) destaca que a ascensão de Lula à presidência permitiu que atores sociais ligados ao PT, de origem sindical e com certa proximidade com o mercado financeiro – a exemplo dos bancários -, fossem nomeados para o comando dos maiores fundos de pensão das estatais (Jardim, 2016). “Ser conselheiro se tornou uma profissão” (Costa, 2021). Dentre os critérios de seleção, estavam: formação acadêmica, experiência profissional e conhecimentos específicos, como direito societário e estratégia empresarial. Em termos políticos, os sindicatos são os organizadores da participação dos funcionários nas campanhas de eleições nos fundos (Costa, 2021).

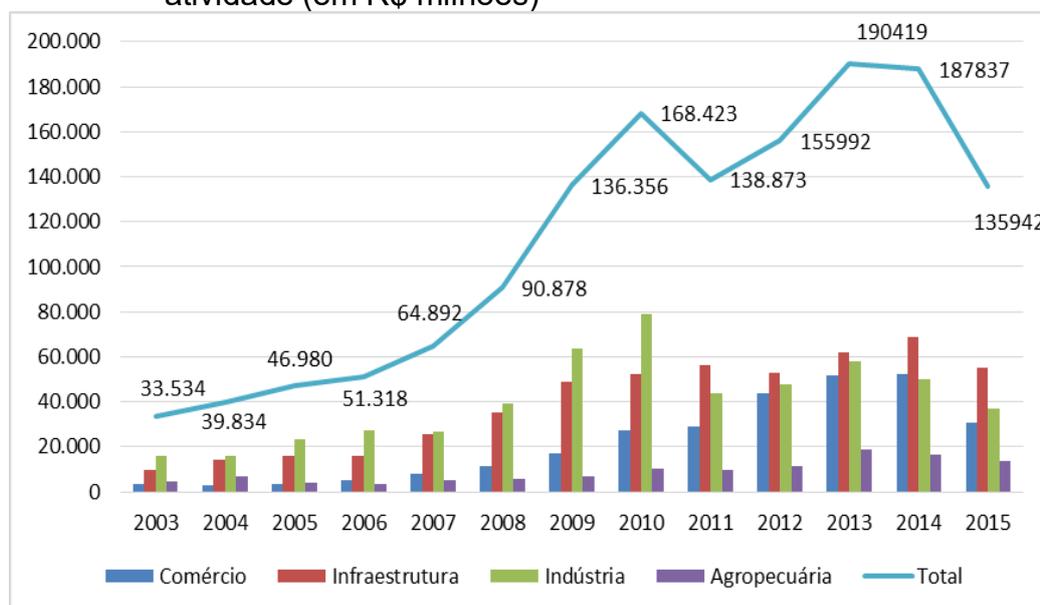
É importante destacar que durante os governos Lula e Dilma houve uma significativa mudança de orientação no modo de operação dos fundos. Por exemplo, a Recomendação do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) nº 01/2015, dispõe sobre a adoção de critérios de investimento socialmente responsável que contribuam para a geração de emprego. Pode-se dizer que, durante os governos petistas, os fundos foram ressignificados por meio de sua explícita utilização como um instrumento multifacetado de intervenção e de interlocução com os interesses organizados, particularmente com os interesses do mundo sindical (Lanzara; Salgado Silva, 2020). Em que pese um ambiente econômico dominado pelo setor financeiro, o Estado passou a adquirir maior protagonismo na direção dos investimentos, implantando projetos de infraestrutura com base nos recursos oriundos dos fundos, via emissão de títulos públicos e por meio de investimentos diretos nas empresas, exigindo ainda certa regulamentação do mercado financeiro (Jardim, 2009; 2016; Raimundo, 2010; Datz, 2014; Conti, 2016; Santana, 2017).

Os fundos de pensão nos governos do PT passaram a perseguir diferentes estratégias e objetivos. Em primeiro lugar, tornaram-se importantes aliados da denominada “estratégia neodesenvolvimentista¹⁵” que sustentou as políticas econômicas dos governos petistas, particularmente no segundo mandato de Lula e no primeiro de Dilma. Tal estratégia se fundamentava no estímulo ao mercado interno, via expansão do consumo, e na ampliação do papel do Estado na distribuição de renda e alocação de investimentos (Bastos, 2012). Nesse processo, os fundos de pensão ajudaram a cimentar uma coalizão desenvolvimentista de novo tipo, envolvendo governo, bancos públicos, empresariado (inclusive do setor financeiro) e quadros sindicais. Na época, defendia-se que os fundos deveriam retomar o nível de investimento do país, viabilizando a geração de empregos e o crescimento econômico de longo prazo (Santana, 2017). Enfim, os fundos poderiam aprofundar sua participação nas estruturas de financiamento do investimento de longo prazo no Brasil, conferindo destaque ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e sua subsidiária de investimentos (BNDESPar) como catalisadores desse

15 Além dos instrumentos já apresentados, é possível citar como indicadores dessa “estratégia desenvolvimentista”: a mudança do regime de exploração do petróleo de concessão para partilha; favorecimento da Petrobras para compras nacionais (via PROMINP); criação de pequenas empresas estatais nos ramos de infraestrutura e tecnologia; apoio no fortalecimento e internacionalização de grupos empresariais via BNDES.

processo (Raimundo, 2010). O gráfico abaixo apresenta a evolução dos desembolsos do sistema BNDES por ramo de atividade para o período. Os dados revelam a priorização dos setores de indústria e infraestrutura pelas gestões petistas, tendo o ano de 2007 como início de um significativo crescimento dos desembolsos. Cabe lembrar que em 2007 teve início a gestão Luciano Coutinho no BNDES, que participou da elaboração da Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), lançada em 2008, que tinha como objetivo fortalecer a indústria nacional, alterando seu padrão de produção, nível de competitividade e tipo de inserção internacional.

Gráfico 9 - Desembolsos do sistema BNDES (2003-2015) por ramo de atividade (em R\$ milhões)



Fonte: BNDES (2003; 2004; 2005; 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012; 2013; 2014; 2015)

Observa-se ainda que os desembolsos no setor de infraestrutura dobraram entre 2007 e 2010, tendo como explicação a criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), em 2007.

Tabela 22 - Desembolsos do sistema BNDES por setores na gestão Luciano Coutinho (em R\$ milhões)

Gestão Luciano Coutinho				
Ramo de Atividades do BNDES	2007	2008	2009	2010
Comércio	7.815	11.166	17.326	27.104
Infraestrutura	25.633	35.096	48.653	52.424
Indústria	26.446	39.021	63.522	78.769
Agropecuária	4.998	5.594	6.856	10.126
Total	64.892	90.878	136.356	168.423

Fonte: BNDES, 2007; 2008; 2009; 2010.

Na execução do PAC, o BNDES se tornou o maior financiador da infraestrutura. Em 2010, o número de projetos do banco no âmbito do PAC chegou a 362, com um valor total de R\$ 157,3 bilhões. Os projetos dividiam-se em 186 infraestrutura energética, 89 de logística, 71 de infraestrutura social e urbana e 16 de administração pública (Bugiato, 2016).

Ainda sob a gestão de Luciano Coutinho, o BNDES participou de cerca de 75 processos de fusões e aquisições de empresas, em parceria com os fundos de pensão. Por exemplo, em 2008, o banco financiou a aquisição da Brasil Telecom pela Oi, gerando uma grande empresa no ramo de telecomunicações. Em 2009, o banco participou da fusão da Perdigão e Sadia, processo que originou a Brasil Foods, maior empresa de carne de frangos do mundo (Bugiato, 2016:197). Como é sabido, o apoio à formação de grandes grupos nacionais fazia parte da política de internacionalização das empresas brasileiras levada a cabo pelo BNDES e governo federal. Em 2010, o BNDESPar possuía representantes em 9 conselhos fiscais e 28 conselhos de administração em 152 empresas. Entre 2007 e 2010, essas empresas estavam concentradas no segmento de petróleo e gás, mineração, energia, metalurgia, siderurgia, papel e celulose, transportes, telecomunicações, bancos comerciais e alimentos (Bugiato, 2016:198).

Mudanças na estrutura de regulamentação realizada pelos governos petistas foram fundamentais para reorientar as estratégias de aplicação dos fundos no período.¹⁶ Com a Resolução CMN nº 3.792/2009, criou-se uma nova modalidade de investimento, o Investimento Estruturado, a partir do qual os fundos foram autorizados a investir até 20% do seu portfólio em programas de infraestrutura (Jardim, 2016). Aqui os fundos de pensão procuraram se estabelecer como importantes instrumentos de financiamento de longo prazo (*funding*) do capitalismo nacional por meio de um papel mais ativo na realização de investimentos produtivos (Santana, 2017). Para que os fundos cumprissem tais objetivos, o governo passou a manejar instrumentos de política monetária, via Banco Central, para incentivar os fundos a adquirir títulos da dívida pública pré-fixados, com juros menores do que os praticados pela Selic, cujos principais compradores foram bancos públicos e privados interessados no financiamento em infraestrutura (Raimundo, 2010; Santana e Fracalanza, 2019).

¹⁶ As medidas de fiscalização das entidades de previdência complementar foram reforçadas por meio da criação de órgãos como a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) – Lei nº 12.154/2009.

Tabela 23 - Limites de alocação por modalidade de aplicação
(Resolução 3.792 CMN)

Modalidade de Investimento	Limite aplicável (%)
Renda Fixa	100%
Títulos públicos	100%
Crédito securitizado*	20%
Renda Variável	70%
Ações Novo Mercado BM&F	70%
Bovespa	
Ações BM&F Bovespa (Nível II)	60%
Ações Bovespa Mais	50%
Ações BM&F Bovespa (Nível I)	45%
Investimentos Estruturados	20%
Cotas de FIs	10%
Investimentos no exterior	10%
Imóveis	8%
Operações com participantes	15%

Nota: *Inclui FIDCs, CRI, crédito de exportação e bancário.

Fonte: Banco Central, 2009.

Além de estabelecer limites para alocação de recursos em cada modalidade, a Resolução 3.792 também restringiu a exposição excessiva de ativos a um único emissor (Tesouro Nacional, companhias abertas, securitizadoras). Vale destacar ainda a variação de limites de acordo com os níveis de governança existentes na bolsa BM&F Bovespa, como forma de evitar a exposição dos fundos a problemas de gestão e fraudes corporativas nas empresas investidas (Oliveira *et al*, 2017)

Como um resultado da mobilização desses instrumentos, os fundos provenientes das empresas estatais lideraram os investimentos em infraestrutura, particularmente entre os anos 2006 e 2013. O ano de 2007 é emblemático da “virada desenvolvimentista” do governo, que fez largo uso dos fundos de pensão das empresas estatais para direcioná-los aos leilões de concessão de obras em infraestrutura no intuito de incrementar o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Nesse período, os fundos de pensão passaram a compor, ainda que de forma modesta¹⁷, os chamados Fundos de Investimento em Participações¹⁸ (FIPs), com a

¹⁷ Ainda que esses recursos sejam relevantes para a viabilização dos FIPs, o montante total de recursos alocados pela Previ, por exemplo, não chegou a R\$ 1 bilhão no período, representando cerca de 0,56% do total de ativos (Conti, 2016).

¹⁸ Modalidade de investimento estruturado que permite aplicação de recursos em companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas em fase de desenvolvimento. Permite aos investidores participar do processo decisório da companhia investida. Possibilita investimento em infraestrutura, empresas emergentes, pesquisa, desenvolvimento e inovação.

proposta de fomentar vários setores, como energia, particularmente petróleo e gás, logística (construção de terminais portuários) e construção civil (Raimundo, 2010; Conti, 2016).

O Fundo InfraBrasil, constituído em 2006, tinha como objetivo investir no setor de infraestrutura, em especial nas áreas de energia (distribuição, geração e transmissão), logística (rodovias, ferrovias, portos e aeroportos), saneamento, meio ambiente e telecomunicações. Idealizado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o fundo contou com aportes da Previ (Banco do Brasil), Funcef (Caixa Econômica Federal), Petros (Petrobras), Valia (Fundação Vale do Rio Doce), Banesprev, além de alguns bancos (Conti, 2016; Costa, 2021).

Em 2010, foi criado o Fundo Sondas para realizar investimentos na empresa Sete Brasil, criada pela Petrobras para produzir 28 sondas de perfuração marítima voltadas à exploração de petróleo no pré-sal. Em 2011, a Petrobras contratou as primeiras sete sondas da Sete Brasil. Em 2012, a empresa foi novamente contratada para construir outras 21 sondas (Idem).

A Sete Brasil se tornou a maior empresa do mundo em sondas de águas ultraprofundas e com contratos de mais de US\$ 80 bilhões. Esses contratos viabilizaram o estabelecimento de dois novos estaleiros (Jurong Aracruz e Enseada Paraguaçu), bem como a ampliação de quatro outros (EAS, OSX, Brasfels e ERG2) (Costa, 2021).

A empresa possuía como investidores a Petrobras, os fundos de pensão Petros, Previ, Funcef, Valia, os bancos Santander, Bradesco, FI-FGTS, BTG Pactual, o Fundo de *Private Equity* J.C Flowers, e os Fundos Soberanos da China, de Cingapura e de Abu Dabi (Costa, 2021). Na próxima seção, será apresentado o desdobramento da empresa, que foi alvo da Operação *Greenfield*, nos moldes do “lavajatismo”.

Outro exemplo dessa nova orientação na aplicação dos recursos é o caso da Investimentos e Participações em Infraestrutura (Invepar), criada em 2000. A empresa é uma das maiores gestoras privadas de mobilidade urbana e infraestrutura de transporte da América Latina. Em 2010, seus acionistas eram Previ, Petros, Funcef e o grupo OAS (Dantas, 2014; Costa, 2021). Em 2020, seus acionistas são Previ (25,6%), FIP Yosemite (24,4%), Petros (25%) e Funcef (25%). A saída do grupo OAS, que estava em recuperação judicial, está relacionada ao advento da Operação Lava

Jato, que ocasionou o colapso de diversos setores produtivos nacionais, tais como construção, óleo e gás, e infraestrutura.

No setor de Aeroportos, a Invepar controla a concessionária do Aeroporto Internacional de São Paulo, maior da América do Sul em volume de cargas e passageiros (Idem).

No segmento de mobilidade urbana, está presente na concessão do MetrôRio e da concessionária VLT Carioca (Idem).

A empresa ainda administra oito concessões no setor de rodovias. No Rio de Janeiro possui a LAMSA – Linha Amarela S.A, a ViaRio e a CRT – Concessionária Rio-Teresópolis. Em Minas Gerais, Distrito Federal e Goiás, a Via 040. Na Bahia, a CLN – Concessionária Litoral Norte e a CBN – Concessionária Bahia Norte e, em Pernambuco, a CRA – Concessionária Rota do Atlântico (Idem).

Ao analisar as carteiras de investimento dos três maiores fundos de pensão do Brasil (Previ, Petros e Funcef)¹⁹ entre 2003 e 2013, Conti (2016) conclui que estes, além de concentrarem mais de 45% dos ativos das EFPCs, possuíam recursos expressivos investidos em grandes companhias, ampliando inclusive sua participação em empresas que anteriormente haviam sido privatizadas, como a Companhia Vale do Rio Doce. Entretanto, apesar de deterem maior participação em investimentos em renda variável, estas três entidades também se caracterizaram por uma gestão conservadora de suas carteiras, particularmente após a crise de 2007/2008, com grande concentração de recursos alocados em títulos públicos, revelando assim o comportamento errático da composição das carteiras dos fundos relativos às oscilações do mercado (Conti, 2016).

Ainda no que se refere aos esforços governamentais para ampliar a capilaridade do segmento de previdência complementar, em abril de 2012, por meio da Lei nº 12.618, o governo Dilma Rousseff instituiu o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais efetivos. Cabe lembrar que a criação da Fundação de Previdência Complementar dos Servidores Públicos (Funpresp) estava prevista na Emenda Constitucional nº 20/1998.

19 Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e Fundação dos Economistas Federais (Funcef), vinculada aos funcionários da Caixa Econômica Federal.

A Funpresp encerrou o ano de 2020 com um patrimônio de R\$ 3,67 bilhões e mais de cem mil participantes. Sua carteira de investimentos possui gestão mista. Isto é, uma parte é gerida pela própria Fundação (R\$ 2,67 bilhões) e outra é terceirizada em fundos de investimentos (R\$ 993,25 milhões). Estes fundos são geridos por Santander, Safra, Banco do Brasil, Caixa, Western, Bradesco, BTG Pactual, BNP Paribas, Votorantim e Itaú (Funpresp, 2020).

Ao analisar a carteira de investimentos da Funpresp, constata-se uma elevada concentração em renda fixa (82,41%), conforme observado nos fundos de mesmo porte. Ademais, não há aplicações em investimentos estruturados²⁰, que são particularmente interessantes para a retomada do desenvolvimento econômico. Ou seja, além de constituir uma oportunidade de diversificação e rentabilização dos ativos, também representa um mecanismo de captação de fundos pelas empresas/atividades produtivas.

Tabela 24 - Carteira de Investimentos Funpresp (2020)

Gestão Própria	R\$ 2,67 Bilhões
Renda Fixa	88,81%
Renda Variável	10,65%
Operações com Participantes	0,54%
Gestão Terceirizada	R\$ 993,25 milhões
Renda Fixa	68,46%
Renda Variável	19,72%
Investimento no Exterior	11,82%

Fonte: Relatório Anual Funpresp, 2020.

Por fim, e o mais contraditório dos objetivos, é que os fundos de pensão também poderiam se converter em instrumentos auxiliares à estratégia de contenção de gastos nos subsistemas públicos previdenciários, RGPS e RPPS, visto que o propalado “neodesenvolvimentismo” dos governos petistas deixou intacto os pilares da ortodoxia macroeconômica sustentados na manutenção elevada da taxa de juros, na realização constante de superávits primários e num rígido sistema de metas inflacionárias (Lanzara, Salgado Silva; 2020). Esse papel desempenhado pelos

²⁰ Modalidade de investimento que abrange os Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes. Alocam recursos no crescimento e desenvolvimento de empresas ou em companhias que tenham potencial para abertura de capital, fusão ou incorporação por grandes companhias.

fundos foi alvo de críticas por setores mais alinhados à esquerda, que sugeriam que o movimento de ampliação do segmento de previdência complementar representava uma redução da responsabilidade pública na oferta de serviços públicos, conforme analisado no primeiro capítulo da tese, assim como certa submissão do governo aos interesses do setor financeiro (Oliveira, 2003; Gentil, 2020).

3.3 Pós-Impeachment Dilma, criminalização dos Fundos de Pensão e novas reconfigurações

O setor público encerrou 2016 com um déficit primário de R\$ 155,791 bilhões, sendo o maior déficit já registrado até aquele período. De acordo com os dados do Ministério da Fazenda, entre 2008 e 2015, os gastos públicos tiveram um aumento real de 51%, enquanto a receita só apresentou um aumento real de 14,5%. Entre 2014 e 2015, a dívida pública cresceu 21,7% atingindo quase três trilhões de reais (Alvarenga; LaPorta, 2016).

O diagnóstico vencedor, em relação às origens da crise econômica brasileira (2014-2016), foi aquele que a atribuiu ao excesso de intervenção governamental na economia. Fosse pelo excesso de gastos, pela corrupção sistêmica, pela incapacidade institucional de realizar escolhas eficientes; o “gigante” Estado brasileiro seria, no discurso hegemônico que ascendeu ao governo a partir de 2015, o responsável pelos males econômicos (inflação, desemprego etc) que assolavam e assolam a população.

Em termos políticos, desde meados de 2014, atores do sistema de justiça, em parceria com a grande imprensa, ganharam um protagonismo excessivo na política nacional. A Operação Lava Jato transformou em heróis, para alguns segmentos da população nacional, atores desconhecidos do grande público. Ademais, a Operação contribuiu para o conturbado processo de impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff (Kerche; Feres, 2018).

Sob a argumentação de resolver o desequilíbrio fiscal, o governo Michel Temer apresentou uma nova regra fiscal com o objetivo de limitar o crescimento das despesas primárias federais, por meio de uma proposta de emenda à constituição, convertida na Emenda Constitucional nº 95/2016. A EC determinou que, a partir de 2018, as despesas federais só poderiam aumentar de acordo com a inflação

acumulada, conforme o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tendo como vigência 20 exercícios financeiros. Além do teto de gastos, o governo também destacou a necessidade de reduzir o famigerado déficit previdenciário. De acordo com o Ministro da Fazenda da época, a emenda constitucional se desdobraria num ciclo virtuoso, pois:

À medida que se controle o crescimento das despesas públicas, nós teremos um aumento da confiança; em consequência disso, a retomada do investimento; em consequência disso, o crescimento; em consequência disso, mais recursos disponíveis para investimento privado e consumo (BRASIL, 2016).

Alguns estudos sugeriam que a aprovação da EC nº 95 reduziria drasticamente o gasto social federal, afetando diretamente o orçamento da seguridade social. De acordo com as estimativas, se um teto semelhante de gastos tivesse sido imposto a partir de 2003, o orçamento da saúde para 2015, por exemplo, teria sido reduzido em 43% (R\$ 55 bi em vez de R\$ 100 bi) (Vieira; Benevides, 2016:09; Lanzara; Salgado Silva; 2018).

Importante mencionar que as medidas previstas pelo “Novo Regime Fiscal” somente lograriam se efetivar se fossem complementadas pelas reformas estruturais. É a partir desse diagnóstico, portanto, que a ênfase se volta para a contenção das despesas públicas, especialmente com as despesas relacionadas com a seguridade social, pois, de acordo com o Ministro da Fazenda: “o problema fiscal brasileiro decorre da existência de uma grande folha de previdência e assistência social que representa 70% dos dispêndios públicos”. Enfim, os entusiastas do Novo Regime Fiscal asseveram que o teto de gastos inscrito na Constituição “disciplina o conflito distributivo na medida em que o mesmo terá que ser resolvido civilizadamente ou por meio de coerções legais” (Brasil, 2016; Lanzara; Salgado Silva, 2018).

Com a ascensão dos governos de Michel Temer (2016-2018) e Jair Bolsonaro (2019-2022), inaugurou-se uma nova conjuntura de reformas no sistema previdenciário. Estas foram perseguidas por meio de propostas restritivas, trazendo iniciativas mais contundentes no sentido de instrumentalizar as instituições de previdência complementar para incentivar o crescimento dos esquemas de capitalização no país, particularmente ofertados por seguradoras e bancos (Lanzara; Salgado Silva, no prelo). Ademais, iniciou-se um movimento de criminalização dos gestores dos fundos, e ataques à imagem e credibilidade do Sistema.

Desde 2016, as políticas previdenciárias permanecem subordinadas ao Ministério da Economia²¹, demonstrando a intenção desses governos de tornar o setor previdenciário um mero apêndice da área econômica. Vale enfatizar que à frente da secretaria que trata dos assuntos previdenciários foram colocados políticos e burocratas fortemente comprometidos com a adoção de reformas mais restritivas para o sistema de repartição; além de advogarem mecanismos mais frouxos de regulação dos fundos de pensão como incentivo à expansão da previdência privada (Lanzara; Salgado Silva, 2018).

A aprovação da reforma trabalhista pelo Congresso Nacional e sancionada pelo Presidente Michel Temer (Lei nº 13.467, de 13/07/2017) representou um enorme retrocesso aos direitos dos trabalhadores. A reforma trabalhista abriu a possibilidade para que negociações entre trabalhadores e empresas se sobreponham à legislação trabalhista. Negociações sobre o parcelamento de férias, jornada de trabalho e redução de salário são realizadas agora à revelia da lei. Ademais, a reforma estabeleceu o fim da contribuição sindical obrigatória, que visou, entre outras coisas, desestruturar a base sindical que se constituiu em torno dos direitos trabalhistas e previdenciários, deixando o caminho livre para a adoção de reformas mais radicais no sistema de seguridade social (Lanzara; Salgado Silva, 2018).

Ao comparar a arrecadação da contribuição sindical do mês de abril de 2018 a abril 2017, o Dieese (2018:05) constatou a queda da ordem de 90%, sendo que a maior redução da receita foi registrada pela Central Única dos Trabalhadores (CUT) (queda de 94%).

Ainda de acordo com o Dieese (2018:05), em 2018, 1.391 entidades não receberam recursos referentes à contribuição sindical. Isto é, cerca de 20% do total. Dessas, 11% haviam arrecadado mais de R\$ 100 mil em 2017. No que se referem as que receberam os recursos, 3.309 (48% do total) receberam menos de 10% da receita do ano anterior; 1.072 (15% do total) receberam entre 10% e 20% da receita de 2017.

A estratégia de criminalização dos fundos teve início, sob os moldes da Operação Lava Jato, com a CPI dos Fundos de Pensão (2015-2016), que a partir do discurso de corrupção sistêmica e incompetência dos gestores, e aliada a setores do

21 Vale lembrar que a Lei nº 13.341/2016, oriunda da Medida Provisória 726/2016, determinou o fim do Ministério da Previdência Social e sua incorporação ao Ministério da Fazenda (Senado Federal, 30/09/2016).

novo governo, Ministério Público e do Congresso Nacional, passou a condenar os investimentos na economia real, em especial os FIPs, assim como a criminalizar os dirigentes, conselheiros e diretores dos fundos, procurando vender uma imagem de “incompetência” geral. Cabe mencionar ainda que a CPI foi utilizada politicamente pela oposição, em especial o ex-presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha, para atacar e desestabilizar o governo Dilma.

Grosso modo, essa ofensiva contra o Sistema de Previdência Complementar procurou acabar/reduzir com a participação dos trabalhadores nos colegiados e instâncias de decisão dos fundos.

Propostas de redução da representação de participantes (trabalhadores) nos conselhos das fundações das empresas públicas foram apresentadas no Congresso Nacional (PLS 78/2015 e PLS 388/2015), no Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC) e na Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

Os Projetos de Lei Complementar (PLS) nº 388/2015 e 78/2015 chegaram ao Senado Federal logo após a aprovação do relatório final da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão²². Ambos objetivavam alterar as regras dos fundos de pensão públicos, dificultando a influência dos partidos políticos na indicação/eleição de dirigentes e conselheiros, bem como tornando a gestão mais “profissional”. O texto aprovado no Senado foi um substitutivo do Senador Aécio Neves (PSDB-MG), oposição do governo à época. De acordo com o Senador:

“Essa proposta blinda os fundos de pensão. A interferência política na escolha desses dirigentes, os inúmeros prejuízos e o risco iminente de maiores perdas expõem a absoluta falta de instrumentos garantidores de uma maior profissionalização e qualidade na gestão dessas entidades”. (Agência Senado, 06/04/2016).

O Senador Paulo Bauer (PSDB-SC), autor do PLS 388/2015, ainda completou:

“Queremos apenas uma coisa: que a política partidária não esteja mais presente na gestão dos fundos de pensão; que os dirigentes sejam efetivamente capazes de gerir o dinheiro alheio e que existam cláusulas de responsabilidade e também de punição para atos irregulares” (Agência Senado, 06/04/2016).

22 A CPI investigou os fundos de pensão e apurou que, entre 2011 e 2015, Funcef, Postalís, Petros e Previ tiveram prejuízo de R\$ 113 bilhões com a desvalorização de ativos. A CPI sugeriu o indiciamento de diversos suspeitos de envolvimento em esquemas de corrupção.

O substitutivo aprovado no Senado Federal estabelecia que os membros das diretorias dos fundos de pensão poderiam ser selecionados por meio de processo seletivo realizado por “empresas especializadas do mercado”, previa a inclusão da figura do “conselheiro independente” nos conselhos deliberativo e fiscal, em proporção paritária com os representantes dos patrocinadores e assistidos. Esses “conselheiros independentes” também seriam selecionados por processo seletivo organizado por empresa especializada.

Outras mudanças importantes dizem respeito à proibição de ter exercido atividade político-partidária no período de 2 anos que antecede à nomeação de conselheiro, e quarentena de 1 ano para o exercício de atividade político-partidária a partir da desvinculação do cargo de conselheiro do fundo.

Para os membros da diretoria executiva, a proposta estabeleceu o requisito de formação de nível superior em ao menos uma das áreas de conhecimento que sejam exigidas experiência comprovada. Ademais, o membro não poderá ter sofrido condenação transitada em julgado.

O texto aprovado na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) retirou a figura do “conselheiro independente” e a garantia do voto de desempate (minerva) ao presidente do colegiado da proposta original. Cabe ressaltar que a inclusão de tais instrumentos no texto original foi alvo de severas críticas por representantes dos fundos de pensão e sindicalistas, que sinalizavam para a criminalização dos dirigentes e a tentativa de insulamento das decisões de alocação dos investimentos.

O texto aprovado na Comissão também estabeleceu uma série de critérios para a escolha dos membros dos conselhos, tais como: veda ao candidato ao conselho ter exercido atividade político-partidária em período inferior a dois anos antes da contratação, ter sofrido penalidade administrativa por infração à legislação da seguridade social e da previdência complementar entre outros (Câmara dos Deputados, 21/11/2018).

Como é sabido, esse movimento de insulamento decisório não se limitou aos fundos de pensão, tendo sido aprovado em 2021 a autonomia do Banco Central do Brasil. Tal iniciativa tinha como objetivo garantir que a instituição ficasse livre de “pressões políticas e sociais”, retirando, em certa medida, a capacidade da população escolher nas urnas programas de governos com políticas monetárias expansionistas. O fundamento para a garantia da “independência” do Banco Central está associado à

ideia de que a democracia pode se apresentar como um problema para conter os gastos públicos. De acordo com a teoria da escolha pública, o aumento da despesa estatal coincide com o período eleitoral, cujo objetivo é elevar o crescimento econômico e maximizar os votos. Todavia, esses períodos de crescimento “induzido/artificial” geram inflação, que com o tempo tende a ficar descontrolada, corroendo as expectativas e criando incertezas para os agentes econômicos. Dessa maneira, apenas uma instituição insulada do processo político poderia se comprometer a adotar as medidas necessárias (Buchanan; Tullock, 1965).

É importante ressaltar que essa ofensiva contra os fundos também contribuiu para prejudicar a rentabilidade dos investimentos realizados. Apenas a título de exemplo, durante a Operação Lava Jato surgiram declarações de supostos casos de corrupção na empresa Sete Brasil, mencionada na seção anterior. Em virtude de tais declarações, o BNDES suspendeu os financiamentos para a empresa, impossibilitando que esta continuasse sua produção de sondas de águas ultraprofundas. Ou seja, um investimento considerado estratégico para o Brasil, tendo em vista a exploração da camada do pré-sal, e com desdobramentos positivos para a cadeia produtiva do petróleo e gás natural, naval e construção pesada foram impactados negativamente, acarretando enormes prejuízos para os fundos de pensão, bancos públicos e investidores privados envolvidos na operação.

O que deve ficar claro em relação a esses argumentos é que não se trata de defender a impunidade de gestores ou dirigentes, mas a necessidade de proteger institucionalmente os investimentos/setores considerados estratégicos para o desenvolvimento do país. Isto é, uma empresa não pode ser penalizada por crimes cometidos por seus gestores. Ademais, questiona-se o uso político do Ministério Público Federal e da própria Previc na criminalização dos fundos de pensão. Os dirigentes dos principais fundos, por exemplo, foram alvos da Operação *Greenfield*, sendo que dos 10 casos que balizaram a deflagração da Operação, 8 estavam relacionados a investimentos por meio de Fundos de Investimento em Participações (FIPs). A operação foi encerrada em 2020 de forma inconclusiva (Anapar, 2022).

Em entrevista, o ex-diretor eleito de Seguridade da Previ, vice-presidente da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Planos de Saúde de Autogestão (Anapar) e representante dos participantes de fundos de pensão no Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC), Marcel Barros relata:

“Nós queremos investir no setor produtivo, mas queremos segurança para isso. Não queremos viver no risco” (...)

“Alguns investimentos vão dar errado. Isso é do capitalismo. O que não pode é um gestor de fundo viver em eterno risco porque se algum negócio der errado ele vai ser punido” (Anapar, 10/11/2022).

Ainda de acordo com a reportagem da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Planos de Saúde de Autogestão (Anapar) (10/11/2022):

“Das modalidades de investimentos constantes da regulação vigente, renda fixa, renda variável e investimentos estruturados podem ser alocados no setor produtivo. Ocorre que o comportamento do Estado, particularmente por parte da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), tem desestimulado este tipo de operação, devido ao indiscriminado processo de criminalização de dirigentes e Conselheiros dos fundos de pensão” (Anapar, 10/11/2022).

Além dos ataques à imagem e credibilidade do Sistema, algumas medidas foram adotadas para transferir a administração dos recursos dos fundos de pensão para bancos e seguradoras privadas, tendo em vista os interesses dessas últimas em gerir tais recursos.

Sancionada em 12 de novembro de 2019, a Emenda Constitucional nº 103/2019, a reforma da previdência do presidente Jair Bolsonaro, trouxe importantes mudanças para o sistema de previdência complementar fechada. Duas alterações merecem atenção: a obrigatoriedade do ente público instituir regime de previdência complementar para seus servidores públicos no prazo de dois anos da entrada em vigor da EC; e a permissão para que a administração dos fundos de pensão seja realizada por entidades abertas de previdência complementar.

Tais mudanças representam um desafio para as entidades que administram fundos com reduzido número de participantes e recursos, visto que seus planos de benefícios têm pouca capacidade de concorrer com fundos maiores administrados por bancos e seguradoras (Previc, 2020). Ademais, colocam em risco a participação dos trabalhadores nos conselhos, visto que as entidades abertas não são obrigadas a garantirem uma representação paritária em seus conselhos, e inviabilizam estratégias de investimentos de longo prazo.

Todavia, para concretizar a administração dos fundos de pensão pelas entidades abertas de previdência complementar, o governo Bolsonaro ainda precisaria

alterar as Leis Complementares nº 108 e 109, de 2001. Para modificar essas Leis e o marco regulatório do Sistema Financeiro Nacional, foi criado um grupo de trabalho entre membros do governo federal (Banco Central, Ministério da Economia, Comissão de Valores Mobiliários e Superintendência de Seguros Privados) e do mercado de capitais (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), denominado IMK (Iniciativa Mercado de Capitais).

Dentre as propostas de alteração veiculadas pela imprensa, chama atenção uma que permite que o patrocinador público “transfira” o plano de previdência de seus funcionários para entidades abertas de previdência complementar (bancos e seguradoras). Ou seja, além da administração dos fundos de estados, municípios e governo federal, também inclui empresas públicas e sociedades de economia mista. A proposta foi amplamente rechaçada por sindicalistas e associações ligadas aos participantes dos fundos de pensão.

Para o ex-presidente da AEPET e representante dos trabalhadores no Conselho de Administração da Petrobrás por dois mandatos, **Silvio Sinedino**, o PL visa dificultar ainda mais a vida dos petroleiros. “Essa proposta do governo, que na realidade vem do Projeto IMK do próprio mercado financeiro, propõe permitir que o fabuloso capital acumulado pelos trabalhadores em seus Fundos de Pensão (os maiores são de estatais), seja administrado pelo ‘mercado’, em vez das Fundações, sem objetivo de lucro, que atualmente administram esses Fundos de Pensão”, explicou ele. (AEPET BA, 2022).

No que se refere ao órgão de regulação, o governo Jair Bolsonaro cogitou fundir as autarquias ligados ao segmento da previdência complementar fechada e do setor de seguros privados, Previc e Susep, conforme noticiado pela imprensa (VEJA, 22/11/2018). Tal processo representaria uma desmobilização da capacidade burocrática instalada no órgão. Em 2020, a Previc contava com 215 servidores, sendo 76 pertencentes ao Plano de Cargos e Carreiras da Previc²³. O restante é composto por auditores fiscais da Receita Federal, Procuradores Federais e especialistas em políticas públicas (Previc, 2020).

Sobre a atuação dos órgãos de fiscalização e controle, documento elaborado pela Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Planos de Saúde de Autogestão (Anapar) chama a atenção para as constantes

23 Especialista em Previdência Complementar – 37 servidores; Analista Administrativo – 12 servidores; Técnico Administrativo – 9 servidores; Egressos da Secretaria de Previdência Complementar – 18 servidores.

alterações dos instrumentos normativos feito pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), cerca de 23 Resoluções em 40 meses, fato que vem impactando negativamente o setor devido aos custos de adequação e insegurança.

A respeito da fiscalização desenvolvida, o referido documento aponta para um modelo de supervisão, iniciado em 2017, concentrado em apenas 17 entidades, que são classificadas como “Entidades Sistemáticamente Importantes”, desconsiderando o restante do setor. Ademais, alerta para a inexistência de um plano anual de fiscalização, da publicação de relatórios finais de fiscalização, de transparência dos métodos de trabalho e do orçamento anual. Vale frisar que os fundos de pensão pagam uma taxa de fiscalização quadrimestralmente, conhecida como TAFIC – Taxa de Fiscalização e Controle da Previdência Complementar.

Como resultado desse processo de criminalização e desorganização dos órgãos de fiscalização e controle, os fundos de pensão reduziram seus investimentos no setor produtivo.

Ao analisar a alocação de recursos dos fundos a partir de 2013 percebe-se uma ampliação dos investimentos em renda fixa. É importante destacar que os percentuais alocados em renda fixa gerenciados por terceiros (“Fundos de Investimento RF”) tendem a mascarar a realidade da carteira investida em títulos públicos. A preferência por liquidez por parte dos fundos de pensão chama atenção, visto que os fundos de renda fixa sofreram uma forte redução de rentabilidade em razão dos cortes na taxa Selic entre os anos de 2016 e 2020 (Abrapp, 2020). Apesar da ampliação se iniciar ainda em 2013, observa-se um salto em ativos de renda fixa entre 2014 e 2015. Tal fato pode estar relacionado à crise econômica e política que se abateu no país naquele período.

Se comparado os investimentos com os fundos de pensão internacionais, constata-se que os 20 maiores fundos internacionais possuíam 36,3% de seus ativos investidos em renda fixa, enquanto os brasileiros 75,7% em 2021. Ademais, o perfil desses investimentos é distinto. No caso nacional, o investimento ocorre majoritariamente em títulos públicos, enquanto no exterior em títulos privados (Anapar, 2022).

A carteira consolidada dos fundos nacionais ainda revela uma queda exponencial dos Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), que saem de 2,9% em 2014 para 0,9% em 2020, sinalizando para os efeitos da criminalização dos investimentos no setor produtivo. Conforme mencionado, tais investimentos foram

largamente utilizados pelos governos petistas para o financiamento de obras ligadas à energia elétrica, pré-sal, concessões rodoviárias, metroviárias e aeroportuárias. Cabe destacar que enquanto o aporte em IPOs ou debentures²⁴, por exemplo, beneficiam de maneira geral apenas empresas de grande porte/faturamento, o alvo dos fundos de participação são empresas de pequeno e médio porte, ainda não listadas na bolsa de valores. Para o caso brasileiro, isso é particularmente relevante dada a reduzida margem de crédito privado de longo prazo para pequenas e médias empresas (PMEs) (Oliveira, 2010).

Ademais, chama atenção o baixo investimento na modalidade de empresas emergentes. Tal modalidade surgiu nas estatísticas do setor a partir de 2010, mas nunca atingiu valor superior a 0,1%.

No caso dos fundos de pensão internacionais, observa-se que os investimentos em *private equity* costumam ser da ordem de 10% da carteira. Por exemplo, a alocação do *California Public Employees (CalPERS)* para a modalidade era de 9,2% em setembro de 2021 (Anapar, 2022).

Tabela 25: Carteira consolidada por tipo de aplicação (2013-2021) (continua)

Discriminação	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Renda Fixa	60,4 %	64,2%	70,7 %	72,4 %	73,6 %	73,4 %	72,9%	72,6%	75,7 %
Títulos	10,5 %	12,4%	15,5 %	17,4 %	17,7 %	18%	16,6%	15,4%	16,8 %
Públicos									
Créditos	4,2%	4%	3,6%	3,2%	2,7%	2,1%	2%	1,9%	1,6%
Privados e									
Depósitos									
Fundos de	45,7 %	47,7%	51,6 %	51,8 %	53,3 %	53,4 %	54,3%	55,3%	57,3 %
Investimento –									
RF									

Tabela 25: Carteira consolidada por tipo de aplicação (2013-2021) (conclusão)

Renda Variável	29%	24,7%	18,5 %	18,1 %	17,7 %	18,5 %	19,6%	20,4%	15,8 %
Ações	13,2 %	11,5%	8,5%	9,5%	8,3%	7,3%	7,9%	7,5%	8,5%
Fundos de	15,9 %	13,3%	10%	8,7%	9,4%	11,2 %	11,8%	12,9%	7,3%
Investimento –									
RV									

24 Oferta Inicial de Ação (IPO) e Títulos de crédito/dívida emitidos pelas empresas. São utilizados, por exemplo, para uma companhia ampliar sua estrutura, aquisição de maquinário etc. Possuem prazo de investimento já definido (pelo menos 2 anos).

Investimento Estruturado	3%	3,3%	2,8%	2,2%	1,6%	1,4%	1,4%	1,1%	1,4%
Empresas Emergentes	0,1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
Participações	2,6%	2,9%	2,5%	1,9%	1,4%	1,2%	1,1%	0,9%	-
Fundo Imobiliário	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	-
Imóveis	4,5%	4,7%	4,8%	4,3%	3,9%	3,7%	3,4%	3,1%	3,1%
Operações com Participantes	2,7%	2,8%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%
Outros	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,3%

Fonte: Abrapp, 2021.

Os investimentos em renda variável sofreram uma considerável redução saindo de 29% em 2013 para 15,8% em 2021. Parte da explicação pode estar relacionada à volatilidade do mercado financeiro devido ao conturbado contexto político e baixo dinamismo econômico, e à baixa liquidez e profundidade do mercado secundário de ativos. Outra parte da explicação tem relação com a atuação dos órgãos de fiscalização e controle que vem baseando suas avaliações por resultados das operações, desconsiderando questões de solvência e risco que envolvem os negócios. Tal fato vem induzindo a uma postura conservadora dos dirigentes, que ficam aguardando “receitas de bolo”. Isto é, diretrizes sobre qual ativo e percentual a ser aplicado. Ademais, é preciso mencionar os efeitos da pandemia da Covid-19, que afetou negativamente os mercados.

No caso dos investimentos em renda variável, os 20 maiores fundos internacionais apresentaram, em 2021, 46,6% de sua carteira em ações, enquanto a dos fundos nacionais apenas 8,5% alocados diretamente e 7,3% em fundos de investimentos de renda variável, 15,8% ao todo (Anapar, 2022).

A alocação de investimentos em imóveis apresentou crescimento até meados de 2015 e posteriormente queda, atingindo 3,1% em 2021. Como é sabido, apesar dessa modalidade não ser a mais apropriada para o setor de infraestrutura, há a possibilidade de investimento em galpões industriais, lajes corporativas etc.

A partir dessas considerações, percebe-se a existência de fatores que inviabilizam a atuação dos fundos de pensão como financiadores de investimento de longo prazo no Brasil, quais sejam: a convivência de uma elevada inflação por um longo período, combinada com uma taxa de juros historicamente elevada constituiu uma economia que tende a privilegiar o “rentismo” em detrimento à economia real.

Dessa maneira, os títulos públicos federais se tornaram atrativos devido ao baixo risco e a rentabilidade apresentada. Acrescenta-se ainda a preferência excessiva por liquidez por parte dos atores envolvidos e um mercado secundário de ativos pouco desenvolvido para atrair investimentos. Por fim, a ausência de mecanismos regulatórios por parte dos últimos governos para induzir a canalização destes recursos para atividades produtivas, e a tentativa de insulamento das decisões de investimentos dos participantes (trabalhadores) dentro dos conselhos também criaram desincentivos para que os fundos de pensão atuassem como financiadores de longo prazo do desenvolvimento nacional.

É possível argumentar que a superação desses entraves se dará via (1) política de Estado que oriente e coordene as tendências do setor de previdência complementar, evitando a criminalização das decisões de investimentos dos gestores dos fundos, e acompanhada de um cenário macroeconômico favorável, com taxa de juros em queda, visto que os investimentos são realizados levando em consideração os custos de oportunidade; (2) reestruturação dos órgãos de controle e fiscalização; (3) avanço do mercado de capitais nacional; (4) menor preferência por liquidez e maior exposição ao mercado de ações e ativos alternativos vinculados à atividade produtiva por parte dos fundos de pensão. Tal mudança de rota demanda coordenação e incentivos governamentais; e (5) proteção institucional aos investimentos estratégicos.

Conforme argumenta Raimundo (2002) a respeito de uma nova atuação estatal para coordenar os investimentos dos fundos, o BNDES poderia atuar como avalista técnico de projetos para aplicação de recursos dos fundos, com o objetivo de reduzir os riscos dos empreendimentos, assim como operar como um parceiro garantindo remuneração mínima ao capital de empréstimo dos fundos de pensão, e dessa forma, estruturando uma robusta fonte de financiamento de longo prazo.

Como avalista técnico de projetos o BNDES poderia ser o responsável por analisar e avaliar a viabilidade técnica e econômica dos empreendimentos, oferecendo uma avaliação independente e confiável, tendo em vista a *expertise* da instituição. Ademais, contribuiria para mitigar os riscos percebidos pelos fundos em relação a determinados projetos.

Ao assegurar um retorno mínimo aos fundos, mesmo que o projeto não alcance todo o retorno esperado, o Banco atrairia os investimentos dos fundos para projetos de maior risco.

No próximo capítulo, será analisada a carteira de investimentos do plano PB1, da Previ/BB, destacando os perfis de investimento, bem como quais empresas foram privilegiadas ao longo dos últimos anos, e as influências exercidas pelos últimos governos. Conforme apresentado neste capítulo, o plano PB1, na modalidade BD, é o maior plano de previdência complementar brasileiro, pertencendo ao maior fundo de pensão da América Latina. Historicamente, o fundo apresenta um perfil de investimento direcionado a ativos alternativos, como, por exemplo, renda variável, investimentos estruturados e imobiliários. Em 1999, por exemplo, 61,91% dos ativos estavam em renda variável. Em 2009, esse valor era de 63,9%.

4. **PREVI E A POLÍTICA DE INVESTIMENTOS DO PLANO 1 ENTRE OS ANOS DE 2016 E 2021**

A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, conhecida como Previ, foi criada em 16 de abril de 1904 após a reunião de 52 funcionários do Banco, com o objetivo de garantir o pagamento de benefícios aos associados. Inicialmente tinha o nome de Caixa de Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil. Sediada no Rio de Janeiro, a Previ é a maior entidade de previdência complementar fechada do país e da América Latina, responsável pelo gerenciamento de recursos de 200 mil associados (Previ, 2021).

A entidade é classificada pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) como uma Entidade Sistemáticamente Importante (ESI) para o mercado brasileiro, sendo responsável por um patrimônio de mais de R\$ 253 bilhões (Previ, 2021), cerca de 22,5% de todo o segmento de previdência complementar nacional (Previc, 2020).

A Previ realiza a gestão de quatro planos de benefícios, quais sejam: Plano 1, Previ Futuro, Previ Família e Capec. Os dois primeiros são de pagamentos de natureza continuada, cujas contribuições mensais efetuadas pelos participantes são acompanhadas pelo patrocinador (Banco do Brasil) na mesma proporção. O terceiro plano é aberto aos associados da Previ e seus familiares, na modalidade contribuição definida. O quarto plano, Carteira de Pecúlios (Capec), oferece benefícios de pagamento único (Previ, 2021). A tabela abaixo sintetiza as principais características dos planos e seu perfil.

Tabela 26 - Planos Administrados pela Previ (continua)

Plano	Características	Perfil
Plano 1	Plano maduro, constituído na modalidade Benefício Definido. Fechado para novas adesões.	Inclui funcionários do Banco do Brasil empossados até 23 de dezembro de 1997.

Tabela 26 - Planos Administrados pela Previ (conclusão)

Previ Futuro	Modalidade Contribuição Variável, de adesão voluntária, em fase de acumulação de recursos.	Inclui os funcionários do Banco do Brasil empossados após 23 de dezembro de 1997 e membros do quadro próprio da Previ.
Previ Família	Modalidade Contribuição Definida, abertos aos associados da Previ e familiares.	Associados da Previ e seus familiares até o 4º grau (se consanguíneos) ou até o 2º grau (por afinidade).
Capec	Plano que paga pecúlios em caso de falecimento dos participantes ou do seus cônjuges e em caso de invalidez.	Aberto para filiação de todos os funcionários do Banco do Brasil e integrantes do quadro próprio da Previ.

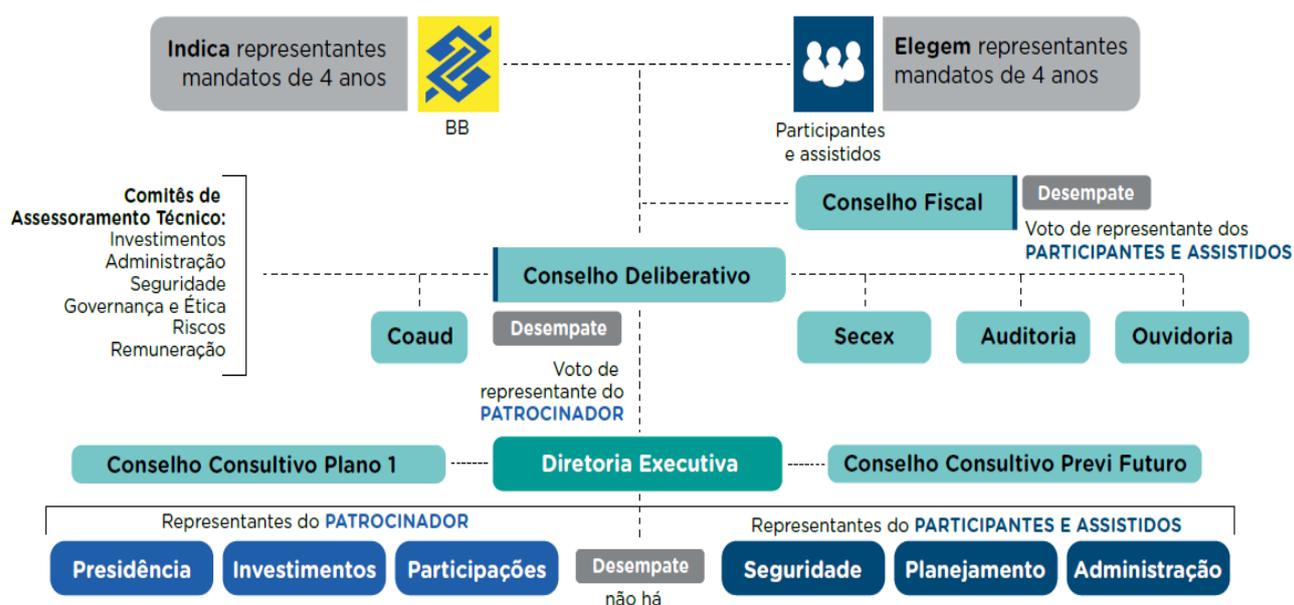
Fonte: Previ, 2021

As contribuições dos participantes e do patrocinador são investidas de acordo com as Políticas de Investimentos de cada plano, observando o “cenário macroeconômico, planejamento estratégico e tático, e as diretrizes ambientais, sociais, de governança e de integridade (ASGI)” definidas pela Entidade (Previ, 2021). De acordo com a instituição, a separação “de quem planeja e de quem executa” é uma marca da Previ. As políticas de investimento dos planos ofertados pela Previ são estabelecidas pela Diretoria de Planejamento (Dipla), que tem um diretor eleito pelos participantes, aprovadas pela Diretoria Executiva, composta, na mesma proporção, por diretores eleitos pelos participantes e indicados pela patrocinadora, e pelo Conselho Deliberativo, e executadas pela Diretoria de Investimentos (Dirin), que tem um diretor da patrocinadora. Tais políticas são revisadas anualmente e cobrem um período de sete anos.

Importante mencionar que essa composição paritária de Diretoria Executiva foi instituída de forma voluntária pela Previ, pois a formação paritária do conselho fiscal

e deliberativo é uma obrigação legal desde 2001 (Previ, 2021). A imagem abaixo apresenta a estrutura de governança da Previ.

Figura 1 - Estrutura de governança da Previ



Fonte: Relatório Previ, 2021:21

Optou-se por analisar o Plano 1 em função de ser o maior plano de previdência complementar nacional, e na modalidade benefício definido. Ademais, é um plano maduro, visto que a maioria de seus participantes já está na fase de recebimento dos benefícios. Dessa maneira, conta com mais recursos, e necessita de maior liquidez.

Conforme apresentado anteriormente, o Plano 1 administra os recursos dos funcionários do Banco do Brasil admitidos até dezembro de 1997. Em 2021, contava com 109.951 participantes, sendo 4.510 ativos, 82.853 aposentados e 22.588 pensionistas, e um patrimônio acumulado de R\$ 229,09 bilhões.

Já o Previ Futuro, o outro plano ofertado pela Entidade, é um plano considerado jovem, ainda em fase de acumulação, na modalidade contribuição variável, oferecido aos funcionários que ingressaram no Banco após 24 de dezembro de 1997. Em 2021, o Plano contava com 82.850 mil participantes, sendo que 95% estavam na ativa, e um patrimônio de R\$ 23,49 bilhões (Previ, 2021). Já é o terceiro maior plano de contribuição variável em volume de ativos.

Vale ressaltar que a Previ nunca submeteu seus associados a contribuições extraordinárias, com o objetivo de equacionar déficits. De acordo com a Entidade, tal fato se deve ao modelo de governança adotado, as políticas de investimento criteriosas, e a equipe técnica qualificada (Previ, 2021:55).

Em 2021, os pagamentos de benefícios realizados pelo Plano 1 atingiram o valor de R\$ 14,05 bilhões, com rentabilidade acumulada de 7,13% (Previ, 2021:81). As estimativas sugerem que os compromissos (pagamento de benefícios) do Plano deverão se estender aproximadamente até o ano de 2099.

Tabela 27 - Previ – Plano 1 – Benefícios Pagos (em R\$ bilhões)

Categoria	2017	2018	2019	2020	2021
Previ	12,229	11,989	12,572	13,117	14,054

Fonte: Relatório Previ, 2021:81

4.1 A Política de investimento do PB1, da Previ, durante o governo Dilma-Temer (2016)

A economia brasileira passou por um conturbado período em 2016, agravados, especialmente, pela instabilidade política e institucional oriundas do processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff, e das consequências da Operação Lava Jato. O Produto Interno Bruto (PIB) caiu 3,6% em comparação com o resultado de 2015. Os indicadores como nível de atividade industrial e consumo das famílias apresentaram redução, a taxa de desemprego aumentou e a inflação ficou no teto da meta. A taxa de juros continuou elevada, 13,75% ao fim do ano.

No âmbito internacional, os países em desenvolvimento sofreram com as cotações em baixa das *commodities*, com destaque para o petróleo, e as economias avançadas permaneceram em ritmo lento. Ademais, a Grã-Bretanha decidiu abandonar a União Europeia (*Brexit*), e nos Estados Unidos, a vitória eleitoral do republicano Donald Trump elevaram o nível de risco da economia global.

Em 2016, a Previ e outros fundos de pensão foram alvos da CPI dos Fundos de Pensão. O relatório final da CPI ressaltou a boa governança e eficiência técnica da Entidade, não sugerindo o indiciamento de nenhum dos seus gestores.

O marco da alteração na agenda da política econômica nacional foi o discurso do Presidente Michel Temer, no Congresso Nacional, em 24 de maio de 2016. Na ocasião foram anunciadas as novas medidas econômicas, com centralidade para a redução do gasto público e redefinição das políticas públicas (Silva, 2022). Nas palavras do então Presidente:

(...) essas fórmulas que, na verdade, vão permitir reduzir o risco País, dar mais confiança, e assim abrir espaço até para a redução estrutural da taxa de juros. São consequências, como também, aqui está mencionado, elimina o gasto, o crescimento real do gasto público. Portanto, em situações de emergência, permitirá ao Estado realocar sua composição (Brasil, 2016).

Dentre as medidas da nova agenda econômica, estavam: reforma previdenciária, antecipação dos pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional, limitação do crescimento da despesa primária (teto de gastos), extinção do fundo soberano, governança das empresas estatais, flexibilização da participação da Petrobrás no pré-sal, concessões de serviços públicos e veto à instituição de novos subsídios (Silva, 2022:07). Vale mencionar que essa antecipação dos pagamentos do BNDES ao Tesouro teve início durante o governo Dilma Rousseff, tendo sido ampliada no governo Temer. Tal medida minou a estrutura de financiamento do BNDES, reduzindo drasticamente a capacidade de desembolso da instituição.

Diante desse cenário, a política de investimento adotada para o ano de 2016 apresentou um perfil mais “prudente”. A carteira do Plano 1 optou por reduzir a exposição ao risco e as participações de longo prazo. Isto é, um movimento de desinvestimento (Previ, 2016), em linha com a visão do governo.

Os limites de macroalocação em ativos de renda variável sofreram redução e os de renda fixa aumentaram, tornando os investimentos mais conservadores.

Tabela 28 - Plano 1 – Macroalocação (%) (continua)

Segmentos	2015		2016	
	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
Variável	53,45	61,45	47,9	55,9
Fixa	27,75	35,75	32,2	40,2
Imóveis	5	7,5	5	7,8
Op. com Participantes	1,2	5,2	1,7	5,7
Invest. Estruturados	0	1,6	0	1,6

Tabela 28 - Plano 1 – Macroalocação (%) (conclusão)

Invest. exterior	0	0,5	0	0,5
------------------	---	-----	---	-----

Fonte: Relatório Anual, 2016.

Importante lembrar que, em 2016, ocorreu a aprovação da PEC do Teto de Gastos, limitando o crescimento das despesas. Tal fato, associado às demais medidas anunciadas pelo governo, influenciaram positivamente o mercado acerca da percepção diante do déficit público para os anos seguintes.

A partir dessa conjuntura, a Previ aproveitou as oportunidades para investir na aquisição de títulos públicos federais e títulos privados (debêntures e letras financeiras) com baixo risco de crédito. A preferência se deu por títulos indexados ao IPCA, visto que as taxas eram superiores à meta atuarial do período (Previ, 2016).

No que se refere às debêntures, destacam-se as emitidas pela empresa Invepar, empresa do ramo de infraestrutura apresentada no capítulo anterior. A Previ investiu, em 2015, R\$ 338 milhões na empresa – com vencimento em 2024. Todavia, optou por liquidar antecipadamente o papel em dezembro de 2016. O resultado foi um retorno de R\$ 421, 7 milhões (Previ, 2016).

Tabela 29 - Alocação de investimentos (R\$ em bilhões)

Segmento	2015	%	2016	%
Renda fixa	59,40	40,69	63,39	40,33
Renda variável	70,19	48,09	77,14	49,08
Imóveis	9,78	6,70	9,96	6,34
Op. com participantes	5,73	3,93	5,74	3,65
Outros	0,84		0,93	0,59

Fonte: Relatório Anual, 2016.

O segmento de renda variável registrou, em 2016, a maior rentabilidade entre os setores da carteira, sendo responsável por um valor de R\$ 1,25 bilhão em dividendos recebidos. Empresas de destaque nesse período foram a Vale do Rio Doce e a Petrobras, em função da recuperação do preço do minério de ferro e do barril de petróleo (Previ, 2016).

Apesar do cenário favorável no segmento de renda variável, o desinvestimento em ações foi realizado na CPFL Energia e na Jereissati Telecom (empresa de

telecomunicações e shoppings). A participação alienada na CPFL Energia foi vendida à estatal chinesa *State Grid*, rendendo aproximadamente R\$ 7,5 bilhões (Previ, 2016). Nesse momento, observa-se a entrada significativa de atores estrangeiros, em especial, chineses, nos setores de produção e transmissão de energia elétrica nacional. De acordo com o levantamento do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2021:75), até 2018, a CPFL Energia (controlada pela *State Grid*) e a *State Power Investment Corporation* possuíam 15,36 GW instalados, principalmente em usinas hidrelétricas e eólicas, cujo valor correspondia a 9,6% da capacidade de geração do sistema elétrico nacional da época.

Vale relembrar que, em 2015, o Plano 1 havia contabilizado um déficit acumulado (conjuntural e não estrutural) de R\$ 16,1 bilhões. Dessa maneira, foi aprovado um Plano de Equacionamento. Ao final de 2016, a rentabilidade acumulada atingiu 15,03%, acima da meta atuarial estabelecida. Todavia, o resultado líquido não foi suficiente para reverter a situação deficitária de maneira integral, terminando o ano com um déficit acumulado de R\$ 13,94 bilhões (Previ, 2016).

Tabela 30 - Rentabilidade por segmento (%)

Segmento	2015	2016
Renda variável	-17,20	17,16
Renda fixa	14,68	15,51
Op. com participantes	16,28	14,26
Imóveis	11,22	7,98
Investimentos estruturados	-35,05	9,72
Investimentos no exterior	50,58	-15,52
Total	-2,84	15,03
Atuarial Plano 1	16,84	11,91

Fonte: Relatório Anual, 2016.

No que tange as empresas que a Previ possuía participação, em 2016, destacam-se: Ambev (1,94%), Banco Bradesco (1,40%), BRF (10,66%), Embraer (4,80%), Invepar (25,56%), Neoenergia (49,01%), Petrobras (2,85%), Vale (15,67%) e Sauípe (100%) (Previ, 2016). Vale ressaltar que os investimentos da carteira apresentam certa preferência pelo segmento de energia elétrica.

Conforme apresentado ao longo dos capítulos anteriores, a Previ seleciona e indica nomes para os conselhos fiscais e/ou de administração das empresas que possui participação. Essa seleção se dá por meio de um processo seletivo que leva em consideração formação acadêmica, experiência profissional e em órgãos colegiados. Na seleção realizada em 2016, 78 candidatos foram selecionados, sendo 31 indicados pela primeira vez aos conselhos das empresas (Previ, 2016).

A rentabilidade do segmento imobiliário, 7,98% ao ano, encerrou abaixo do índice atuarial, refletindo o fim do ciclo positivo que gerou altas históricas entre os anos de 2000 e 2014. Os esforços do fundo se concentraram em manter a taxa de vacância²⁵, que estava abaixo da média do mercado (Previ, 2016:78).

A carteira de investimentos estruturados também apresentou rentabilidade positiva, 9,72% ao ano, mas inferior à meta atuarial. Entretanto, se comparada aos anos de 2014 e 2015, tal rentabilidade representou um grande avanço, visto que nos anos anteriores o segmento amargurou rentabilidade negativa de -4,45% e -35,05%, respectivamente. Vale mencionar a importância desse segmento, tendo em vista que:

Esta categoria abrange os investimentos em Fundos de Investimentos em Participações (FIP) e Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEE), que alocam recursos no crescimento e desenvolvimento de empresas (*venture capital*) ou em companhias que já estejam desenvolvidas e tenham potencial para abertura de capital, fusão ou incorporação por grandes companhias (*private equity*) (Previ, 2016:80).

O ano de 2016 ainda foi marcado pela edição das Instruções Normativas CVM nº 578 e 579, que alteraram as regras do mercado de *private equity* e *venture capital* nacional (“VC/PE”), aproximando das regras internacionais (Previ, 2016:80).

Os investimentos no exterior foram fortemente impactados pela queda do câmbio, tendo rentabilidade negativa de -15,52%. Todavia, em razão de representar um percentual pequeno na carteira, seu impacto foi minimizado.

4.2 A Política de investimento: a manutenção da busca por liquidez de ativos (2017)

25 É a medida da taxa de ocupação de inquilinos dos imóveis.

Em 2017 a economia brasileira demonstrou os primeiros sinais de recuperação, registrando melhora do mercado de trabalho, inflação com viés de baixa, e redução da taxa básica de juros, que atingiu 7% no fim do ano.

O governo ainda avançou nas medidas de flexibilização do emprego, com destaque para a reforma trabalhista aprovada em 2017. Tal medida vem contribuindo para agravar a precarização e rotatividade do mercado de trabalho nacional, sem entregar a geração de empregos prometida pelo então Presidente:

“Essa aprovação da proposta é uma vitória do Brasil na luta contra o desemprego e um país mais competitivo. É com muita satisfação que digo que tive a coragem de propor essa mudança para o país, portanto para todos os brasileiros. Nela eu me empenhei desde o início do meu mandato. Seu sentido pode ser resumido de uma forma singelíssima: nenhum direito a menos, muitos empregos a mais” (Brasil, 2017).

A redução da taxa de juros diminuiu a rentabilidade das aplicações em títulos públicos, fazendo com que os fundos de pensão procurassem uma maior diversificação em suas carteiras. Em 2017, cerca de 17% dos investimentos totais do sistema de previdência complementar fechada estavam aplicados em títulos públicos (Previc, 2017).

Em 2017, a Previ revisou e ampliou seu Programa de Integridade, criado em 2014, incluindo iniciativas de combate à corrupção (Previ, 2017:21). Parte desse movimento foi influenciado pelo contexto nacional vivenciado pela Operação Lava Jato, Operação *Greenfiled*²⁶, e os diversos casos de corrupção que vieram à tona naquele período.

A política de investimento destinada ao Plano 1, em 2017, continuou a privilegiar o aumento de liquidez dos ativos, com o objetivo de garantir o fluxo de caixa para pagamento dos benefícios (Previ, 2017), tendo em vista que a maior parte dos participantes estão recebendo seus benefícios.

Os limites de macroalocações foram revistos, ampliando renda fixa e reduzindo a renda varável, imóveis, investimentos estruturados e estrangeiros.

26 Operação deflagrada pelo Ministério Público Federal para investigar os fundos de pensão, bancos públicos e estatais. O nome tem origem no jargão utilizado em investimentos relacionados a projetos em fase inicial.

Tabela 31 - Plano 1 – Macroalocação (%)

Segmento	2017	
	Mínimo	Máximo
Renda fixa	39,85	47,85
Renda variável	41,75	49,75
Investimentos estruturados	0	1
Imóveis	5	7,5
Op. com participantes	1,5	5,5
Investimentos no exterior	0	0,5

Fonte: Relatório Anual, 2017.

Os investimentos em renda fixa privilegiaram títulos públicos marcados até o vencimento, assim como títulos privados, com taxas mais atrativas. A rentabilidade (9,70%) ficou acima da meta atuarial estipulada (Previ, 2017).

No que se refere à renda variável, as alienações no ano atingiram o valor de R\$ 11,49 bilhões, tendo o Plano 1 concluído a liquidação da participação da CPFL Energia. Em conjunto com outros acionistas controladores, a Previ liderou o processo de incorporação da Elektro Holding S.A pela Neoenergia, que atua no ramo de distribuição, geração, transmissão e comercialização de energia elétrica (Previ, 2017). A empresa é controlada pelo grupo espanhol Iberdrola.

A Entidade também participou do processo de reestruturação da Paranapanema, empresa que atua na fundição e refino de cobre primário e produção de semimanufaturados de cobres. A empresa é a única no Brasil a transformar cobre mineral em metal (Idem).

Foi realizado o investimento de R\$ 470 milhões na oferta pública inicial (IPO) de ações de emissão da Petrobras Distribuidora S.A (Previ, 2017). Cabe lembrar que o governo Michel Temer e o ex-presidente da Petrobras, Pedro Parente, não obtiveram êxito em privatizar a BR Distribuidora no período. Dessa maneira, a estratégia utilizada foi abrir o capital da empresa.

A Previ também adotou medidas jurídicas em relação à Petrobras no âmbito da Sete Brasil, procurando defender seus interesses. Conforme apresentado no capítulo anterior, a Sete Brasil foi afetada negativamente pela Operação Lava Jato e supostos casos de corrupção.

No que se refere às empresas nas quais a Previ detinha participação acionária, percebe-se uma redução das ações da Neoenergia²⁷ (38,21%) e um aumento das ações da Vale (17,32%) (Previ, 2017).

No segmento de imóveis, o desempenho ficou acima da meta prevista, indicando uma melhora do segmento, que sofreu com a crise do mercado de construção civil/imobiliário nos últimos dois anos. Parte dessa crise pode ser explicada pelos efeitos da operação Lava Jato sobre a economia brasileiro e o segmento da construção pesada (Campos, 2019). Estimativas sugerem que a operação gerou na economia nacional perdas de 2% do PIB em 2015 e 2,5% em 2016 (Pinto, 2017). As maiores empresas de engenharia do Brasil tiveram em 2016 um faturamento 37% inferior ao de 2015 (Campos, 2019).

Três imóveis foram alienados em 2017, a saber, Hospital São Luiz, Condomínio São Luiz e o Condomínio Centenário Plaza, todos localizados em São Paulo (Previ, 2017:49). Ao analisar a relação entre os fundos de pensão e a cidade, em especial, a Previ, Zanette (2017:101) ressalta a alta concentração territorial dessa modalidade de investimentos em São Paulo e no Rio de Janeiro.

O segmento de investimento estruturado apresentou rentabilidade de 27,95%, superando a meta de 9,12% para o ano. Entretanto, nenhum investimento novo foi realizado. O destaque do segmento foi o IRB Brasil RE, companhia investida por meio do fundo de investimento em participações (FIP) Caixa Barcelona. O referido FIP apresentou um retorno de mais de 400% desde sua criação em 2013 (Previ, 2017:50). O IRB é a maior empresa de resseguros do país, tendo sido criada em 1939 pelo governo Vargas sob o nome de Instituto de Resseguros do Brasil, com o objetivo de “reter no país os riscos de empresas nacionais que antes eram transferidos para o exterior” (IRB Brasil RE, 2023). Em 1996 foi transformada em sociedade de economia mista pelo governo FHC, que tentou privatizá-la em 1998, sem êxito devido à ação do Partido dos Trabalhadores na época. Em 2007, foi aprovada a abertura do mercado ressegurador no país, tendo a empresa sido privatizada em 2013.

27 Maior grupo privado do setor elétrico brasileiro.

Tabela 32 - Alocação por segmento (%)

Segmento	%
Renda fixa	41,65
Renda variável	48,65
Investimentos estruturados	0,58
Investimentos no exterior	0,08
Imóveis	5,74
Op. com participantes	3,30

Fonte: Relatório Anual, 2017

O desempenho alcançado em 2017, resultado positivo no ano de R\$ 9,65 bilhões, contribuiu para a redução do déficit acumulado para R\$ 4,29 bilhões. Conforme as regras da previdência complementar, os planos de benefícios podem manter déficits até um limite que é calculado a partir da duração do passivo, isto é, do prazo de fluxo de pagamento dos benefícios (Previ, 2017). Com o resultado alcançado, o déficit ficou abaixo do limite permitido, não sendo necessária a elaboração de um plano de equacionamento para o próximo ano.

4.3 A Política de Investimento: aprimoramento da legislação de FIP e a Resolução 4.661 CMN (2018)

As expectativas de um crescimento econômico mais vigoroso não se concretizaram em 2018, tendo o PIB avançado apenas 1,3% no ano, abaixo da meta do Ministério do Planejamento, que era próxima a 3%. A instabilidade política permaneceu, e a tramitação das reformas, em especial, a previdenciária, ficou paralisada. Acrescenta-se ainda a greve nacional dos caminhoneiros que afetou negativamente toda a cadeia produtiva.

A taxa básica de juros atingiu o menor valor histórico, 6,5%, e a inflação ficou abaixo do centro da meta estipulada pelo governo.

Apesar desse cenário, as decisões de investimento, em 2018, seguiram as estratégias de desinvestimento em renda variável planejada para o Plano 1. Em especial, a partir do terceiro trimestre, com a definição eleitoral de Jair Bolsonaro como

novo presidente da República, ocorreu boa recuperação dos índices da Bolsa de Valores, o que permitiu acelerar o ritmo de alienação. O volume de desinvestimentos chegou a cerca de R\$ 7 bilhões, com destaque para as vendas das ações da Vale do Rio Doce (Previ, 2018).

Em meados de julho de 2018, o então presidente do Banco do Brasil, Paulo Caffarelli, indicou José Maurício Pereira Coelho para a presidência do Fundo. De acordo com o regulamento, para integrar a diretoria é necessário ser participante da fundação por, pelo menos, dez anos. Ademais, é exigido ter experiência em alguma das seguintes áreas: financeira, administrativa, jurídica, contábil ou atuarial. Cabe lembrar que metade da diretoria de seis membros é eleita por participantes da fundação. Os outros nomes são indicados pelo Banco do Brasil (patrocinador)²⁸.

O nome de José Maurício Coelho foi aprovado pelo Conselho Deliberativo da Previ, em substituição a Gueitiro Matsu Genso, que exercia o cargo desde fevereiro de 2015. Vale mencionar que José Maurício ocupava o cargo de diretor-presidente da BB Seguridade antes de assumir a presidência da Entidade (Previ, 2018).

No final de 2018, Paulo Caffarelli renunciou ao cargo de presidente e membro de administração do BB. Dessa maneira, o Presidente Michel Temer indicou Marcelo Augusto Labuto para ocupar o cargo, não sendo realizadas alterações na presidência da Previ (Poder 360, 25/10/2018).

Os perfis de macroalocação do Plano 1 foram novamente revistos, com redução do percentual máximo para alocação em ativos de renda fixa, e ampliação da exposição em renda variável e imóveis (Previ, 2018:52). Os parâmetros estabelecidos sinalizavam para uma atuação mais arrojada nos investimentos.

Tabela 33 - Plano 1 - Macroalocação (%) (continua)

Segmento	2018	
	Mínimo	Máximo
Renda fixa	38,20	46,20
Renda variável	43,90	51,90
Investimentos estruturados	0	1

28 Os diretores de Investimentos de Investimentos e de Participações são sempre indicados pelo BB e os de Planejamento e Administração, eleitos pelos participantes.

Tabela 33 - Plano 1 - Macroalocação (%) (conclusão)

Imóveis	3,90	7,90
Op. com participantes	1,40	5,40
Investimentos no exterior	0	0,50

Fonte: Relatório Anual, 2018.

O grande desafio do ano consistiu em se adequar às exigências da Resolução 4.661 do CMN, que estabeleceu novas diretrizes para aplicação dos recursos, assim como maior nível de detalhamento do planejamento dos investimentos. Esse aumento da exigência sobre as estratégias de investimentos ocorreram por influência dos desdobramentos da CPI dos Fundos de Pensão, que investigou as aplicações realizadas pelas Entidades, assim como a contratação de serviços de consultoria e terceirização de carteira, que resultaram em prejuízos para as entidades. Apenas a título de exemplo, uma administradora terceirizada sugeriu ao Postalís trocar os títulos públicos brasileiros por argentinos e venezuelanos. Tal medida acarretou em prejuízos para a Entidade (Câmara dos Deputados, 2016).

Para cumprir tais exigências, a Previ formalizou uma Política de Governança de Investimentos, que detalha cada etapa da elaboração das Políticas de Investimentos e os responsáveis pela execução (Previ, 2018).

A Resolução 4.661 também vetou a aplicação direta de fundos de pensão em empreendimentos imobiliários e alterou as regras para investimentos em *private equity* (CMN, 2018). Dessa maneira, a Previ tem um prazo de 12 anos para se desfazer de sua carteira de empreendimentos imobiliários ou convertê-la em fundos de investimento imobiliário (FIIs) (Previ, 2018:53). Essa mudança é particularmente importante, visto que impede que os fundos de pensão sejam proprietários diretos de imóveis. Para manter os ativos será necessário convertê-los em fundos, fato que revela a força do segmento financeiro, bem como das inovações produzidas nos circuitos das finanças.

Tabela 34 - Alocação por segmento (%) (continua)

Segmento	%
Renda fixa	40,76
Renda variável	50,31

Tabela 34 - Alocação por segmento (%) (conclusão)

Investimentos estruturados	0,50
Investimentos no exterior	0,08
Imóveis	5,38
Op. com participantes	2,98

Fonte: Relatório Anual Previ, 2018.

O segmento de renda fixa apresentou redução em comparação com o ano de 2017, passando de 41,65% para 40,76% do total alocado da carteira. Apesar da baixa taxa básica de juros, a rentabilidade do segmento ficou acima da meta atuarial (Previ, 2018). Ou seja, embora a taxa básica de juros estivesse reduzindo, ainda se apresentava com um ativo atrativo em termos de rentabilidade, fato que tende a inviabilizar a alocação em ativos alternativos.

O segmento de renda variável atingiu aproximadamente metade da carteira do Plano 1, que obteve rentabilidade expressiva (29,44%). Parte dessa elevada rentabilidade se deve ao bom desempenho da Vale do Rio Doce no ano; ao anúncio de criação de um *joint-venture* entre a Embraer e a companhia Boeing, que valorizou as ações detidas pelo Fundo; e da melhora da empresa Paranapanema, que voltou a dar lucros (Previ, 2018).

A relação da Previ com a Vale é particularmente interessante, tendo em vista que o Fundo detinha 25,16%, participação direta e indireta, das ações da empresa em 2018. Grande parte dessa participação foi incentivada pelo governo FHC durante a privatização da Companhia.

No que se refere à influência exercida pelo Fundo na gestão das empresas participadas, a Previ e a Petros propuseram a troca no Conselho de Administração da BRF, indicando o nome de Pedro Parente, que foi aprovado. Como é sabido, Parente havia saído da direção da Petrobras e era um aliado político do então Presidente Michel Temer. A participação da Previ na empresa era de cerca de R\$ 1,9 bilhão em 2018 (Previ, 2018:57).

Após a saída do grupo OAS da Invepar em 2018, a Previ passou a atuar ativamente na governança da empresa com o objetivo de torná-la mais eficiente e melhorar sua percepção de valor de mercado (Previ, 2018).

O segmento imobiliário voltou a superar a meta atuarial anual. No Plano 1, por exemplo, gerou cerca de R\$ 633 milhões em aluguéis. Os destaques da carteira foram o Shopping Parque da Cidade (SP), a Torre Jequitibá (SP), e o Shopping ABC (São Bernardo) (Previ, 2018).

Os investimentos estruturados obtiveram a melhor rentabilidade do ano de 2018 para o Plano 1 (26,55%), sendo que 99,58% dessa carteira está concentrada em *private equity*. A visibilidade ficou novamente por conta do FIP Caixa Barcelona (Previ, 2018). Entretanto, apesar das elevadas rentabilidades nos últimos anos, novos investimentos no segmento não foram realizados. Parte da explicação está atrelada ao movimento de criminalização destes investimentos, conforme apontado no capítulo anterior.

Merece atenção ainda a realização em conjunto pela Previ, Petros e Funcef do seminário “Desafios e Perspectivas para os FIPs no Brasil”. O evento discutiu a necessidade de aprimorar a legislação dos FIPs, e a relevância dos ativos como alavancas do crescimento da economia nacional (Previ, 2018:61). Como é sabido, os investimentos em infraestrutura desempenham um papel estratégico nas economias. Estudos apontam uma relação positiva entre investimentos públicos e crescimento econômico. Além disso, também revelam que a redução da taxa de investimento em cenários de recessão contribui negativamente para o resultado econômico (Orair e Siqueira, 2018). Ao analisar a atuação dos fundos de pensão na América Latina, Datz (2014) ressalta que estes estão atuando em um “engajamento colaborativo”, contribuindo para o financiamento doméstico de projetos economicamente relevantes e politicamente estratégicos. De acordo com Datz (2013; 2014), a partir desse “engajamento colaborativo”, o Estado vem utilizando os fundos de pensão como “alavancas financeiras”, reduzindo a dependência de crédito estrangeiro ou de instituições privadas.

No caso brasileiro, observa-se uma redução geral de investimentos em infraestrutura (rodovias, ferrovias, transporte, energia e telecomunicações) a partir de 2015. Por exemplo, no ano de 2017, houve uma redução de 32% dos investimentos públicos em infraestrutura, passando de R\$ 45,70 bilhões, em 2016, para R\$ 31 bilhões e atingindo o montante de R\$ 27,88 bilhões em 2018 (Martello e Lis, 10/02/2019). O percentual do PIB investido em infraestrutura passa de 1,3% do PIB em 2014 para 0,8% em 2018 (Ferreira e Souza, 2021). Dessa maneira, em um cenário

com condições macroeconômicas favoráveis e coordenação governamental, os fundos de pensão podem atuar suprindo essa deficiência.

O resultado alcançado pelo Plano 1 em 2018 permitiu a recuperação do equilíbrio técnico e a eliminação do déficit conjuntural registrado em 2015, atingindo um superávit acumulado de R\$ 6,5 bilhões (Previ, 2018).

4.4 A Política de Investimento: investimentos no exterior e intervenções do governo Jair Bolsonaro (2019)

As medidas adotadas pelo governo anterior para debelar a crise econômica não surtiram efeito. A recuperação econômica que se iniciou, em 2017, é caracterizada por uma lentidão sem precedentes na história nacional (Ibre, 2019). A taxa média de desemprego iniciou o ano de 2019 em 12,3%, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Entretanto, o governo Jair Bolsonaro optou por seguir com as medidas de austeridade e adotou um estilo de governar um tanto quanto “truculento”, realizando intervenções em estatais e autarquias e desconstruindo as capacidades estatais existentes. O então Ministro da Economia, Paulo Guedes manifestou em diversas ocasiões seu interesse em privatizar as empresas controladas pelo Estado. Tal processo coloca em risco o funcionamento e permanência dos fundos, visto que as estatais são as patrocinadoras dos fundos de pensão públicos.

“Todos sabem que sou a favor da privatização de todas essas empresas, mas o presidente disse ‘ok, você pode vender os Correios, a Eletrobras, várias empresas estatais podem desinvestir suas subsidiárias que não estão no centro das empresas” (Carta Capital, 07/12/2021).

Em 2019, o Ministério da Economia em parceria com atores do mercado financeiro criou o IMK (Iniciativa Mercado de Capitais), grupo de trabalho que estuda e pressiona as entidades de regulação do setor de previdência complementar para revisar as Leis Complementares nº 108 e 109/2021. De acordo com Luciana Bagno, conselheira deliberativa eleita da Previ, essa revisão caminha na direção: “tanto para facilitar ainda mais a retirada de patrocínio dos planos fechados, quanto para transferir os recursos dos fundos dos trabalhadores para os bancos e seguradoras” (Associados

Previ, 08/10/2022). Este último ponto foi contemplado na reforma previdenciária, conforme se verá mais adiante.

Como resultado, entre 2018 e 2022, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) aprovou 433 retiradas de patrocínio de planos de previdência complementar (Associados Previ, 08/10/2022), colocando em risco a manutenção dessas entidades, visto que as patrocinadoras acompanham a contribuição dos participantes. Em 2022, foi editada a Resolução nº 15, que normatiza a Resolução nº 53, do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), que versa sobre a retirada de patrocínio das empresas aos planos de previdência.

“A retirada de patrocínio de planos de previdência é mais um componente dos retrocessos sociais a que a maioria da população brasileira foi submetida nos últimos anos. Para a previdência complementar voltar a crescer, é preciso interromper este processo destrutivo” (Associados Previ, 08/10/2022).

Em janeiro de 2019, Bolsonaro indicou Rubem Novaes para assumir a presidência do Banco do Brasil. Apesar de não ter alterado o presidente da Previ, Bolsonaro exigiu a demissão do então diretor de marketing do banco, Delano Valentim, após uma campanha publicitária que desagradou o Planalto (Estadão, 16/05/2019).

Em audiência pública na Câmara dos Deputados, o presidente do Banco do Brasil, Rubem Novaes, comentou sobre o interesse de privatizar o BB:

"Sobre a privatização, o que há, na verdade, é que é uma decisão política. Todos sabem do meu posicionamento. Do posicionamento do ministro Paulo Guedes [da Economia]. Mas o fato é que o presidente [Bolsonaro] já disse que não vai privatizar, e o assunto está encerrado", disse Novaes, durante audiência pública na Comissão de Trabalho da Câmara dos Deputados (..)

"Se me perguntassem se sou a favor [da privatização], digo que sou. Vai ter privatização? Não, porque o presidente [Bolsonaro] disse que não vai ter e tem de passar pelo Congresso", concluiu. (G1, 10/12/2019).

Tais movimentos foram acompanhados com apreensão por participantes, representantes e ex-representantes da Previ ao longo dos anos (Associados Previ, 10/10/2022). Sérgio Rosa, ex-presidente da Entidade, chegou a escrever que a privatização acabaria com a Previ e o BB, não importando a reconhecida competência da entidade na administração dos recursos previdenciários.

O mercado acompanhou com bons olhos a aprovação da reforma previdenciária de 2019, que criou estímulos para o desenvolvimento do mercado de previdência complementar nacional, conforme analisado no capítulo anterior. Entretanto, a reforma atacou o sistema complementar fechado ao abrir a possibilidade para que os recursos dos fundos de pensão sejam administrados por entidades abertas (bancos e seguradoras).

As Políticas de Investimentos adotadas em 2019 se pautaram na queda da taxa básica de juros Selic – 6,5% em fevereiro e 4,5% no final do ano. Este movimento tornou as aplicações em renda fixa menos atrativas. Ademais, a expectativa de uma retomada vigorosa do crescimento nacional não se confirmou (Previ, 2019:28).

Os perfis de macroalocação foram revistos para o ano. Interessante perceber que apesar da baixa da taxa básica de juros, os limites de exposição nos ativos de renda fixa foram ampliados, enquanto os de renda variável reduzidos. Essa redução pode estar relacionada ao ambiente de dúvida diante do novo governo que assumiria em 2019.

Tabela 35 - Plano 1 - Macroalocação (%)

Segmento	2019	
	Mínimo	Máximo
Renda fixa	40,83	48,83
Renda variável	41,27	49,27
Investimentos estruturados	0	1
Imobiliário	4,07	8,07
Op. com participantes	1,13	5,13
Investimentos no exterior	0	0,50

Fonte: Relatório Anual Previ, 2019

A estratégia de desinvestimento na carteira de renda variável do Plano 1 se manteve, e investimentos em fundos imobiliários e multimercado foram realizados (Previ, 2019). Vale ressaltar o aumento dos investimentos em renda fixa no exterior, movimento que sinaliza que os recursos estão “vazando” para outros países, em razão da baixa atratividade/dinamismo do mercado nacional.

Ainda em 2019, foi aprovada a Política de Gestão Terceirizada para segmentos de investimento. Grosso modo, essa iniciativa representa a transferência de

competências para outros atores decidirem sobre a alocação de investimentos. Para tanto, foi elaborada uma metodologia específica de seleção e monitoramento de prestadores de serviços de administração de carteiras para atender às disposições da Instrução Normativa Previc nº 12/2019 (Previ, 2019). Esse movimento, conforme aponta Magnani (2019), promove um distanciamento do investidor (fundo de pensão) da decisão de alocação dos investimentos. Essa racionalidade parte do pressuposto que o distanciamento do investidor resultaria em uma melhor gestão e alocação dos ativos.

A Previ também reformulou o processo de seleção de conselheiros indicados às empresas que detém participação. Além de elevar as exigências de currículo, reforçou a busca pela equidade de gênero nos conselhos, defendendo um percentual mínimo de 30% de mulheres nos conselhos das empresas (Previ, 2019).

Tabela 36 - Alocação de Ativos – Plano 1 (%)

Segmento	2019
Renda Variável	47,69
Renda Fixa	43,48
Imóveis	5,47
Op. Part	2,83
Invest. Estr	0,58
Exterior e outros	0,11

Fonte: Relatório Anual, 2019.

No segmento de renda variável, o volume de recursos alocados do Plano 1 reduziu cerca de 2% em comparação ao ano anterior, atingindo o percentual de 47,69% (Previ, 2019).

O segmento encerrou 2019 com rentabilidade abaixo do índice de referência estabelecido para o Plano 1, mas superior a meta atuarial. A explicação para tanto advém do desempenho das ações da companhia Vale do Rio Doce, fortemente impactada pelo acidente de Brumadinho. A participação direta e indireta da Previ na Vale representa cerca de 44% do segmento de renda variável do Plano 1 (Previ, 2019:32). Cabe destacar que a Previ acompanhou os desdobramentos do rompimento da barragem da Vale em Brumadinho, em 2019, cobrando ações de apoio aos atingidos, assim como na apuração do acidente (Previ, 2019).

A empresa Neoenergia realizou sua oferta pública inicial de ações (IPO), apresentando uma valorização de 57,76% dos papéis. A Previ, que detinha 38,21%

das ações da empresa, vendeu, no momento, cerca de R\$ 1,5 bilhão, reduzindo sua participação para 30,29% (Previ, 2019).

Após participar da reestruturação da Paranapanema (metalurgia), a Previ alienou toda sua participação na companhia para o Grupo Buritipar (Previ, 2019).

A atuação da Previ na governança da Invepar possibilitou à entrada da *Yosemite Capital Management*, no lugar do grupo OAS, que havia saído da sociedade. Os objetivos são tornar a empresa mais eficiente e melhorar sua percepção de valor de mercado para, posteriormente, realizar a oferta pública de ações (Previ, 2019:34).

Ainda em 2019, a Previ adquiriu 2% das ações da BR Distribuidora pelo valor de R\$ 480,58 milhões (Previ, 2019). A Petrobras reduziu sua participação na BR de 71,25% para 41,25%. Assim, a subsidiária passou a ser controlada pelo capital privado. A medida fez parte da estratégia estabelecida pelo então presidente da Petrobras, Roberto Castello Branco, que procurava focar nas atividades da companhia na exploração e produção de petróleo²⁹. O movimento de desverticalização da cadeia de gás e petróleo pela Petrobras vai em direção contrária à tendência global (IPEA, 2021). Segundo o IPEA (2021:75), a venda de refinarias e da principal distribuidora de derivados deverá restringir os ganhos de escala da empresa, reduzir a sua capacidade de refino, e limitar a capacidade de coordenação no mercado de infraestrutura energética.

Ademais, em conjunto com outros acionistas, indicou um nome para o Conselho de Administração da Gerdau Metalúrgica. Desde 2002, a Entidade indica membros para o Conselho Fiscal da empresa (Previ, 2019:34). Essa relação do Fundo como um “conectivo” entre as empresas e o Estado foi analisada como um “capitalismo de laços” por Lazzarini (2011).

No segmento imobiliário, o valor da carteira superou os R\$ 10,4 bilhões. A Entidade segue estudando alternativas para se enquadrar nas determinações da Resolução nº 4.661, do Conselho Monetário Nacional, que vetou o investimento direto dos fundos de pensão em imóveis. A rentabilidade anual foi de 12,75% para o Plano 1 (Previ, 2019).

Tabela 37 - Rentabilidade por segmento (%)

Segmento	2019
Renda fixa	12,97

29 Em 2021 a Petrobras vendeu o restante de suas ações da BR. Atualmente, a companhia se chama Vibra Energia e pertence ao Fundo Samambaia.

Renda variável	7,57
Invest. Imobiliário	12,75
Op. com participantes	8,79
Investimentos estruturados	30,19
Investimentos no exterior	29,44
Total	10,55
Atuarial Plano 1	9,71

Fonte: Relatório Anual Previ, 2019

O segmento de investimentos estruturados apresentou a maior rentabilidade do ano (30,19%) no Plano 1. Todavia, novos aportes não foram realizados. O Relatório Anual menciona o interesse em retomar os investimentos nos próximos anos (Previ, 2019). Importante mencionar que o baixo dinamismo econômico nacional também impede o desenvolvimento de novos projetos.

Como é sabido, os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) têm, em geral, prazo de duração de até 10 anos, demandando investimentos relativamente altos e rentabilidade negativa nos primeiros anos. Tal rentabilidade é compensada por retornos expressivos nos anos seguintes (chamada “curva J”, padrão em investimentos que demandam longo período de maturação).

O FIP é um fundo de *private equity* (PE), e sua estrutura é determinada pelas normativas nº 578 e 579 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A classificação dos FIPs ocorre a partir da composição dos investimentos em carteira, a saber:

- Capital semente: investimento em empresas em fase inicial, com faturamento anual de até R\$ 16 milhões nos últimos três anos que antecedem a realização do investimento.
- Empresas emergentes: investimento em empresas com faturamento anual de até R\$ 300 milhões nos últimos três anos que antecedem a realização do investimento.
- Infraestrutura: investimento limitado em território nacional, e em projetos de energia, transporte, água e saneamento básico; irrigação e áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.
- Produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação: investimentos em projetos de pesquisa e desenvolvimento em território nacional nos mesmos projetos de Infraestrutura.

- **Multiestratégia:** investimentos em projetos que não se enquadram nos anteriores, incluindo fora do Brasil e empresas limitadas.

A indústria de PE surgiu nos Estados Unidos durante a década de 1940, ganhando destaque após a Segunda Guerra Mundial. Na época, o governo americano introduziu novas medidas para ampliar o segmento, sendo a principal a possibilidade de os fundos de pensão investirem na modalidade. Como resultado, os fundos de pensão se tornaram os principais responsáveis pelo desenvolvimento da atividade durante a década de 1980 (Alves, 2022:17).

No Brasil, a modalidade surgiu em meados dos anos 1970, ganhando destaque na década de 1990, devido à estabilização macroeconômica. Em 2003, a CVM regulamentou os FIPs. Importante mencionar que em 2007 a Lei nº 11.478, oriunda da Medida Provisória nº 348, criou os investimentos na modalidade de infraestrutura e em pesquisa e desenvolvimento, com o objetivo de fomentar o desenvolvimento econômico.

Os investimentos no exterior apresentaram elevada rentabilidade no ano, dado a valorização do dólar em relação ao real. Dessa maneira, a Previ iniciou estudos para ampliar os investimentos no exterior ao longo de 2020 (Previ, 2019). A ampliação de tal medida prejudicará a execução de estratégias de *funding* para alavancar o desenvolvimento brasileiro, e pode sinalizar uma mudança de orientação, visto que o historicamente o segmento não recebeu volumes consideráveis.

A tabela abaixo permite visualizar em perspectiva comparada o processo de desinvestimento iniciado em meados do ano 2016 pela Previ, bem como sintetiza as empresas que faziam parte da carteira de ativos do Fundo. Do total de 38 empresas listadas na carteira ao longo do período analisado, 8 empresas eram ligadas ao setor de energia elétrica, 6 ao setor de bens industriais, 4 ao setor bancário, 3 ao setor de petróleo, gás e petroquímico e 2 ao segmento de infraestrutura, fato que reforça o papel do fundo no financiamento empresarial.

Tabela 38 - Empresas e Empreendimentos Participados (2016-2019)

Empresa	Participação da Previ (%)			
	2016	2017	2018	2019
521 Participações	100	100	100	100
Afluente Geração	2,29	0	0	0
Afluente Transmissão	2,29	2,29	0	0
Ambev	1,94	1,73	1,59	1,35
Banco Bradesco	1,4	1,25	1,07	1,1

Banco do Brasil	9,81	8,53	6,18	4,79
BRF	10,66	10,66	10,65	9,47
Coelba	2,29	2,29	2,29	31,57
Cosern	1,54	1,54	1,54	29,26
Embraer	4,8	4,79	3,38	0,01
Forjas Taurus	0,37	0	0	0
Frasle	12,93	12,41	12,41	12,41
Gerdau	0,14	0,14	0,12	0,19
Invepar	25,56	25,56	25,56	25,56
InvitelLegacy	19,99	19,99	19,99	19,99
Itaú Unibanco	1,59	1,48	1,34	1,28
Itaúsa	2,04	2,05	1,93	1,65
Jereissati Participações	18,88	19,02	18,76	2,83
Kepler Weber	17,48	17,48	17,48	0,09
Neoenergia	49,01	38,21	38,21	30,29
Newtel Participações	22,54	22,54	22,54	22,54
Paranapanema	23,96	21,77	19,8	0
Petrobras	2,85	2,73	2,01	1,53
Randon	3,11	3,11	3,09	3,09
Rumo Logística	0,59	0,55	0	0
Sauípe	100	100	0	0
Sul 116 Participações	11,17	11,17	11,17	11,17
Tupy	26,03	26,03	25,88	25,88
Ultrapar Participações	4,23	4,23	4,22	4,22
Vale	15,67	17,32	17,55	16,74
WEG	0,09	0,08	0	0
Metalúrgica Gerdau	0	0,14	0,13	0,13
Celpe	0	0	34,26	27,15
Elektro	0	0	38,08	30,19
Petrobras Distribuidora	0	0	2,84	3,59
BR Malls	0	0	0	2,06
IRB - Brasil Resseguros SA	0	0	0	2,83
Lojas Renner	0	0	0	1,72

Fonte: Relatório Anual, 2016, 2017, 2018 e 2019.

O Plano 1 encerrou o ano com um superávit acumulado de R\$ 2,38 bilhões, com uma rentabilidade de 10,55% ao ano, superando a meta atuarial de 9,71% (Previ, 2019).

4.5 A Política de Investimentos em 2020: coronavírus e o impacto na economia

Em 2020, a economia nacional e internacional foram duramente impactadas pela pandemia do coronavírus, que paralisou praticamente todos os setores produtivos, afetando negativamente a rentabilidade e valor dos ativos/investimentos realizados.

A pandemia acentuou a vulnerabilidade financeira das economias emergentes, revertendo os fluxos de capitais. O Brasil registrou a saída líquida de capitais de fundos de investimento, ações e títulos públicos de US\$ 28,3 bilhões, nos primeiros oito meses de 2020, e a entrada de investimento direto no país (IDP) caiu 41,3% nos primeiros oito meses de 2020, em comparação ao mesmo período do ano anterior (IPEA, 2021).

Os indicadores econômicos do primeiro trimestre apontavam para a instabilidade, com desvalorização do real diante do dólar e queda dos índices da B3. Segundo o IPEA (2021), a moeda brasileira foi a que mais perdeu valor globalmente, tendo desvalorizado 28% em relação ao dólar, nos dez primeiros meses de 2020. O avanço do contágio forçou o fechamento dos estabelecimentos e paralisação da produção de diversos setores.

A desvalorização cambial agravou a venda de ativos domésticos pelos investidores estrangeiros, que procuravam compensar suas obrigações internacionais desfazendo de ativos em baixa nos mercados emergentes (IPEA, 2021:74). Nesse contexto, a Previ recuou em sua política de desinvestimento em renda variável, dado a elevada queda no valor dos ativos (Previ, 2020:33).

No âmbito da patrocinadora da entidade, importante mencionar que, em 2020, houve a troca do presidente do Banco do Brasil, tendo sido indicado para o cargo o nome de André Brandão.

Os limites de macroalocação do Plano 1 previam ampliação da exposição em ativos de renda variável, imobiliários e estruturados para o ano. Todavia, cabe frisar que estes foram elaborados antes da pandemia.

Tabela 39 - Plano 1 - Macroalocação (%)

Segmento	2020	
	Mínimo	Máximo
Renda fixa	31,54	46,38
Renda variável	43,38	58,68

Investimentos estruturados	0,42	3,80
Imobiliário	3,66	8,54
Op. com participantes	0,56	5,02
Investimentos no exterior	0,00	1,55

Fonte: Relatório Anual Previ, 2020

A alocação de ativos em renda fixa superou os ativos em renda variável, sinalizando para a busca por ativos de menor risco, devido ao cenário de instabilidade global. A procura se deu especialmente por títulos públicos federais, em função de sua maior segurança (Previ, 2020:38).

Tabela 40 - Alocação de Ativos – Plano 1

Segmento	2020	
Renda Variável	45,59%	96,10 bi
Renda Fixa	45,84%	96,64 bi
Imobiliário	5,38%	11,34 bi
Op. Part	2,57%	5,43 bi
Invest. Estr	0,48%	1,01 bi
Exterior	0,15%	305,93 milhões

Fonte: Relatório Anual, 2020.

Os investimentos no segmento de renda variável ficaram limitados, em decorrência das oscilações dos preços dos ativos no mercado durante o ano. O destaque da carteira ficou por conta da valorização das ações da Vale do Rio Doce.

Importante mencionar que a Previ atuou diretamente em ações sociais com o objetivo de mitigar os efeitos/impactos da pandemia sobre a população da cidade do Rio de Janeiro, como, por exemplo, doação de cestas básicas para indivíduos em situação de vulnerabilidade social, kits de higiene pessoal e limpeza, e máscaras (Previ, 2020:29). Além da atuação direta, a Entidade participou indiretamente por meio das empresas que detém participação, influenciando as decisões nos conselhos, a saber: BRF: doação de alimentos e insumos médicos e apoio a fundos de desenvolvimento social no valor de R\$ 50 milhões; Invepar: ações sociais nas comunidades próximas a linha 2 do Metrô e à Linha Amarela, no Rio de Janeiro; Vale: doação de 5 milhões de testes de covid-19 (Previ, 2020:30).

O segmento imobiliário apresentou rentabilidade de 11,7%, sendo que 97,8% da carteira são compostas por investimentos diretos em imóveis e 2,2% em fundos de investimento imobiliário (FIIs). A rentabilidade dos FIIs foi negativa, -18,3% no ano. O

setor de shoppings, que historicamente apresenta elevado retorno, foi altamente impactado com o fechamento dos estabelecimentos (Previ, 2020:39).

A carteira dos investimentos estruturados terminou o ano com cerca de R\$ 1 bilhão, sendo que 86% desses recursos estavam alocados em Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), com rentabilidade de 12,47%. A política de investimentos não prevê novos aportes na modalidade (Previ, 2020).

Os investimentos no exterior apresentaram a maior rentabilidade do ano, totalizando R\$ 300 milhões no ano. A ampliação dos investimentos na modalidade foi suspensa em razão da pandemia, mas a Previ continua estudando ampliá-los nos próximos anos.

Tabela 41 - Rentabilidade por segmento (%)

Segmento	2020
Renda fixa	9,74
Renda variável	29,18
Invest. Imobiliário	11,09
Op. com participantes	10,40
Investimentos estruturados	13,02
Investimentos no exterior	42,70
Total	17,20
Atuarial Plano 1	10,46

Fonte: Relatório Anual Previ, 2020

O Plano 1, da Previ, encerrou o primeiro trimestre de 2020 com um déficit de R\$ 23,6 bilhões e uma rentabilidade negativa. Entretanto, com os sinais de melhora da crise sanitária, avanço do desenvolvimento das vacinas e a recuperação do valor dos ativos, o Plano conseguiu se recuperar, terminando o ano com um resultado positivo de R\$ 11,54 bilhões, e uma rentabilidade de 17,20%.

4.6 A Política de Investimentos em 2021: preponderância da renda fixa

O ano de 2021 ainda foi marcado pelos efeitos da pandemia da covid-19, com novas ondas de infecção ao longo do ano. Entretanto, a vacinação em massa, a

redução do número de casos e óbitos, e a redução/fim das medidas de isolamento social possibilitaram a retomada do desenvolvimento econômico, ainda que de maneira tímida. No Brasil, a atividade econômica avançou 4,6% no ano, de acordo com os dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A inflação brasileira terminou o ano em alta, 10,06% medida pelo IPCA, sendo puxada principalmente pelos combustíveis, alimentos, e energia.

Os limites de alocação por segmento estabelecido pela Política de Investimentos privilegiaram a renda fixa em detrimento da renda variável. Merece destaque a ampliação da exposição em investimentos no exterior.

Tabela 42 - Plano 1 - Macroalocação (%)

Segmento	2021	
	Mínimo	Máximo
Renda fixa	37,36	54,94
Renda variável	37,21	50,35
Investimentos estruturados	0,33	2,99
Imobiliário	3,79	8,85
Op. com participantes	0,57	5,15
Investimentos no exterior	0,00	4,00

Fonte: Relatório Anual Previ, 2021

Os ativos em renda fixa aumentaram de 45% para 57% da carteira de investimentos, fato novo, tendo em vista que a carteira da Previ historicamente privilegiou ativos em renda variável. Em 1999, 61,91% dos ativos estavam em renda variável. Em 2009, esse valor era de 63,9%. Os ativos em renda variável reduziram de 45% para 33% em 2021. Ao analisar o demonstrativo de investimentos do plano percebe-se que a carteira de renda fixa está alocada predominantemente em fundos de renda fixa (55,22%). Isto é, em carteira própria o segmento possui menos de 3%. A maior composição da carteira própria em renda fixa está em debêntures de companhias, como CCR S.A, Vale, e Transmissora Aliança Energia Elétrica S.A.

Tabela 43 - Debêntures em carteira própria – Plano 1(2021)

Renda Fixa Debênture	Valor R\$
AES Tietê S.A.	50.250.819,01

Algar Telecom S.A.	30.593.389,63
Autopista Litoral Sul S.A.	27.595.299,49
BRF S.A.	45.415.653,28
CCR S.A.	35.908.235,67
Cia. Saneamento Básico Estado São Paulo – Sabesp	16.488.544,09
Cia. Saneamento Minas Gerais - Copasa MG	9.739.618,06
Cogna Educação S.A.	20.988.068,52
Cosan S.A.	42.218.406,98
Ecorodovias Concessões Serviços S.A.	45.089.081,68
Investimentos e Part. Em Infraestrutura S.A. – Invepar	87.452.715,28
IRB Brasil Resseguros S.A.	70.731.146,93
Light Serviços de Eletricidade S.A.	48.775.053,04
Localiza Rent a Car S.A.	11.714.182,71
Movida Participações S.A.	30.571.772,10
MRV Engenharia Participações S.A.	41.288.644,84
Ômega Geração S.A.	21.421.066,36
Rio Parapanema Energia S.A.	73.309.285,85
Santo Antônio Energia S.A.	51.617.578,83
Simpar S.A.	35.030.096,92
Sul América S.A.	11.725.892,72
Transmissora Aliança Energia Elétrica S.A.	130.390.435,25
Unidas S.A.	19.625.001,25
Vale S.A.	1.426.656.889,64
Vamo Logística S.A.	53.704.993,40
Viarondon Concessionária Rodovia S.A.	26.416.644,35

Fonte: Relatório Anual Previ, 2021

O movimento de ampliação dos ativos em renda fixa pode ser explicado pela elevação da expectativa de inflação em todos os países (inclusive os desenvolvidos), que acarretou no aumento da taxa de juros.

A carteira de renda variável apresentou rentabilidade negativa de 1,79%, refletindo o difícil contexto do mercado acionário. Apesar do baixo rendimento, o Plano bateu recorde em recebimento de dividendos e juros sobre capital próprio, mais de R\$ 10,7 bilhões (Previ, 2021:56).

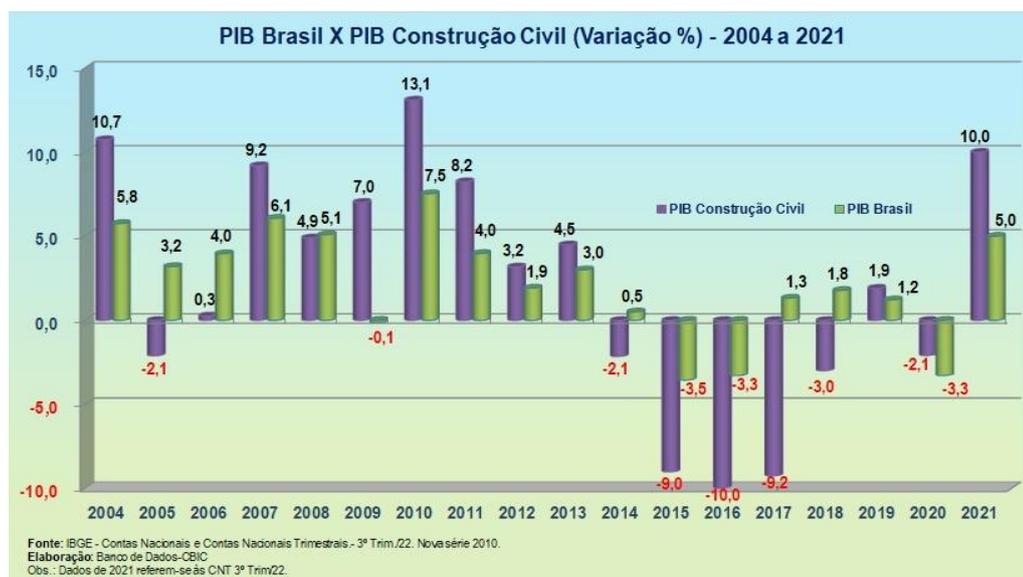
Tabela 44 - Alocação dos ativos - Plano 1

Segmento	2021	
	R\$ bilhões	%
Renda fixa	122,36	57,62
Renda variável	70,11	33,02
Investimentos estruturados	0,75	2,68
Imobiliário	11,71	5,51
Op. com participantes	5,70	0,35
Investimentos no exterior	1,70	0,80

Fonte: Relatório Anual Previ, 2021:58

O segmento imobiliário fechou o ano com R\$ 11,71 bilhões investidos e rentabilidade de 8,57%. O mercado imobiliário nacional apresentou aumento de 25,9% dos lançamentos em relação a 2020 e crescimento de 12,8% das vendas, segundo os dados divulgados pela Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) (CBIC Dados, 2021). Entretanto, a CBIC apontou que a elevação dos custos de produção e da taxa de juros vem impactando no valor final dos imóveis, fato que prejudica as vendas. O gráfico abaixo apresenta a relação entre o PIB nacional e o da construção civil para o período de 2004 a 2021, revelando as dificuldades enfrentadas pelo setor entre 2014 e 2018.

Gráfico 10 - Relação PIB Brasil x PIB Construção Civil (2004-2021)



Fonte: CBIC Dados, 2021.

Os investimentos estruturados apresentaram rentabilidade aquém do esperado, -0,51% no ano, com uma carteira total de R\$ 749,12 milhões. O Plano 1 não prevê novos aportes em FIPs. Isto é, a tendência é de liquidação gradual da carteira. Dos 15 FIPs que constam na carteira, 2 se destinam a internacionalização de empresas, 1 ao setor de óleo e gás, 1 ao setor de infraestrutura, e 1 ao setor de logística (Previ, 2021).

Tabela 45 - FIPs em carteira (continua)

Fundos de Investimentos em Participações	Valor R\$
FIEE RB Nordeste II	0,00
FIP 2bCapital	65.822.494,41
FIP Brasil Internacionalização de Empresas	73.941.041,00
FIP Brasil Internacionalização de Empresas II	140.662.099,87
FIP Brasil Óleo e Gás	0,00
FIP Brasil Sustentabilidade	21.006.878,52
FIP CRP Empreendedor	13.656.612,24
FIP DGF FIPAC 2	9.504.688,21
FIP InfraBrasil	826,29
FIP Investidores Institucionais	1.514.820,78

Tabela 45 - FIPs em carteira (conclusão)

FIP Kinea Private Equity II	29.845.002,09
FIP Logística Brasil	16.375.477,06
FIP Neo Capital Mezanino	10.981.725,02
FIP Neo Capital Mezanino III	46.187.530,99
FIP Nordeste III	19.677.022,83
Total	449.176.219,31

Fonte: Relatório Anual Previ, 2021: 136

Os investimentos no exterior atingiram R\$ 1,70 bilhão, com uma rentabilidade de 10,20%. O Plano 1 segue estudando novos aportes, tendo em vista que a Resolução nº 4.661, do CMN, permite até 10% alocado na modalidade e a alocação da carteira estava em apenas 0,80%.

O Plano 1 fechou o ano com resultado negativo de R\$ 14,85 bilhões e déficit acumulado de R\$ 0,9 bilhão, com uma rentabilidade de 7,13%, abaixo da meta atuarial de 15,39% (Previ, 2021).

Tabela 46 - Rentabilidade por segmento (%)

Segmento	2021
Renda fixa	10,49%
Renda variável	-1,79%
Invest. Imobiliário	8,57%
Op. com participantes	17,61%
Investimentos estruturados	-0,51%
Investimentos no exterior	10,20%
Total	7,13%
Atuarial Plano 1	15,39%

Fonte: Relatório Anual Previ, 2021

Ainda em 2021, o então presidente da Previ, José Maurício Coelho, renunciou ao mandato diante da pressão de partidos aliados do Planalto por cargos em empresas estatais. Para o cargo foi indicado Daniel Stieler (Poder 360, 31/05/2021). Cabe lembrar que José Maurício Coelho era presidente do conselho da Vale do Rio Doce, indicado pela Previ.

A partir de tais considerações, é possível afirmar que o Fundo de Pensão dos Funcionários do Banco do Brasil tem assumido um papel não desprezível no financiamento de empresas nacionais e da dívida pública federal. Todavia, a elevada taxa básica de juros praticada no país tende a induzir a alocação expressiva dos recursos em títulos públicos e outros ativos mais conservadores.

Percebe-se ainda que a política adotada a partir de 2016 tem optado por reduzir a alocação da carteira em investimentos de renda variável e estruturado. Essa nova orientação tende a inviabilizar/prejudicar a adoção de estratégias de *funding*. Parte da explicação dessa diretriz está relacionada ao baixo dinamismo da economia brasileira e do mercado de capitais nacional, e a criminalização dos investimentos FIPs, que teve início em meados de 2016.

O baixo dinamismo econômico nacional vem abrindo espaço para que os recursos sejam investidos no exterior, outra característica que impede o papel dos fundos como financiadores do desenvolvimento nacional.

A ação dos últimos governos têm sido na direção de desmobilizar/desconstruir o segmento nacional de previdência complementar fechada, transferindo a administração de seus recursos para bancos e seguradoras. O interesse dessas instituições em gerir tais quantias está relacionado à taxa de administração cobrada, que tende a turbinar os lucros.

A outra parte da explicação dessa nova orientação está associada à necessidade de maior liquidez por parte do Plano 1, visto que a maior parte dos participantes está na fase de recebimento dos benefícios, e à quase inexistência de incentivos governamentais para que os Fundos adotem uma postura mais comprometida com o desenvolvimento nacional.

Argumenta-se que essa postura mais comprometida com o desenvolvimento nacional por parte da Previ demanda uma ação simultânea em distintas frentes, a saber: ambiente regulatório e macroeconômico estável; fortalecimento da capacidade regulatória; compromisso de longo prazo com determinadas agendas/projetos estratégicos; e interação entre o Estado e mercado para alinhar os interesses dos fundos com as demandas por investimentos e projetos em setores-chave da economia.

CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a atuação dos fundos de pensão brasileiros, procurando compreender como os distintos governos utilizaram os fundos para atender seus objetivos/interesses. Ademais, também procurou demonstrar que os fundos de pensão podem atuar, mediante coordenação governamental e conjuntura macroeconômica favorável, como financiadores de longo prazo do processo de desenvolvimento nacional. Por fim, em contraponto as análises que consideram os fundos de pensão como meros vetores do processo de mundialização financeira, num cenário em que as economias capitalistas caminham para uma convergência neoliberal, a tese argumentou que os fundos devem ser investigados a partir da sociedade em que estão inseridos. Isto é, os fundos não estão desprendidos da realidade, operando num vácuo, mas têm sua atuação condicionada aos marcos regulatórios vigentes, sistema financeiro nacional, posição político-ideológica da coalizão política que comanda o Executivo Federal etc. Dessa maneira, a tese partilhou das análises que afirmam a existência de uma “variedade de fundos de pensão” nas diversas economias políticas nacionais (Datz, 2014).

À luz da literatura sobre regimes de *Welfare State* e mudança institucional, o primeiro capítulo examinou o desenvolvimento da previdência complementar no bojo dos processos de reestruturação do Estado de Bem-Estar Social nos anos de 1970, bem como o fracasso das experiências da implantação de sistemas de capitalização ao redor do mundo. Ademais, o capítulo discorreu sobre a dualidade que permeia os fundos de pensão e, por fim, apresentou os processos de reformas previdenciárias no Brasil, pontuando o crescimento do pilar complementar.

Constatou-se que os governos brasileiros (FHC, Lula, Dilma e Bolsonaro) utilizaram as reformas previdenciárias para ampliar o segmento de previdência complementar nacional e conter o aumento das despesas previdenciárias. A EC nº 20/1998 do governo FHC previa a criação do fundo de previdência complementar para os servidores públicos, que só se concretizou durante o governo Dilma Rousseff, por meio da Lei nº 12.618/2012. O governo Lula equiparou o teto do RPPS ao do RGPS, abrindo espaço para que o segmento de previdência complementar fosse uma alternativa para a complementação dos salários do funcionalismo público. O governo Michel Temer tentou realizar uma reforma previdenciária para tornar as regras de

acesso mais rígidas e ampliar o período de contribuição. Todavia, em razão da baixa credibilidade do governo e a impopularidade da pauta, a reforma não avançou. Por fim, o governo Bolsonaro aprovou uma reforma previdenciária que obrigou Estados e Municípios com regimes próprios a implementarem regimes de previdência complementar. Além disso, a reforma abriu a possibilidade para que os fundos sejam geridos por operadores privados como bancos e seguradoras. Este último ponto, conforme analisado ao longo da tese, é de interesse dos atores ligados ao mercado financeiro, devido ao lucro oriundo da taxa de administração desses recursos.

Fato curioso é que essas reformas no sistema previdenciário podem ser interpretadas como uma espécie de “recalibragem” da política social diante dos novos riscos, como envelhecimento populacional e o famigerado déficit do sistema de repartição, ou como um recuo na responsabilidade pública, com avanço do pilar privado na oferta e provisão de benefícios. É interessante perceber que essa avaliação sobre as reformas pode variar a partir da coalizão política que está no comando do Executivo Federal. Por exemplo, apesar de o governo Lula ter sido criticado por setores mais à esquerda a respeito da expansão da previdência complementar no país (Oliveira, 2003), ao analisar o período percebe-se que os dirigentes da política, na época, consideravam que a ampliação dos fundos representaria um incremento da poupança interna nacional, que poderia ser canalizada para investimentos produtivos. Isto é, os fundos poderiam atuar como uma “alavanca financeira” ao lado do BNDES financiando projetos estratégicos para o desenvolvimento nacional. Em contrapartida, a reforma no governo Jair Bolsonaro apresenta um claro viés de enfraquecimento do sistema previdenciário público e do sistema de previdência complementar fechado. Como é de conhecimento, o então Ministro Paulo Guedes objetivava implementar o sistema de capitalização no país, bem como acenou para a possibilidade de fundir os órgãos de fiscalização/controle do sistema complementar fechado e aberto. Devido às dificuldades e resistências, optou por permitir que os recursos dos fundos de pensão fossem administrados por operadores privados.

Dessa maneira, tais argumentos realçam a dualidade que permeia os fundos de pensão, que podem ser incorporados a uma estratégia neodesenvolvimentista ou neoliberal, que são responsáveis pelas reservas de aposentadoria dos trabalhadores,

mas também são os principais investidores institucionais³⁰ e grandes acionistas, que procuram maximizar o valor de seus ativos para cumprir seus compromissos atuariais. Ou seja, a diferença na atuação depende do arcabouço regulatório vigente e da coalizão política governante.

A partir da literatura sobre variedades de capitalismo, o segundo capítulo procurou analisar as características do capitalismo nacional, com destaque para a elevada concentração bancária, dependência de investimento público para grandes projetos, como infraestrutura, e mercado de capitais pouco desenvolvido. Ademais, também expôs a dinâmica dos fundos de pensão americanos, com o objetivo de revelar diferenças e semelhanças com o modelo brasileiro, e reforçar a argumentação da existência de uma “variedade de fundos”.

O terceiro capítulo investigou o sistema de previdência complementar fechado nacional, captando as variações ao longo dos governos Fernando Henrique Cardoso, Lula da Silva, Dilma Rousseff, Michel Temer e Jair Bolsonaro. Grosso modo, entre meados dos anos de 1990 e 2021, foi constatada a existência de três períodos marcantes no formato de atuação dos fundos e na sua política de investimentos, a saber: o primeiro período compreende o governo Fernando Henrique Cardoso e é caracterizado pela utilização dos fundos de pensão como atores auxiliares no processo de alienação das empresas estatais. Isto é, os fundos passaram a compor os consórcios que arremataram as empresas públicas recém-privatizadas. Nesse cenário, os fundos se tornaram grandes acionistas de empresas como a Vale do Rio Doce, Sistema Telebrás etc.

O segundo período compreende as gestões petistas, em especial, os governos Lula da Silva. Nesse novo momento, os fundos foram utilizados como instrumentos de política econômica, auxiliando o governo no financiamento de projetos de infraestrutura, e na formação de grandes empresas nacionais. Por meio de inovações institucionais, incentivos governamentais e inclusão de novos atores nos conselhos de administração das Entidades de Previdência Complementar, os fundos foram orientados a investirem parte de seus recursos em ativos da economia real, contribuindo para a geração de empregos e o desenvolvimento nacional. Em alguns momentos o governo chegou a ser criticado por estar colocando em curso uma

30 Entidades que acumulam reservas com a finalidade de realizar investimentos tanto de caráter financeiro (ações, títulos públicos, *securities*, derivativos etc) quanto de propriedade (imóveis). Incluem bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos e fundos soberanos.

espécie de “reestatização” de companhias como a Vale do Rio Doce, devido à ampliação das ações (direta e indiretamente) sob seu controle.

O terceiro período compreende a ascensão dos governos de perfil mais conservador e alinhados à ideia de livre mercado. Os governos Michel Temer e Jair Bolsonaro atacaram a imagem e credibilidade do sistema de previdência complementar, classificando os fundos como instituições ineficientes, e propícias ao clientelismo. Desenvolveu-se nesse momento um processo de criminalização dos fundos e de seus gestores, com medidas que objetivavam reduzir e/ou limitar a participação de sindicalistas na gestão dos fundos, e transferir a gestão da carteira de ativos para atores do mercado, como bancos e seguradoras, considerados mais eficientes.

Essa variação no formato de atuação dos fundos reafirmou nossa hipótese de que a política de investimentos é pautada por um forte componente político e afastou interpretações que sugerem os fundos como meros representantes da mundialização financeira.

A hipótese dos fundos de pensão como financiadores auxiliares do processo de desenvolvimento nacional permanece válida, todavia, demanda ações simultâneas do Estado para coordenar o setor, articular interesses, garantir uma conjuntura macroeconômica favorável e modelar projetos atrativos para o mercado e para o país.

Os impactos da coalizão política governante foram percebidos no quarto capítulo ao investigar a política de investimentos do Plano 1, da Previ, durante os anos de 2016 e 2021. Identificou-se um comportamento errático do fundo que historicamente alocava a maior parte de sua carteira em ativos alternativos, em especial, renda variável, passou a assumir uma postura conservadora, privilegiando ativos em renda fixa, com destaque para títulos públicos, e sinalizando para ampliação dos investimentos no exterior. Percebeu-se ainda a relevância de um ambiente macroeconômico que favoreça essa atuação mais “arrojada” dos fundos, e de incentivos governamentais, por exemplo, proteção institucional para investimentos considerados estratégicos. Cabe lembrar que a Previ foi negativamente impactada com a suspensão do financiamento do BNDES à empresa Sondas Brasil, em razão de acusações de corrupção na empresa. Tal fato inviabilizou a entrega das sondas pela empresa, e, conseqüentemente, a rentabilidade do investimento feito pela Previ.

Para futuros trabalhos, seria interessante ampliar o período de análise e a quantidade de fundos de pensão, em especial, comparando a atuação da Previ (fundo

do Banco do Brasil), com a da Petros (fundo da Petrobrás), e da Funcef (fundo da Caixa Econômica Federal). Tal análise revelaria o comportamento de cada fundo para o período, bem como suas preferências por ativos e setores privilegiados.

A inclusão da atuação de fundos de pensão de outros países, em especial de europeus, como Alemanha e Finlândia, e os latino-americanos também enriqueceria a compreensão da dinâmica dos fundos, assim como lançaria luz sobre a “variedade de fundos” existentes.

Por fim, com o resultado das eleições de 2022 e a vitória de uma nova coalizão política, que é alinhada a ideias de fortalecimento e ampliação da atuação estatal como promotor do desenvolvimento econômico e social, é possível esperar que a dinâmica dos fundos seja reformulada. Entretanto, algumas medidas adotadas pelas gestões anteriores se apresentarão como um desafio para essa reformulação da política de investimentos em direção ao financiamento de atividades produtivas. A autonomia do Banco Central é um claro exemplo desses desafios, tendo em vista a resistência dos dirigentes da instituição em reduzir a taxa básica de juros. Conforme apresentado ao longo desta tese, a elevada taxa de juros no Brasil difundiu uma percepção de “normalidade” e de aversão ao risco entre os investidores ao favorecer uma alocação de recursos em ativos de baixo risco e com rentabilidade atrativa, alimentando o rentismo. Hoje, com a autonomia do Banco Central, a taxa de juros parece ter se descolado da realidade, mostrando-se indiferente ao baixo crescimento econômico do país e a fenômenos mais graves como a desindustrialização e a crônica carência de investimentos em infraestrutura. É preciso, portanto, reativar o protagonismo dos fundos públicos para a recuperação econômica do país. E os fundos de pensão podem desempenhar um importante papel nesse processo.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). (2020), Consolidado Estatístico. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/SitePages/ConsolidadoEstatistico.aspx>>, consultado em: 06/12/2021

AGÊNCIA BRASIL, 11/07/2017, Temer diz que reforma trabalhista trará empregos e deixará país mais competitivo. Acesso em: 27/02/2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2017-07/temer-diz-que-reforma-trabalhista-trara-empregos-e-deixara-pais-mais>

AGÊNCIA SENADO, 06/04/2016. "Aprovadas novas regras para a gestão dos fundos de pensão das estatais". Acesso em: 21/01/2023. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/04/06/aprovadas-novas-regras-para-a-gestao-dos-fundos-de-pensao-das-estatais>

ALVARENGA, D; LAPORT, T. (2016). PEC 241 – Um Teto para os Gastos Públicos. Recuperado de <http://especiais.g1.globo.com/economia/2016/pec241-umtetoparaosgastospublicos>.

ALVES, S.M.F. Evolução da indústria de private equity e venture capital no Brasil: uma análise de desempenho das cotas de FIP's. Dissertação de Mestrado. Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas.

ANDERSON, K. M. (2019), "Financialisation meets collectivisation: occupational pensions in Denmark, the Netherlands and Sweden". Journal of European Public Policy, 26, 4: 1-18.

ANDRADE, E. G. (Des) Equilíbrio da Previdência Social Brasileira 1945-1997. Tese de Doutorado. Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 1999.

ARRETCHE, M.T.S. "Emergência e Desenvolvimento do Welfare State: Teorias Explicativas". Revista Brasileira de Informação Bibliográfica em Ciências Sociais – BIB. Rio de Janeiro, n. 39, 1995, p.03-40.

ASSOCIAÇÃO DE ENGENHEIROS DA PETROBRÁS - NÚCLEO BAHIA. (03/08/2022). "Governo quer entregar os fundos de pensão, incluindo a Petros, aos bancos". Acesso em 20/01/2023. Disponível em: <https://aepetba.org.br/v1/2022/08/03/governo-quer-entregar-os-fundos-de-pensao-incluindo-a-petros-aos-bancos/>

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE FUNDOS DE PENSÃO E DOS BENEFICIÁRIOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR DE AUTOGESTÃO (ANAPAR). 10/11/2022. "Fundos de pensão devem ajudar a recuperar a economia brasileira". Acesso em: 21/01/2023. Disponível em: <https://www.anapar.com.br/fundos-de-pensao-devem-ajudar-a-recuperar-a-economia-brasileira/>

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE FUNDOS DE PENSÃO E DOS BENEFICIÁRIOS DE SAÚDE SUPLEMENTAR DE AUTOGESTÃO (ANAPAR). Aperfeiçoamento do arcabouço regulatório e de operação dos Fundos de Pensão no Brasil. Maio de 2022.

ASSOCIADOS PREVI, 11/07/2022. "Fundos de pensão: Retiradas de patrocínio mostram a face cruel do mercado de trabalho no Brasil". Acesso em: 21/01/2023. Disponível em: <https://associadosprevi.com.br/fundos-de-pensao-retiradas-de-patrocínio-mostram-face-cruel-do-mercado-de-trabalho-no-brasil/>

ASSOCIADOS PREVI, 08/10/2022. "Resolução 15 da Previc não ameaça fundos de pensão; a ameaça são as privatizações". Acesso em: 27/02/2023. Disponível em: <https://associadosprevi.com.br/resolucao-15-da-previc-nao-ameaca-fundos-de-pensao-o-que-ameaca-sao-as-privatizacoes/>

BASTOS, H. G. O papel dos Fundos de Pensão na formação de funding no Brasil. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2015.

BASTOS, P. Z. (2012), "A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social-desenvolvimentismo". Revista Economia e Sociedade, 2, n. esp.:789-810.

BÉLAND, D. (2001), "Does labor matter? Institutions, labor unions and pension reform in France and United States". Journal of Public Policy, 21, 2:153-172.

BELLUZZO, L. G. (2018). "As consequências econômicas da Lava Jato". In: Kerche, F. & Feres Júnior, J. (Coords.). Operação Lava Jato e a Democracia Brasileira. São Paulo: Contracorrente, p. 21-35.

BLYTH, M. 2013. Austerity: The History of a Dangerous Idea, NY, Oxford University Press. 2013

BONOLI, G. The Politics of the New Social Policies: Providing Coverage Against New Social Risks In Mature Welfare States. Policy e Politics, v.33, n.3, p. 431-49, 2005.

BONOLI, G. (2000), The politics of pension reform. Institutions and policy change in Western Europe. Cambridge, Cambridge University Press.

BRANDÃO, R. V. M. Reformas neoliberais no Brasil: a privatização dos bancos estaduais. Consequência Editora, p. 304, 2019.

BRASIL. Câmara dos Deputados. (2016), "Comissão Especial destinada a proferir parecer à Proposta de Emenda à Constituição nº 241-A, de 2016". Brasília: Câmara dos Deputados

BUCHANAN J. M., & TULLOCK, G. (1965) The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.

BUGIATO, C. A política de financiamento do BNDES e a burguesia brasileira. 2016. 1 recurso online (282 p.). Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Campinas, SP. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=000966553>

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO (CBIC). Dados. Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://cbic.org.br/wp-content/uploads/2021/12/construcao-civil-desempenho-2021-e-cenarios-2022.pdf>

CÂMARA DOS DEPUTADOS, 21/11/2018. CCJ aprova novas regras para gestão de fundos de pensão de empresas e órgãos públicos. Acesso em: 21/02/2023 Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/548315-ccj-aprova-novas-regras-para-gestao-de-fundos-de-pensao-de-empresas-e-orgaos-publicos/>

CÂMARA DOS DEPUTADOS. (2016) Relatório Final da CPI dos Fundos de Pensão. Acesso em: 19/02/2023. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/55a-legislatura/cpi-fundos-de-pensao/documentos/outros-documentos-1/relatorio-final-apresentado-em-12-04-16>

CAMPOS, P. H. Os efeitos da crise econômica e da operação Lava Jato sobre a indústria da construção pesada no Brasil: falências, desnacionalização e desestruturação produtiva. Mediações - Revista de Ciências Sociais, Londrina, v. 24, n. 1, p. 127–153, 2019. DOI: 10.5433/2176-6665.2019v24n1p127. Disponível em: <https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/mediacoes/article/view/35617>. Acesso em: 21 fev. 2023.

CAMPOS, R. A Lanterna na Popa. Rio de Janeiro:Topbooks, 1952.

CARTA CAPITAL, 07/12/2021. "Guedes ressuscita ideia de capitalização da Previdência". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/cartaexpressa/guedes-ressuscita-ideia-de-capitalizacao-da-previdencia/>

CHESNAIS, F. (2015), "O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos", in F. Chesnais (org.), A finança modalizada, São Paulo, Boitempo.

CLARK, G. L., HEBB, T. "Corporate engagement: The fifth stage of capitalism" Relations Industrielles/Industrial Relations, v. 59, 2004

CLARK, G. (2000), Pension fund capitalism. Oxford, Oxford University Press.

CONDÉ, E. S. A Rota da Diversidade - Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento. Ponto de Vista - Perspectivas Sobre o Desenvolvimento, v. 6, p. 1-29, 2009.

CONTI, B. (2016), "Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar". Texto para discussão nº 2216. IPEA, Brasília: Rio de Janeiro. Disponível em: [td_2216.pdf](#) (ipea.gov.br), consultado em: 06/12/2020.

CORREIO BRAZILIENSE. 29/07/2008. "Saiba como foi a privatização da Telebrás em 1998". Disponível em: https://www.correio braziliense.com.br/app/noticia/economia/2008/07/29internas_economia,22069/saiba-como-foi-a-privatizacao-da-telebras-em1998.shtml

COSTA, F. N. Conduzir para não ser conduzido: Crítica à ideia de Financeirização. Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2021. 366p.

CROUCH, C. (2009), "Privatised Keynesianism: an unacknowledged policy regime". *The British Journal of Politics and International Relations*, 11: 382-399.

D'ARAÚJO, M. C. (2009), *A elite dirigente do governo Lula*. Rio de Janeiro, CPDOC/Fundação Getúlio Vargas.

DANTAS, L. B. Os fundos de pensão como financiadores do desenvolvimento brasileiro. In: IX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CIÊNCIA POLÍTICA: ESTADO E POLÍTICAS PÚBLICAS. Brasília, DF: ABCP, 2014. p. 1-19. Disponível em: <https://cienciapolitica.org.br/system/files/documentos/eventos/2017/03/fundos-pensao-como-financiadores-desenvolvimento-brasileiro.pdf>.

DATZ, G. Brazil's pension fund developmentalism. *Competition and Change*, v. 17, n. 2, p. 111-128, 2013. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/270577719_Brazil's_Pension_Fund_Developmentalism.

DATZ, G. (2014), "Varieties of power in Latin American pension finance: pension fund capitalism, developmentalism and statism". *Government and Opposition*, 49, n. esp.: 483-510.

DELGADO, I. G. (2001), *Previdência Social e mercado no Brasil*. São Paulo, LTR.

DIEESE. (2018), "Subsídios para o debate sobre a questão do Financiamento Sindical". Nota técnica nº 200, dez. 2018. Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2018/notaTec200financiamentoSindical/index.html?page=1>

DIEESE. (2019), "Os Regimes Próprios de Previdência Social de estados e municípios após a reforma de 2019". Nota Técnica Especial. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2019/notaTecEspecialNov2019.pdf>, consultado em: 06/12/2020.

DIEESE. (2020), "O Desempenho dos Bancos em 2020". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2021/desempenhoDosBancos2021/index.html?page=1>

DINIZ, E. Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento em Países Emergentes. Desenvolvimento em Debate (INCT/PPED), v. 1, p. 7-27, 2010.

DRUCKER, P. F. A revolução invisível: como o socialismo fundos-de-pensão invadiu os Estados Unidos. Tradução de Carlos A. Malferrari. São Paulo: Pioneira, 1977. 227 p.

ESPING-ANDERSEN, G. Politics Against Markets. The Social Democratic Road to Power. Princeton. Princeton University Press, 1985.

ESPING-ANDERSEN, G. Social Foundations of Postindustrial Economies. Oxford: Oxford University Press, 1999.

ESPING-ANDERSEN, G. The Three Worlds of Welfare Capitalism. Princeton. Princeton University Press, 1990.

ESTADÃO, (16/05/2019). "Diretor afastado do BB é indicado para o Patagônia". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/coluna-do-broad/diretor-afastado-do-bb-e-indicado-para-o-patagonia/>

ESTÉVEZ-ABE, M; IVERSEN, T & SOSKICE, D. (2001), "Social protection and the formation of skills: a reinterpretation of the welfare state", in P. A. Hall & D. Soskice (eds.), Varieties of capitalism. The institutional foundations of comparative advantage, New York, Oxford University Press.

FERREIRA, J.; SOUZA, G. "Impactos do Novo Regime Fiscal nos Investimentos Públicos em Infraestrutura do Governo Federal". Brazilian Journals of Business., Curitiba, v.3, n.1, p.221-235 jan./mar.2021.

FILGUEIRA, C.H., FILGUEIRA, F. "Models of Welfare and Models of Capitalism: The Limits of Transferability". In: Huber, E. (ed). Models of Capitalism Lessons for Latin America. Pennsylvania. Pennsylvania University Press, 2002.

FOLHA DE SP. 07/05/1997. "Vale é vendida por R\$ 3,3 bi e ágio de 20%". Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc070513.html>

FOLHA DE SP. 29/07/2018. "Telebras acumula R\$ 1,3 bilhão de prejuízo desde a privatização em 1998". Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/07/telebras-acumula-r-13-bilhao-deprejuizo-desde-a-privatizacao-em-1998.shtml>

FOURCADE, M. & HEALY, K. (2013), "Classification situations: life-chances in the neoliberal era". Accounting, Organizations and Society, 38, 8: 559-572.

FRIEDMAN, M. *Capitalism and Freedom*. (Chicago: University of Chicago Press), 1962.

Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público da União (FUNPRESP). <https://www.funpresp.com.br/>

G1, (10/12/2019). "Presidente do Banco do Brasil diz que possibilidade de privatização é assunto encerrado". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/12/10/presidente-do-banco-do-brasil-diz-que-possibilidade-de-privatizacao-e-assunto-encerrado.ghtml>

GENTIL, D. L. (2020), "Dominância financeira e o desmonte do sistema público de previdência social no Brasil", in Castro, J. A. de; Pochmann, M.(Orgs.) *Brasil. Estado Social contra a Barbárie*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, pp.419-445.

GOUGH, I. "Welfare Regimes in Development Contexts: A Global and Regional Analysis". In: Gough, I., Wood, G. (eds). *Insecurity and Welfare Regimes in Asia, Africa and Latin America: Social Policy in Development Contexts*. Cambridge. Cambridge University Press, 2004.

GRÜN, R. (2005), "O `nó` dos fundos de pensão". *Novos Estudos CEBRAP*, 3, 3:19-31.

HACKER, J. (2004), "Privatizing risk without privatizing the welfare state: the hidden politics of social policy retrenchment in the United States". *American Political Science Review*, 98, 2: 243-260.

HACKER, J. *The Divided Welfare State*. Cambridge University Press, 2002

HALL, P. "Policy Paradigms, Social Learning and the State: The Case of Economic Policymaking in Britain". *Comparative Politics*. Vol.25, n° 3, 1993, p.275-296

HALL, P. & SOSKICE, D. (ed.). (2001) *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*, Oxford, New York, Oxford University Press.

HANCKÉ, B. Introducing the debate. In. HANCKÉ, B. (Org.). *Debating Varieties of Capitalism*. New York: Oxford University Press, 2009. 1- 17 p.

HASSEL, A.; NACZYK, M; WIB, T.(2019), "The political economy of pension financialisation: public policy responses to the crisis". *Journal of European Public Policy*, 26:4: 483-500.

HÄUSERMANN, S. (2010), *The politics of welfare state reform in Continental Europe: modernization in hard times*. New York, Cambridge University Press.

HAYEK, F. A., *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, 1960.

HINRICHS, K. (2009), "Pension reforms in Europe: convergence of old-age security systems?", in J. H. Petersen & K. Petersen (eds.), *The politics of age*, Frankfurt am Main, Peter Lang.

HUBER, E. "Options for Social Policy in Latin America: Neoliberal versus Social Democratic Models". In: Esping-Andersen, G. (ed). *Welfare States in Transition. National Adaptations in Global Economies*. London. Sage, 1996.

HUJO, K. & RULLI, M. (2014), "The political economy of pension re-reform in Chile and Argentina: toward more inclusive protection". United Nations Research Institute for Social Development –UNRISD. Research Paper, 1:1-36.

IBRE (01/07/2019). "Taxa de Investimentos no Brasil: menor nível nos últimos 50 anos". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-investimentos-no-brasil-menor-nivel-dos-ultimos-50-anos>

IBRE (21/05/2021). "Taxa de Investimentos no Brasil: a dificuldade de crescer". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-investimentos-no-brasil-dificuldade-de-crescer>

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. (2021). *Desmonte e reconstrução de políticas e capacidades estatais para o mundo pós-pandemia*.

IRB BRASIL RE, (2023). Disponível em: <https://ri.irbre.com/>

JARD DA SILVA, S. (2018), "Bancada sindical, política previdenciária e processo decisório no governo Dilma". *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 33, 98:1-20.

JARDIM, M. A. C. *Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula*. Tese (Doutorado) — Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.

JARDIM, M.A.C. *Fundos de pensão dos Estados Unidos e do Canadá e suas influências no modelo de fundo de pensão do Brasil*. *Revista Espaço de Diálogo e Desconexão*, Araraquara, v.1, n.2, jan./jul. 2009.

JARDIM, M. A. C. (2009), "“Domesticação` e/ou `moralização do capitalismo` no governo Lula: inclusão social via mercado e via fundos de pensão". *Dados*, 52, 1:123-159.

JARDIM, M. A. C. (2016), "Estado e mercado no governo Lula: convergências e divergências no mercado de fundos de pensão". *Revista Agenda Política*, 4, 2: 333-362.

KANGAS, O. (2006), "Pensions and pension funds in the making of a Nation-State and a national economy. The case of Finland". *Social Policy and Development*, 25:1-15.

KAUTTO, M. *The Nordice Countries*. In: Castles, F. et al (eds). *The Oxford Handbook of the Welfare State*. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 586-601.

KERCHE, F.; FERES Jr, J. *Operação Lava Jato e a Democracia Brasileira*. São Paulo: Contracorrente, 2018.

KERSTENETZKY, C. L.; PEREIRA, G. O estado de bem-estar social resiste? Uma investigação preliminar dos desenvolvimentos recentes do estado social nos países da OCDE (1980-2016). Rio de Janeiro, 2018. Mimeo.

KERSTENETZKY, C.L. O estado do bem-estar social na idade da razão: a reinvenção do estado social no mundo contemporâneo. Campus/Elsevier, 2012.

KRUGMAN, P. A consciência de um liberal. Rio de Janeiro: Record, 2010.

LANZARA, A. P. & SALGADO SILVA, B (no prelo). "As reformas previdenciárias no Brasil e a expansão da previdência complementar".

LANZARA, A. P. & SALGADO SILVA, B. (2018), "Coalizões, ajuste e reformas: a chilenização da seguridade social brasileira?" *Política Hoje*, 27, 2: 5-21.

LANZARA, A. P. & SALGADO SILVA, B. (2020), A trajetória das reformas previdenciárias no Brasil e a expansão dos arranjos de previdência complementar. 12º Encontro da ABCP, Democracia & Desenvolvimento, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 18 a 21 de agosto de 2020.

LANZARA, A. P. Regimes de Welfare, Regulação Social e as Trajetórias das Políticas de Saúde no Chile e no Brasil. Dissertação de Mestrado. Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro, 2006.

LAPAVITSAS, C. 2012. Financialized Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. In *Financialisation in Crisis*. Lapavitsas C. (editor), Leinde-Boston: Brill, 2012.

LAVINAS, L. The takeover of social policy by financialization: the Brazilian paradox. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

LAZONICK, W. & O'SULLIVAN, M.(2000) "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society* , 29, 1:13–35.

LAZZARINI, S. G. Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, 184p.

LORDON, F. Fonds de pension, piège à cons? mirage de la démocratie actionnariale. Paris: Raisons d'agir, 2000.

MADRID, R. (2003), *Retiring the State: the politics of pension privatization in Latin America and beyond*. Palo Alto, CA, Stanford University Press.

MAGNANI, M. Os fundos de pensão como agentes da produção do espaço: um olhar a partir da literatura internacional. *Espaço e Economia*, ano VII, n. 14, p. 1-15. Disponível em: <http://journals.openedition.org/espacoeconomia/6004>. Acesso em: 20 ago. 2022. <http://dx.doi.org/10.4000/espacoeconomia.6004>.

MAGNANI, M; JARDIM, M. C; JARD DA SILVA, S. (2020), Os fundos de pensão como agentes do capital: estado da arte da literatura recente. *BIB*, n. 93, pp. 1-22.

MANOW, P. (1997), "Social insurance and the German political economy". Max Planck Institute for the Study of Societies. Discussion Paper, 97, 2:2-48.

MARINHO, J. M. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento na perspectiva Pós-keynesiana: uma análise de países selecionados. Dissertação (Mestrado em Economia) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas (Cedeplar), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

MARTELLO, A & LIS, L. (10/02/2019). "Investimento do governo em infraestrutura no passado é o menor em dez anos". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/02/10/investimento-do-governo-em-infraestrutura-no-ano-passado-e-o-menor-em-dez-anos.ghtml>

McCARTHY, M. A. Dismantling Solidarity: Capitalist Politics and American Pensions since New Deal. ILR Press, 2017

MESA-LAGO, C. (2004), "La reforma de pensiones en América Latina. Modelos y características, mitos, desempeños y lecciones". In K. Hujo; C. Mesa-Lago; M. Nitsch (Eds.) Públicos o privados? Los sistemas de pensiones en América Latina después de dos décadas de reformas, Caracas, Nueva Sociedad.

MURILLO, M. V. (2001), Labour unions, partisan coalitions, and market reform in Latin America. Cambridge, Cambridge University Press.

MYLES, J & PIERSON, P. (2001), "The comparative political economy of pension reform", in P. Pierson (ed.), The new politics of the welfare state, Oxford, Oxford University Press.

NACZYK, M. & PALIER, B. (2014), "Feed the beast: finance capitalism and the spread of pension privatization in Europe". SSRN Electronic Journal, 10, 2: 20-45.

NORTH, D. C. (1990). Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press.

OIT. ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO. (2018), Reversão da privatização de previdência: questões-chaves. Proteção Social para Todos, Resumo da Matéria, Genebra, Suíça. Disponível em: <http://www.diap.org.br/images/stories/oit-resumo-estudocapitalizacao.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2020.

OLIVEIRA, F. (2003), Crítica à razão dualista. O ornitorrinco. São Paulo, Boitempo.

OLIVEIRA, G. C. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. In: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda, 2010. p.89-128.

OLIVEIRA, G; CIOFFI, F; CONTI, B. (2017), Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites. Revista Pesquisa & Debate. São Paulo. Vol.28. Número 1 (51). Jul 2017.

ORAIR, R. O. & SIQUEIRA, F. F. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 27, n. 3 (64), p. 939-969, setembro-dezembro 2018.

ORENSTEIN, M. (2008). *Privatizing pensions: the transnational campaign for social security reform*. Princeton, Princeton University Press.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Pension markets in focus. Annual Report*. Paris: OCDE, 2020.

ORTIZ, I. et al. (2019), *La reversión de la privatización de las pensiones: Reconstruyendo los sistemas públicos de pensiones en los países de Europa Oriental y América Latina (2000-2018)*. Documento de Trabajo n. 63, Departamento de Protección Social, Organização Internacional do Trabalho, Genebra, Suíça. Disponível em: <https://www.socialprotection.org/gimi/RessourcePDF.action?id=55496>.

PALIER, B. "Continental Western Europe". In: CASTIES, F. *The Oxford Handbook of the Welfare State*. Oxford, 2010.

PALIER, B. (2007), "Tracking the evolution of a single instrument can reveal profound changes: the case of funded pensions in France". *Governance*, 20, 1: 85-107.

PIAUI – Revista. Agosto//2009. "Sérgio Rosa e o mundo dos fundos. Disponível em: <https://piaui.folha.uol.com.br/materia/sergio-rosa-e-o-mundo-dos-fundos/>

PIERSON, C. *Beyond the welfare state – the new political economy of welfare*. Cambridge: Polity Press, 1998.

PIERSON, P. "Sobrellevando la Austeridad Permanente. Reestructuración del Estado de Bienestar en las Democracias Desarrolladas". *Zona Abierta*, nº 114/115, 2006, p. 43-119.

PINHEIRO, R. P. *A demografia dos fundos de pensão*. Brasília, DF: Ministério da Previdência Social/Secretaria de Políticas Públicas da Previdência Social, 2007.

PINHEIRO, R; PAIXÃO, L; CHEDEAK, J. *Regulação dos Investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios*. *Revista de Previdência da UERJ/Faculdade de Direito/CEPED*, nº 3, set/2015.

PINTO, E. C. *Lava jato e crise: impactos econômicos e desestruturação institucional*. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, p. 8-9, ago. 2017.

PODER 360, (31/05/2021). "Michel Temer indica Marcelo Labuto para presidência do Banco do Brasil". Acesso em: 21/02/2023. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/caffarelli-deixa-presidencia-do-banco-do-brasil-para-assumir-cielo/>

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. *Relatório anual Previ*. Rio de Janeiro: Previ, 2016.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Relatório anual Previ. Rio de Janeiro: Previ, 2017.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Relatório anual Previ. Rio de Janeiro: Previ, 2018.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Relatório anual Previ. Rio de Janeiro: Previ, 2019.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Relatório anual Previ. Rio de Janeiro: Previ, 2020.

PREVI – CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. Relatório anual Previ. Rio de Janeiro: Previ, 2021.

PREVIC, (2020). “Relato Integrado”. Disponível em: <
<http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/relato-integrado/relato-integrado-previc-2020.pdf/view>, consultado em: 06/10/2021.

PREVIC, (2022). Informe Estatístico Trimestral. Disponível em:
<https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/informe-estatistico-trimestral>

RAIMUNDO, L. C. O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infra-estrutura urbana brasileira no século XXI. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

RAIMUNDO, L. C. (2010), “Fundos de pensão no Brasil: estratégias de portfólio e potencial de contribuição para o financiamento do investimento de longo prazo”, in E. Pinto; J. C. Cardoso Jr & P. Linhares (orgs.), Estado, instituições e democracia, Brasília, IPEA.

ROCHA, K. (2021), Investidores Institucionais e o financiamento da infraestrutura - uma estimativa do volume de recursos em potencial para o Brasil. Texto para Discussão. IPEA, Brasília, nº 2644.

SANTANA, M. U. S. (2017), Fundos de pensão e estratégia de desenvolvimento nos governos do PT. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas.

SANTANA, M. U. S.; FRACALANZA, P. S. SÃO OS FUNDOS DE PENSÃO AGENTES DA FINANCEIRIZAÇÃO? UMA ANÁLISE A PARTIR DOS EUA.. In: Anais do Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Anais...Campinas(SP) IE-UNICAMP, 2019. Disponível em: <
<https://www.even3.com.br/anais/akb/172030-SAO-OS-FUNDOS-DE-PENSAO-AGENTES-DA-FINANCEIRIZACAO-UMA-ANALISE-A-PARTIR-DOS-EUA>>. Acesso em: 21/02/2023

SAUVIAT, C. Syndicats et marchés financiers. Paris: IRES, 2003.

SCHAMIS, H. (2002), *Re-forming the state: the politics of privatization in Latin America and Europe*. Ann Arbor, University of Michigan Press.

SCHAPIRO, M. G. *Novos Parâmetros para Intervenção do Estado na Economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2009. 326 f. Dissertação (Tese em Direito) - Universidade de São Paulo, 2009.

SCHLICKLE, W. (2019) "EU pension policy and financialisation: purpose without powers?". *Journal of European Public Policy*, 26, 4: 23-41.

SILVA, M. S (2022). *Política financeira do arranjo institucional do financiamento à infraestrutura*. 46º Encontro Anual da ANPOCS.

SORIA e SILVA, S. *Inserção de classes: fundos de pensão e sindicalismo no Brasil*. 2011. 426f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2011.

STREECK, W. *Buying Time. The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*. London, Verso, 2014.

THELEN, K; STEINMO, S. "Historical Institutionalism in Comparative Politics" In. Steinmo, S; Thelen, K; Longstreth, F. (eds). *Structuring Politics. Historical Institutionalism in Comparative Analysis*. Cambridge. Cambridge University Press, 1994.

THELEN, K. (2001), "Varieties of labor politics in the developed democracies", in P. H. Soskice & P. A. Hall (eds.). *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford, Oxford University Press.

THELEN, K. (2012), "Varieties of capitalism: trajectories of liberalization and the new politics of social solidarity". *Annual Review of Political Science*, 15, 1:137–159.

THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. *Property sector financialization: the case of Swiss pension funds (1992-2005)*. *European Planning Studies*, v. 18, n. 2, p. 189-212, 2010. <https://doi.org/10.1080/09654310903491507>

TITMUS, R. *Essays on the Welfare State*. London, George Allen & Unwin, 1963.

TSEBELIS, G. (1999), "Veto players and law production in parliamentary democracies: an empirical analysis". *American Political Science Review*, 93, 3: 591-608.

VAN DER ZWAN, N. (2017), "Financialisation and the pension system: Lessons from the United States and the Netherlands". *Journal of Modern European History*, 15, 4: 554–78.

VEJA, 22/11/2018. Equipe de Paulo Guedes planeja fusão da Susep e Previc. Acesso em: 23/02/2023. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/radar/equipe-de-paulo-guedes-planeja-fusao-da-susep-e-previc/>

VIEIRA F.S; BENEVIDES R.P.S. Os impactos do Novo Regime Fiscal para o financiamento do Sistema Único de Saúde e para a efetivação do direito à saúde no Brasil Brasília: Ipea, 2016. (Nota Técnica, n. 28).

WEAVER, R. K e ROCKMAN, Bert A. (1993), "Assessing the Effects of Institutions" in "When and How Do Institutions Matter?" In R. Kent Weaver e Bert A. Rockman (eds.), *Do Institutions Matter?* Washington, D.C.: The Brookings Institution.

WIB, T. (2015), "Pension fund vulnerability to the financial market crisis: The role of trade unions". *European Journal of Industrial Relations*, 21, 2: 131–47.

ZANETTE, F. R. Os fundos de pensão e a cidade: o estudo de caso da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL, 17., 2017, São Paulo. Anais [...]. São Paulo: ENAMPUR, 2017. p. 2-15. Tema "Desenvolvimento, crise e resistência: quais os caminhos do Planejamento Urbano e Regional". Sessão Temática 3: "Produção e gestão do espaço urbano, metropolitano e regional".