



Da Segurança Social à financeirização das pensões de reforma

Dissertação de Mestrado, na área de especialização em Ciências Jurídico-Económicas,
apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, no âmbito do 2º ciclo de
Estudos em Direito, sob a orientação de José Manuel Gonçalves Santos Quelhas.

Marta Raquel Gouveia Coimbra

Coimbra, Outubro de 2014

Índice

Lista de abreviaturas.....	p. 6
Notas prévias.....	p. 7

Parte I – Pressupostos de análise

1. O modelo de pensões da Segurança Social.....	p. 13
1.1. Afirmação histórica.....	p. 13
• O modelo bismarckiano.....	p. 14
• O modelo beveridgiano.....	p. 15
• A consolidação de uma ideia de SS.....	p. 16
1.2. Método de financiamento: a lógica da repartição.....	p. 20
1.3. A SS em crise.....	p. 22
• Um problema de ‘insustentabilidade’.....	p. 24
1.4. Tendências reformistas.....	p. 25
• Planos nocionais.....	p. 27
• Gestão privada de pensões.....	p. 28
2. O modelo dos Fundos de Pensões.....	p. 31
2.1. Afirmação histórica.....	p. 31
2.1.1. O ideário neoliberal.....	p. 31
• O exemplo chileno.....	p. 34
• O exemplo inglês.....	p. 35
2.1.2. O impacto de uma política internacional.....	p. 36
• <i>Averting the Old Age Crisis</i>	p. 39
• Uniformização de padrões.....	p. 42
2.2. Método de financiamento: a figura dos fundos de pensões.....	p. 45
• Capitalização, planos privados e FP.....	p. 45

• Os fundos públicos.....	p. 47
• Os fundos de base profissional.....	p. 50
• Os fundos nos planos individuais de reforma.....	p. 52
2.3.A privatização em crise.....	p. 54
3. O caso português.....	p. 58
3.1.A história da SS portuguesa.....	p. 58
3.2.Caracterização geral.....	p. 60
• Enquadramento jurídico.....	p. 60
• Estrutura organizativa.....	p. 61
3.3.Gestão privada de pensões: uma lógica de complementaridade.....	p. 63
3.4.Atuais desafios.....	p. 66

Parte II – Ponderação de alternativas

1. A natureza da entidade prestadora: entre o público e o privado.....	p. 70
1.1.Fundamentos da intervenção pública.....	p. 70
• A ‘miopia’ individual.....	p. 71
• A seleção adversa.....	p. 72
• O risco moral.....	p. 74
• Intervenção e/ou ‘salvação’ pública.....	p. 75
1.2.Poupança e investimento.....	p. 77
• Poupança.....	p. 77
• Investimento.....	p. 79
1.3.Mercado de trabalho.....	p. 82
• O (des)incentivo ao trabalho.....	p. 82
• A dinâmica empresarial.....	p. 83
1.4.Custos.....	p. 85
• Encargos para o orçamento público.....	p. 85
• Custos operacionais.....	p. 89

• Custos de transição entre sistemas.....	p. 90
2. Método de financiamento: entre a repartição e a capitalização.....	p. 94
2.1.A evolução demográfica.....	p. 95
• A redução da natalidade.....	p. 97
• O aumento da esperança média de vida.....	p. 99
• Uma questão de produtividade.....	p. 100
2.2.Rendibilidade.....	p. 102
2.3.O problema da inflação.....	p. 106
2.4.O desenvolvimento dos mercados financeiros.....	p. 110
• Os FP como investidores institucionais.....	p. 114
• A inovação financeira.....	p. 117
• A internacionalização.....	p. 118
3. Garantias dos beneficiários: entre a promessa social e o direito contratual expreso.....	p. 121
3.1. Benefícios (in)definidos.....	p. 121
3.2. O risco político.....	p. 125
3.3. Justiça intergeracional.....	p. 127
3.4. Redistribuição e solidariedade.....	p. 132
 Reflexões finais.....	p. 137
Bibliografia citada.....	p. 140

Lista de abreviaturas

- AISS – Associação Internacional de Segurança Social
- Art. – Artigo
- APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios
- CRP – Constituição da República Portuguesa
- DL – Decreto-lei
- FEFSS – Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social
- FMI – Fundo Monetário Internacional
- FP – Fundo(s) de pensões
- ISP – Instituto de Seguros de Portugal
- LBSS – Lei de bases da Segurança Social
- NDC – *Notional-Defined Contribution plans* (planos nocionais de pensões)
- OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- OE – Orçamento de Estado
- OIT – Organização Internacional do Trabalho
- PPR – Plano Poupança Reforma
- RJFP – Regime Jurídico dos Fundos de Pensões (DL nº 12/2006, de 20 de Janeiro)
- SS – Segurança Social (em sentido estrito, sistema público de pensões de reforma)
- PAYGO – *pay-as-you-go* (sistema público de repartição)
- UE – União Europeia

Notas prévias

Ponto de partida

Em abstrato, qualquer modelo de pensões de reforma tem por base a ideia de gestão de rendimentos diferidos, operando uma distribuição intertemporal de receitas, isto é, ao longo da vida dos indivíduos. O que se pretende é, por isso, “*um mecanismo que permita transferir poder de compra no tempo (...) mediante o qual se cria uma disciplina de poupança dos rendimentos auferidos no período de actividade com vista ao financiamento do consumo na reforma*” (Murteira, 2011: 25).

Baseados numa lógica seguradora, os modelos de pensões preveem o pagamento de rendas regulares, a partir da data da verificação do evento correspondente ao risco social a que se dirigem, o ‘risco de velhice’ – risco este que afeta a situação económica dos indivíduos, por importar uma diminuição do rendimento, muitas vezes também associada a um acréscimo de despesa, no momento em que se atinge uma idade que inviabiliza a continuidade do exercício de uma atividade profissional. Trata-se, então, de uma externalização dos custos associados a um risco social muito particular, por pressupor um horizonte temporal especialmente longo.

Desta forma, o fim último das pensões de reforma será, não podemos esquecer, o de “*permitir que as pessoas mais velhas tenham um nível de vida digno e gozem de independência económica*” (COMISSÃO EUROPEIA, 2012: 9).

Originalmente, foram os Estados que assumiram esta responsabilidade, organizando sistemas de pagamento de prestações sociais a título de velhice, que integraram na construção da *Segurança Social*. Passadas algumas décadas, o mercado, com base nas debilidades que se foram apontando à *Segurança Social*, vem também reivindicar um papel ativo neste domínio. A partir desse momento, pode falar-se de uma verdadeira ‘financeirização’ das pensões de reforma, enquanto fenómeno que acrescenta, à função social de cobertura do risco de velhice, a função de rentabilização das poupanças acumuladas através do investimento financeiro.

Com base nesta configuração, adotamos uma dialética comparativa entre os dois grandes modelos de pensões tradicionalmente confrontados: o modelo da *Segurança Social*

(doravante, SS) e o modelo dos Fundos de Pensões (doravante, FP). Nestes termos, e de forma a privilegiar uma compreensão mais próxima das questões reais que o tema levanta, descuramos o rigor terminológico¹.

Com efeito, utilizamos a designação de SS para nos referirmos exclusivamente ao sistema público de Segurança Social, tutelado pelo Estado e distinto das alternativas apresentadas pelos privados². Paralelamente, utilizamos o conceito amplo de SS para designar apenas a componente das pensões de reforma. Isto é, no conjunto dos riscos sociais cobertos pelo sistema público focamos a nossa atenção nos desafios ligados ao risco de velhice.

Em contraponto, apresentamos os FP como uma realidade que se autonomiza dentro dos planos de pensões de índole privatística, mas que, de certa forma, se identifica com eles. Os FP são, como veremos, a ‘personagem principal’ deste enredo que se desenrola em torno do mercado privado de pensões de reforma.

Diagnóstico

Se o envelhecimento demográfico é, em geral, um dos grandes desafios sociais da nossa era, as pensões de reforma não representam desafio menor³. É de notar, aliás, que a substituição de rendimentos na velhice, nascida como uma questão iminente social, tem vindo a deslocar-se para o campo financeiro e até económico, o que intensifica a controvérsia em torno do tema.

Atualmente, a problemática das pensões de reforma integra as principais preocupações políticas que afetam o mundo desenvolvido em geral, e especialmente o espaço em que nos situamos – isto mesmo transparece dos inúmeros documentos oficiais que denunciam a urgência em encontrar soluções sustentáveis neste domínio.

¹ Acresce que os conceitos que aqui mobilizamos não são necessariamente universalizáveis, mas referem-se a um contexto específico de que implicitamente partimos, e que corresponde, primordialmente, ao espaço português, integrado na realidade europeia, e, mais amplamente, na generalidade do mundo desenvolvido.

² Seguimos a mesma regra terminológica que é apresentada, por exemplo, por Daniel SHAPIRO (2007: 151) ou Raquel VARELA (2013: 26). Esta última autora designa por SS o sistema público universal de proteção contra riscos sociais, excluindo do conceito todas as formas de previdência “focalizadas, isto é, dirigidas a sectores particulares”.

³ No conjunto dos países da OCDE, tem-se constatado que a pobreza atinge de forma bastante mais significativa o grupo dos idosos (OECD, 2013: 162 e 163). A este propósito, a OIT (ILO, 2014) denuncia a precária proteção social da velhice em termos globais, apontando para que quase metade da população mundial em idade elegível não aufera qualquer pensão de reforma. Daqui decorre a íntima conexão que tem sido estabelecida entre um sistema de pensões eficaz e o combate ao problema da pobreza na velhice.

Quanto aos sistemas públicos, os desequilíbrios demográficos, as contingências orçamentais dos Estados e o desemprego parecem constituir verdadeiras ameaças à sua continuidade. A verdade é que, no cômputo total da despesa social dos Estados, as pensões de reforma constituem, de longe, a parcela mais significativa, pelo que são o principal alvo da discussão em torno da sustentabilidade financeira da SS.

Por seu lado, o mercado privado de pensões saiu particularmente penalizado com a crise iniciada em 2008, na medida em que ficaram expostas as fragilidades dos investimentos financeiros, com quedas abruptas nas taxas de retorno, e natural prejuízo para todos os que confiaram ao mercado as suas poupanças, no sentido de assegurarem um rendimento de substituição no futuro.

Objetivos

Provada a relevância do tema, cabe-nos colaborar na reflexão a que um momento pós-crise naturalmente abre espaço, procurando perceber os moldes em que se trava a discussão em torno das pensões de reforma, no quadro dos constrangimentos económico-financeiros, demográficos e sociais que atualmente se colocam.

Para isso, propomo-nos discutir, em termos gerais, a viabilidade, quer do modelo público, quer do modelo privado de pensões, dissecando os argumentos que têm sustentado as escolhas a favor de cada um deles.

No fundo, trataremos de desmistificar os discursos que se têm popularizado sobre as concretas consequências de uma e outra opção, com o intuito de avançar algumas pistas para a questão de saber se a gestão privada de pensões representa uma alternativa real à SS ou se, na lógica inversa, é a SS que deve prevalecer sobre o modelo dos FP.

Todavia, tomando consciência do rigor científico que é exigido por um estudo desta natureza, cabe salientar que não nos propomos fixar caminhos ideológicos, mas antes avaliar os parâmetros técnicos, sob o ponto de vista económico-financeiro, jurídico e social, que informam as alternativas que aqui contrapomos. O propósito primordial será, então, o de promover a clareza na discussão sobre as pensões de reforma, alertando para a necessidade de não se confundir aquilo que está verdadeiramente em causa.

Percurso

Iniciamos o nosso estudo com um trajeto cronológico que liga o aparecimento dos primeiros sistemas de pensões de reforma aos últimos desenvolvimentos neste domínio, de forma a permitir uma contextualização do tema. De facto, importa perceber, desde logo, que as opções que foram sendo tomadas em matéria de pensões são produto de um contexto histórico determinado.

Assim, começamos por expor a conjuntura que permitiu a edificação da SS enquanto estrutura pública de proteção dos trabalhadores nos períodos de inatividade e, mais tarde, de todos os cidadãos, averiguando os fatores que determinaram a sua expansão no período que se seguiu à 2ª Guerra e antecedeu a crise económica dos anos setenta, para depois perceber o declínio deste projeto político, bem como as alternativas reformistas que atualmente se discutem.

Da mesma forma, ligamos a afirmação da ideologia neoliberal ao advento das propostas associadas à gestão privada de pensões, que prosperaram enquanto o sistema financeiro parecia ser uma alternativa verdadeiramente segura, mesmo para investimentos de tão longo prazo; neste quadro, exploramos a figura dos FP enquanto mecanismo de financiamento, por excelência, dos planos privados de pensões, a tal ponto que designamos a proposta de gestão privada como ‘modelo dos FP’.

A isto acrescentamos, por último, as especificidades trazidas pela experiência portuguesa.

Depois de diagnosticada a situação atual à luz dos factos históricos determinantes, discutimos, numa segunda parte, as alternativas em confronto, com base na comparação entre o modelo de pensões da SS e o modelo dos FP, conforme deixámos antever.

Ponderamos as vantagens e os inconvenientes relativos de cada uma das propostas, à luz das suas características estruturantes, e que passam por considerar: a natureza da entidade prestadora, o método de financiamento e as garantias dos beneficiários. Assim, prestamos atenção às controvérsias a que cada uma destas três notas caracterizadoras abre espaço, partindo dos argumentos tradicionalmente apresentados, para comparar um modelo de pensões público, financiado em repartição e assente numa promessa social a favor dos beneficiários (o modelo da SS), com um modelo privado, gerido em capitalização financeira e que confere aos aderentes um direito contratual expresso (o modelo dos FP).

Com efeito, exploramos as questões de saber: se é mais vantajosa uma gestão pública de pensões ou uma gestão privada; se é a técnica da repartição de rendimentos, ou, ao invés, a técnica da capitalização financeira, aquela que conduz a melhores resultados; se é uma expectativa gerada em torno de um contrato social tácito ou, pelo contrário, um direito contratualmente expresso, a fonte que garante maiores benefícios aos pensionistas. No âmbito de cada uma destas questões, evidenciamos aqueles que têm sido os pontos mais debatidos, decompondo os argumentos avançados pelos apologistas de cada um dos modelos.

Num momento final, apresentamos as reflexões a que o presente estudo naturalmente nos conduz.

Parte I

Pressupostos de análise

1. O modelo de pensões da Segurança Social

1.1. Afirmação histórica

A *Segurança Social*, tal como hoje a entendemos, é uma construção política relativamente recente, que se inscreve num quadro de prolongamento de outras práticas de índole familiar ou comunitária. De facto, a ideia de auxílio aos indivíduos em situação de carência não nasce com a imposição do modelo público, mas abrangeu, desde os primórdios, diversas formas de proteção social privada.

No período que, de acordo com Apelles CONCEIÇÃO (2008: 30-37), chamamos de pré-institucional (e que se estende desde a Antiguidade até finais do século XIX), os riscos sociais são essencialmente cobertos pela estrutura da família. Paralelamente, para aqueles que não podiam contar com a interajuda familiar, e na falta de um sistema organizado de proteção social, proliferavam os atos de solidarização espontânea no seio das pequenas comunidades, sobretudo por via da caridade religiosa e, mais tarde, por associações corporativas. Assentes em mecanismos de solidariedade informal, as primeiras experiências de proteção social nascem, assim, ligadas à ideia de reforço da unidade familiar, territorial ou de um determinado grupo.

No entanto, o processo de industrialização vem alterar a realidade sociológica, fazendo com que uma parte substancial da população abandone as pequenas comunidades rurais e se desloque para os novos centros urbanos. *“Uma das consequências da desagregação das antigas estruturas sociais de inserção dos indivíduos (nomeadamente, associações, grupos comunitários, redes familiares) e da mercantilização das relações individuais, por efeitos do desenvolvimento industrial, foi a de aumentar o grau de incertezas quanto à situação de protecção social dos indivíduos”* (MOZZICAFREDDO, 2002: 6). Com efeito, a precariedade das condições de vida e o enfraquecimento dos laços familiares e de vizinhança tornam-se condições favoráveis à institucionalização de um modelo centralizado de apoio social, que fosse capaz de responder às reivindicações de uma classe operária particularmente carenciada.

- *O modelo bismarckiano*

Desta forma, na década de oitenta do séc. XIX, na Alemanha, e pelas mãos do chanceler Otto von Bismarck, vem a ser introduzido o primeiro modelo de SS, sistematizado e organizado pelo poder público, de participação obrigatória, e que se consubstanciou numa resposta política para os problemas do mundo industrializado, atingido pela miséria. No ano de 1889, esta estrutura, que tinha dado os seus primeiros passos em matéria de acidentes de trabalho, alarga o seu âmbito de proteção ao risco de pobreza na velhice, passando a prever o pagamento de pensões a título de reforma (ROSANVALLON, 1984: 116 e ss.; MOZZICAFREDDO, 2002: 7). Filipe Carreira da SILVA (2013: 18) vê neste ‘embrião’ do que vem a ser a SS uma “*inovação administrativa e política comparável à introdução da democracia representativa*”.

Mais do que uma medida de boa vontade política, o aparecimento deste primeiro sistema organizado de SS foi resultado de uma reunião de fatores de ordem económica (a passagem de uma sociedade predominantemente agrícola para uma sociedade industrial, que leva ao aparecimento de um proletariado miserável) e ideológica (vivia-se o auge da difusão do pensamento socialista), que vieram a exigir um intervencionismo público apaziguador, no sentido de controlar a força social de uma classe operária revoltada face às degradadas condições de vida (MATIAS, 1999: 21; BRIGGS, 2000: 28-29; CAMPOS, 2000: 10; MOZZICAFREDDO, 2002; DUPEYROUX *et al.*, 2008: 22-25). Assim se percebe o surgimento da SS como uma verdadeira estratégia política, e não tanto como concretização de valores de solidariedade social⁴.

No entanto, esta primeira ideia de sistema de SS não se orientou por propósitos de universalização, mas nasceu exclusivamente dirigida aos cidadãos que integravam a categoria dos trabalhadores, aos quais passou a ser reconhecido um verdadeiro direito subjetivo à proteção social, “*estabelecido formalmente pelo Estado, com a garantia própria de todos os direitos sociais*” (NEVES, 1996: 150; SCHWARZ *et al.*, 2014: 15-17). Numa lógica de mutualismo obrigatório, o financiamento deste esquema ficou a cargo dos próprios trabalhadores e das entidades empregadoras, que partilhavam entre si, em partes

⁴ Destacamos, a este propósito, o enquadramento oferecido por Pierre ROSANVALLON (1984: 116): “desde o início do seu Governo, Bismarck viu-se confrontado com a força crescente do partido social-democrata. Travou uma vigorosa política de repressão, proibindo o partido em 1878, retirando os jornais e prendendo os seus chefes. Para compensar esta repressão, procurou desenvolver uma política social activa. «Os senhores democratas», dirá nas suas *Memórias*, «bem podem desaparecer quando o povo se aperceber de que os príncipes se preocupam com o seu bem-estar»”.

iguais, a obrigação de pagamento de quotizações proporcionais aos salários (ROSANVALLON, 1984: 117; PALIER e BOLONI, 1995: 672 e ss.). Destinava-se a garantir uma prestação compensatória da diminuição ou perda dos rendimentos do trabalho, em virtude da verificação de um risco social, designadamente, a doença, a invalidez, ou, o que mais nos interessa, a velhice.

Assim se começa a construir uma resposta pública aos riscos sociais que os cidadãos enfrentam, transferindo para a estrutura estadual (ou, mais precisamente, para as caixas previdenciais, mais ou menos autónomas face à organização geral do Estado) uma responsabilidade que antes estava a cargo das famílias e da sociedade civil.

A experiência germânica vem a ser seguida, desde logo, por países como a Dinamarca, a França ou a Bélgica (BRIGGS, 2000: 21).

Nas décadas subsequentes, e sobretudo no período que medeia entre as duas Grandes Guerras, os desenvolvimentos foram no sentido do reforço da proteção concedida, nomeadamente através do alargamento do universo de pessoas abrangidas, da participação financeira do Estado ou do aumento do valor das prestações a atribuir.

Como marcos históricos de destaque, temos as *leis soviéticas de 1918*, que vêm difundir o conceito de total estatização da SS, bem como o *Social Security Act* (1935), que, no contexto da política americana do *New Deal*, confere ao modelo uma componente solidária, com o intuito de atender às carências da camada da população mais desfavorecida. No mesmo sentido solidarista é ainda de referir a *legislação neozelandesa de 1938* (NEVES, 1996: 151-154; HUTEAU e LE BONT, 1997: 7; SILVA, 2013: 21 e 22).

- ***O modelo Beveridgiano***

Em consagração formal dos desenvolvimentos que se iam notando, o grande passo na evolução do sistema de SS vem a ser dado, ainda durante a 2ª Guerra, com a publicação do relatório redigido pelo inglês William Beveridge, *Social Insurance and Allied Services*, em 1942, após a vitória eleitoral do partido trabalhista. “Foi o primeiro documento a exprimir os grandes princípios da constituição do Estado-providência moderno. Se a expressão «segurança social» tinha sido oficialmente empregada pela primeira vez nos Estados Unidos, com a criação do *Social Security Act* por Roosevelt, em 1935, só com Beveridge esta expressão assumiu o sentido que hoje possui” (ROSANVALLON, 1984: 115).

Na tentativa de colmatar as falhas do modelo bismarckiano, que se mostrou insuficiente no combate à pobreza, Beveridge propunha a criação de um sistema de proteção social generalizado a todos os residentes no país (ou, pelo menos, àqueles que dele provassem necessitar), independentemente da existência de um vínculo laboral. De facto, enquanto o modelo bismarckiano se pautava essencialmente pelo propósito de garantir bons níveis de rendimento de substituição durante o período de inatividade, o objetivo central da proposta de Beveridge era o da irradicação da pobreza (HINRICHS, 2001: 80 e ss.).

Financiado diretamente pelo Estado, através das receitas dos impostos, este modelo pautava-se por critérios unificados e simples, numa lógica de tendencial uniformização dos montantes das prestações: uma quotização única abrange o conjunto dos riscos que podem causar privação do rendimento e as pensões não variam de acordo com as remunerações auferidas no passado. Ao nível da organização, seria uma estrutura centralizada, que pressupunha a existência de um serviço público único (ROSANVALLON, 1984: 115; PALIER e BOLONI, 1995: 672 e ss.; HINRICHS, 2001: 80 e ss.).

Pela amplitude da proposta, parece poder dizer-se que o Relatório constituiu a mais importante referência teórica ao serviço da difusão de um novo conceito de proteção social organizada, inicialmente entre os países anglo-saxónicos e nórdicos, mas que depois se estende também aos Estados de tradição jurídica romano-germânica (BRIGGS, 2000: 21; SILVA, 2013: 22). A sua popularidade não é difícil de explicar: numa Europa devastada pela Guerra, facilmente colhe adesão a ideia de que o Estado deve intervir no sentido de libertar os cidadãos da condição miserável a que o conflito os tinha sujeitado. A partir deste momento, a SS começa a afirmar-se como verdadeiro direito dos cidadãos, no sentido de que as garantias por ela instituídas devem chegar a todas as pessoas.

- ***A consolidação de uma ideia de SS***

Embora encontrem as suas raízes nos antecedentes históricos que descrevemos, e se integrem no conceito amplo de SS, os sistemas públicos de pensões de reforma só vêm a emergir, solidamente, após o deflagrar da 2ª Guerra Mundial, e ainda restritos ao panorama europeu (THANE, 1996: 290; MENDES, 2011: 37). O seu desenvolvimento beneficiou das particularidades do momento de reconstrução pós-Guerra, quer ao nível demográfico, pelas exponenciais taxas de natalidade então registadas (que imediatamente se traduziram num

rejuvenescimento da força de trabalho e num aumento mais do que proporcional da população ativa), quer ao nível económico, pelo rápido crescimento do produto. Por outro lado, são corolário de uma ideologia empenhada na construção de uma sociedade mais justa, na luta contra as desigualdades e na erradicação da pobreza.

A partir deste momento, começa a desenvolver-se uma ideia geral de SS, e de sistema de pensões em particular, que radica na convergência entre o conceito de seguro social enunciado por Bismarck, e o conceito de proteção social universal definido por Beveridge, no sentido de um progressivo reforço dos direitos concedidos⁵. Ou seja, procura-se conciliar a ideia de proteção da classe trabalhadora durante os períodos de inatividade com a ideia de proteção do cidadão enquanto membro de uma sociedade solidária. Assim se dá relevo, tanto a uma conceção laborista de inspiração bismarckiana, focada na substituição de rendimentos do trabalho perdidos, como a uma conceção beveridgiana, que se propõe garantir a todos os indivíduos um rendimento mínimo capaz de lhes assegurar uma existência condigna.

O mesmo é dizer que, a pouco e pouco, a lógica comutativa vai permitindo a introdução de mecanismos redistributivos, e a proteção social dos rendimentos profissionais começa a evoluir para uma política de universalização das prestações, perdendo-se a ideia de corresponsabilidade entre as contribuições pagas e as prestações que vêm a ser auferidas. Desta forma, não se protegem apenas os trabalhadores contra eventualidades futuras, mas qualquer pessoa que venha a enfrentar um risco social que a deixe em situação de vulnerabilidade económica. Quanto às fontes de financiamento, e de forma a salvaguardar também aquela camada da população que, embora sendo a mais

⁵ Como nos diz Ilídio das NEVES (1996: 157-158), “os sistemas bismarckianos esforçaram-se por acompanhar os sistemas beveridgianos na ideia de generalização, enquanto estes tentaram aproximar-se daqueles na perspectiva de alguma relação entre as prestações e os rendimentos do trabalho”.

Deve notar-se, porém, que estas duas conceções sempre mantiveram a sua relativa autonomia, quer ao nível ideológico, quer ao nível da representação geográfica. Neste sentido, veja-se ORENSTEIN (2008: 22), mas sobretudo HUTEAU e LE BONT (1997: 390): “l’Allemagne constitue le «berceau de la Sécurité sociale puisque, dès la fin du XIX^e siècle, le chancelier Bismarck y a créé le premier système d’assurances sociales. Ce système, basé sur l’idée de solidarité professionnelle, a été repris sous des formes diverses dans de nombreux autres pays. On trouve parmi ceux-ci la France, les Pays-Bas, l’Italie et à un degré moindre la Belgique. A la différence du modèle bismarckien, le système retenu par Lord Beveridge en 1942 met en oeuvre le principe de solidarité nationale. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, cette conception a prévalu au Royaume-Uni et dans plusieurs autres pays d’Europe, dont la Suède et le Danemark. Ce dualisme fonde encore aujourd’hui, dans une très large mesure, la distinction entre les deux principaux systèmes européens de Sécurité sociale”.

exposta aos riscos sociais, não possui capacidade contributiva, as contribuições sobre o trabalho vão sendo complementadas com impostos cobrados aos cidadãos em geral⁶.

Neste seguimento, e durante os *Trinta Gloriosos Anos*, que se seguiram à 2ª Guerra e antecederam a crise económica dos anos setenta, a SS sofreu uma notável expansão, que foi motivada, antes de mais, por razões políticas: a ideia de democracia estendia-se ao plano social como forma de banir as memórias dos regimes totalitários⁷.

Além disso, foi também preponderante a existência de um contexto especialmente favorável, determinado pelo crescimento económico contínuo, na época do pleno emprego, em que as taxas de crescimento médio das economias da OCDE andaram perto dos 5% ao ano (SILVA, 2013: 23). Paralelamente, registava-se um aumento relativo da população ativa, em resultado do elevado crescimento das taxas de natalidade nos anos anteriores (conhecido como o fenómeno *baby boom*) e, em muitos casos, das vagas de imigrantes (DUPEYROUX *et al.*, 2008: 38-39). Neste ambiente socioeconómico, em que é fácil angariar receitas para a sustentação financeira da SS, a atribuição de benefícios sociais acaba por se tornar uma opção politicamente simples.

Acresce ainda que, num momento de reafirmação das teorias keynesianas, a SS esteve na génese dos projetos de expansão económica através do estímulo da procura. Era vista como um meio privilegiado de transferência de rendimentos do Estado para a população, aumentando a propensão para o consumo e sustentando um ciclo em que a procura impulsiona a oferta e, por isso, o investimento e o desenvolvimento económico (MOZZICAFREDDO, 2002: 7 e ss.).

Assim, os Estados vão aumentando o investimento na política de proteção social, atribuindo mais benefícios a um número cada vez maior de pessoas, ao mesmo tempo que diminuem os períodos de carência (intervalo de tempo necessário à aquisição do direito ao recebimento de uma pensão) e flexibilizam as condições de acesso às prestações. Em

⁶ Sem desconsiderar que a consolidação das estruturas públicas de proteção social se traduziu numa referência comum aos vários Estados europeus, deve notar-se, contudo, que cada país acabou por desenvolver um sistema de SS com as suas especificidades, construído à luz de cada realidade nacional (MURTEIRA, 2011: 15-22).

⁷ Note-se que a construção do *Estado Social* se desenvolveu, também, muito por causa do amplo consenso dos cidadãos em torno deste projeto político, que parecia garantir uma espécie de ‘imunidade’ perante as rivalidades ideológicas que se vinham acentuando desde o pós-guerra. Neste sentido, veja-se SILVA (2013: 39): “uma parte considerável do eleitorado da Europa Ocidental não desejava nem uma solução de tipo liberal-capitalista, nem uma solução de tipo comunista, e parecia convencida de que a solução intermédia de um Estado Social podia conciliar o melhor dos dois mundos – uma economia de mercado (ou, pelo menos, não centralmente planificada) sem abrir mão da protecção social”.

concreto, no caso das pensões recebidas a título de reforma, a tendência foi a de aproximação aos salários auferidos durante o período de atividade, por forma a assegurar a manutenção do nível de vida dos cidadãos durante a velhice. Para isto concorrem também as melhorias conseguidas ao nível da qualidade de vida da população em geral, e que vêm exigir níveis de proteção mais elevados no momento em que se verificam os riscos sociais (MENDES, 2005: 247-251; MURTEIRA, 2011: 20-22; SILVA, 2013; SCHWARZ *et al.*, 2014: 18).

Assim se construía um sistema progressivamente mais ambicioso, em que se ia ultrapassando o objetivo inicial de irradicação da pobreza, exigindo-se, por isso, um esforço financeiro cada vez mais significativo.

Importa ainda notar que estes desenvolvimentos fáticos foram, desde o início, acompanhados por consagrações legislativas, quer no plano internacional quer ao nível de cada ordenamento jurídico, sendo vários os diplomas que vêm reconhecer o direito à segurança social como garantia fundamental dos cidadãos – no fundo, fixou-se o direito a receber uma prestação do Estado em caso de ocorrência de determinado risco social, ou seja, de uma eventualidade que deixe alguns indivíduos em desfavor económico relativamente aos outros membros da sociedade.

O primeiro instrumento jurídico através do qual a comunidade internacional assumiu o compromisso de universalizar a SS foi a *Declaração de Filadélfia*, adotada pela OIT em 1944. Depois deste impulso inicial, o direito à segurança social vem também a ser consagrado na *Declaração Universal dos Direitos Humanos* (art. 22º), no *Pacto Internacional de Direitos Económicos, Sociais e Culturais* (art. 9º), e ainda na *Convenção nº 102 da OIT*, que fixa os padrões mínimos de proteção social que devem ser garantidos pelos Estados.

Ao nível europeu, destacamos as concessões feitas pela *Carta Social Europeia* de 1996 (art. 12º), pelos artigos 9º e 153º do *Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia*, mas, sobretudo, pela *Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia* (art. 34º), aprovada em 2000 e vinculativa, tanto dos vários Estados-membros, como das instâncias comunitárias (MARTINS, 2013: 176-182).

1.2. Método de financiamento: a lógica da repartição

A SS nasce, por natureza, ligada à ideia de repartição de rendimentos, em que os trabalhadores atuais (e as empresas atuais) pagam as reformas dos pensionistas atuais, esperando que as suas venham a ser pagas pela geração mais nova, que constituirá a população ativa do futuro. Assenta, por isso, num princípio de solidariedade entre as sucessivas gerações⁸.

Nesta redistribuição de rendimentos em formato interindividual, o Estado toma o papel de organizador das transferências operadas entre duas parcelas da população: o pagamento das pensões de reforma aos idosos baseia-se numa promessa assumida pelo poder público e concretizada através de receitas fornecidas pela parcela da população em atividade. Trata-se de um modelo organizado financeiramente de acordo com o método da repartição; no inglês, um modelo *pay-as-you-go* (PAYGO).

A este método de financiamento em repartição opõe-se o método da capitalização financeira, que pressupõe a acumulação de capital durante a vida ativa, rentabilizado através do investimento financeiro. Como tal, ao montante das contribuições feitas por cada indivíduo ao longo do período ativo é adicionado o retorno das aplicações efetuadas, com o intuito de financiar, no futuro, a pensão de reforma. Este sistema de acumulação e rentabilização de ativos para posterior pagamento de reformas assenta, assim, numa política de autoproteção, em que cada contribuinte constitui provisões para acautelar as suas próprias necessidades a partir do momento da aposentação, ao invés de contribuir solidariamente para o pagamento de prestações à generalidade dos pensionistas⁹.

⁸ Em rigor, a obrigação de sustentar financeiramente o sistema de SS recai sobre os trabalhadores e respetivas entidades empregadoras apenas no caso de termos em mente um modelo de tipo bismarckiano; se, pelo contrário, pensarmos na estrutura proposta por Beveridge, devemos falar em ‘contribuintes’, já que as receitas orçamentais da SS não se traduzem numa taxa aplicada sobre o trabalho, mas num imposto cobrado à generalidade dos cidadãos, conforme enunciámos.

⁹ Sobre a distinção entre sistemas de repartição e sistemas de capitalização, veja-se, por todos, SULLIVAN (2005: 7): “pension schemes are financed on either a funded or a pay-as-you-go (PAYG) basis. Contributions to funded schemes accumulate in a fund which is invested in a range of financial assets – company shares, government and commercial bonds, property, etc. The pensions these schemes provide are paid from members’ accumulated contributions and investment returns. Contributions to PAYG schemes do not accumulate in a fund. Instead, the pensions these schemes provide are financed directly from contributions. (...) A key distinction between funding and PAYG is that those who contribute to funded schemes pay for their own pensions, whereas contributors to PAYG schemes pay someone else’s pension”.

Ora, é precisamente a ideia de capitalização das contribuições recebidas que vai estar ao serviço dos esquemas privados de pensões, no âmbito dos quais operam os FP, como adiante desenvolveremos.

Quanto a este ponto, é importante notar que o pós-Guerra trouxe consigo um ambiente propício à afirmação da lógica da repartição de rendimentos entre gerações. Por um lado, a crise dos anos 30 tinha mostrado que o investimento financeiro não era uma escolha segura. Por outro, a expansão das propostas keynesianas aconselhava à transferência de receitas como forma de estimular o consumo e a procura, para sustentar a produção e o crescimento económico; ao mesmo tempo, as baixas taxas de juro praticadas não se mostravam favoráveis à acumulação de capitais. Por último, a perceção sobre a evolução demográfica tinha-se alterado substancialmente com o episódio do *baby boom*, conduzindo a previsões otimistas, no sentido de que o ritmo de crescimento da população assegurava que os jovens seriam sempre em número suficiente para conseguir sustentar o grupo dos idosos (HUTEAU e LE BONT, 1997: 302; CESARATTO, 2005: 305; IMMERGUT e ANDERSON, 2007: 2). Assim, no momento em que os sistemas públicos de pensões se afirmam, parece ser esta a única opção de financiamento verdadeiramente coerente.

Mais tarde, porém, foi-se fazendo sentir a necessidade de flexibilizar o método de financiamento dos esquemas públicos de pensões, até porque, em rigor, a natureza pública de um esquema de pensões não exige que o seu financiamento se faça de acordo com as regras da repartição. Em resultado dos constrangimentos financeiros, que apresentaremos no ponto seguinte, os Estados foram integrando o método de capitalização, em maior ou menor dimensão, nas suas estruturas de SS, tradicionalmente geridas em repartição¹⁰.

Ainda assim, esta atenuante não é suficiente para descaracterizar a SS enquanto organização pautada pela ideia de repartição intergeracional de rendimentos: o conceito de SS (ou, pelo menos, o conceito de SS que aqui mobilizamos) continua a pressupor uma transferência de rendimentos dos trabalhadores ativos para os pensionistas, isto é, um modelo PAYGO ou de repartição.

¹⁰ Isto mesmo pode deduzir-se das conclusões oficiais apresentadas pela OCDE: “half of OECD countries have also built up public pension reserves to help pay for state pensions. For these countries, total public pension reserves were worth nearly 19% of GDP” (OECD, 2013: 194). Na comprovação desta tendência, destaca-se o fundo de pensões do governo da Noruega, considerado o maior fundo soberano do mundo.

1.3. A SS em crise

Não obstante os progressos a que fizemos referência, a partir da década de oitenta, as estruturas de SS começam a dar sinais de forte debilidade financeira, tanto por via do aumento da despesa com o pagamento de prestações, como da diminuição da base contributiva e, por isso, das receitas orçamentais.

Se esta pressão financeira resulta, por um lado, da generalização e reforço dos benefícios concedidos é, por outro, consequência de uma conjuntura adversa. De facto, não podemos deixar de notar que as condições presentes no momento em que a SS foi edificada (isto é, o contínuo crescimento económico e demográfico), e que foram pressuposto da sua sustentação financeira, não mais se voltaram a verificar – *“a prosperidade dos anos 50 e 60 contrasta quer com o que se havia passado no período entre guerras, quer com o que vem a acontecer após 1973. O pós-guerra emerge assim como um período de excepção, com um conjunto de condições sociais, económicas e políticas dificilmente reproduzível”* (SILVA, 2013: 24)¹¹.

Desde logo, a estrutura etária da população tem vindo a modificar-se substancialmente, no sentido de um acelerado envelhecimento populacional. No que às pensões de reforma concretamente diz respeito, esta tendência faz com que o número de cidadãos economicamente dependentes das prestações públicas cresça de forma muito significativa, perspetivando-se um agravamento da situação com o passar dos anos. Veja-se, por exemplo, a conjectura apresentada pela Comissão Europeia: *“over the next 30 years or so the population of working age is expected to shrink at the rate of between 1 and 1.5 million each year. In parallel, the number of people aged 60 and over is expected to increase at the rate of about 2 million each year. This will transform the balance of the population between older and younger people to an extent that is without precedent. There are no historical examples of age distributions where the oldest age groups are bigger than youngest”* (EUROPEAN COMMISSION, 2012: 9).

Por outro lado, provou-se que as finanças estaduais não eram imunes às crises económicas, o que veio a notar-se com as quebras no produto após os choques petrolíferos da década de setenta. Além do decréscimo das receitas contributivas, o flagelo do

¹¹ Como concluem HUTEAU e LE BONT (1997: 297): *“avec l’arrivée progressive à maturité de ces regimes, des déséquilibres financiers apparaissent qui mettent en évidence la difficulté d’assurer, dans un contexte économique moins favorable que lors de la phase de montée en charge, les avantages accordés dans de passé”*.

desemprego veio ainda provocar um aumento dos encargos com o pagamento de subsídios¹².

No fundo, podemos dizer que os efeitos adversos das tendências económicas e demográficas se fizeram sentir por duas vias. Por um lado, diminuiu o tempo de vida contributiva individual e aumentou o tempo de recebimento de prestações. Em média, cada cidadão passou a ser contribuinte do sistema de SS durante menos anos, em consequência da entrada mais tardia para o mercado de trabalho e do aumento do desemprego (MOZZICAFREDDO, 2002: 48). Paralelamente, passou a ser beneficiário durante mais anos, um pouco por causa do acesso mais frequente a reformas antecipadas, mas essencialmente em virtude do exponencial aumento da esperança média de vida – de facto, os anos que as pessoas passaram a viver a mais corresponderam essencialmente a anos de inatividade, e não a anos de vida contributiva.

Por outro lado, acentuou-se o desequilíbrio entre população ativa e inativa, isto é, o número total de contribuintes começou a ficar cada vez mais aquém do número total de beneficiários. Para isto foi determinante, não só o aumento da esperança média de vida, mas também a quebra abrupta na evolução do número de nascimentos. Conforme constata Filipe Carreira da SILVA (2013: 38) *“assiste-se simultaneamente a uma diminuição progressiva e significativa das taxas de fertilidade. Entre 1960 e 1980, as taxas de fertilidade nas mulheres entre os 15 e os 44 anos de idade nos países da OCDE desceram de 2,88 filhos por mulher para 1,87, encontrando-se hoje em dia nos 1,74”*.

Tudo isto concorre, como se deduz, para um galopante aumento dos encargos da SS, entre os quais se destaca largamente o pagamento de pensões de reforma. De acordo

¹² Em alguns casos, as elevadas taxas de desemprego exigiram ainda que a SS fosse instrumentalizada à dinamização do mercado de trabalho, com base em medidas como a redução ou isenção do pagamento de quotizações por parte das entidades empregadoras (DUPEYROUX *et al.*, 2008: 52-53).

Quanto a este ponto, e focada no exemplo português, Raquel VARELA (2013) denuncia a utilização de receitas que deviam estar reservadas ao pagamento de pensões de reforma na resposta ao problema do desemprego. Para a autora, é essa confusão entre problemas sociais distintos, no seio de uma mesma organização, que vem lançar o mito de que o sistema público de pensões de reforma é, de *per si*, insustentável, quando, na verdade, são as elevadas taxas de desemprego que deterioram as contas da SS. Mas, mais do que isso, fala numa verdadeira “descapitalização” da SS, “ora porque os trabalhadores precarizados descontam cada vez menos, ora porque as empresas não pagam de acordo com a riqueza produzida (que aumenta com a introdução de novas máquinas e despedimento de trabalhadores), ora porque estas reestruturações foram feitas com recurso aos fundos da segurança social nas várias modalidades [subsídios de desemprego, isenção de contribuições para as empresas, pagamento dos *lay-offs*]” (74-75). Com isto, a autora reduz as debilidades orçamentais da SS às políticas seguidas em torno das relações laborais.

com dados da OCDE, a despesa com pensões de velhice aumentou, em média, 27% mais do que o produto, entre 1990 e 2009, nos países que compõem esta organização (OECD, 2013: 170). Precisamente por constituírem a parcela mais significativa dos orçamentos da SS, as pensões atribuídas a título de reforma têm vindo a ser o centro das atenções dos decisores políticos quando se fala na necessidade de reestruturação do sistema. Desta forma, e em sentido estrito, a ‘crise da SS’ identifica-se, podemos dizê-lo, com uma ‘crise das pensões de reforma’.

- ***Um problema de ‘insustentabilidade’***

Perante este condicionalismo, e passadas apenas umas dezenas de anos sobre a sua implementação, o sistema de SS começa a ser visto como dificilmente suportável por orçamentos públicos cada vez mais fragilizados (THOMPSON, 1998: 1; JAMES, 2000).

Por isso se fala, recorrentemente, de uma ideia de insustentabilidade financeira da SS ou, em particular, dos sistemas públicos de pensões de reforma¹³.

“A questão da sustentabilidade financeira dos sistemas de segurança social tem a ver com a capacidade de, através do tempo, o sistema gerar, com os regimes contributivos vigentes, receitas suficientes para financiar os compromissos assumidos. O indicador de sustentabilidade mais utilizado é a dívida implícita do sistema como fracção do PIB. Esta dívida mede, por um período de tempo determinado, o valor actualizado do fluxo de contribuições futuras necessárias para, com as contribuições correntes, financiar as obrigações futuras” (CAMPOS, 2000: 104 e ss.).

Neste quadro, os esquemas públicos de repartição têm sido acusados de caminharem no sentido de um colapso financeiro, à medida que se introduzem novas variáveis demográficas e económicas (SHAPIRO, 2007: 153).

No entanto, trata-se de um raciocínio que se presta a alguns reparos.

Convém lembrar, desde logo, que a SS tem uma estrutura deficitária por natureza: quando inicia o seu funcionamento, conta apenas com uma geração de contribuintes, mas assume compromissos perante duas gerações: a dos pensionistas que existem naquele

¹³ Surgido nos anos 80 por referência a questões ambientais, o conceito de *sustentabilidade* é aplicado, a partir da década seguinte, aos desafios orçamentais que se colocam às finanças públicas; dentro do quadro geral das contas dos Estados, tem sido o segmento da SS a provocar maior debate em torno desta ideia de gestão sustentável (MATTIL, 2006: 16-17).

momento e a dos trabalhadores que serão os pensionistas do futuro. Por isso, não pode contar, em cada momento, com receitas suficientes para fazer face aos encargos assumidos perante o total de beneficiários, atuais e futuros.

Na medida em que o financiamento por repartição assenta numa ‘expectativa’ de receitas futuras, provenientes do esforço de contribuintes que se espera virem a existir, nunca pode avaliar-se a sua sustentabilidade num determinado período sem se considerar o período seguinte. Assim, se um sistema PAYGO (mesmo pensando num sistema que apresenta equilíbrio orçamental) terminasse abruptamente, as reservas existentes apenas permitiriam assegurar as reformas em pagamento, mas não seriam suficientes para fazer face aos encargos com os futuros pensionistas, que estariam dependentes das contribuições da geração seguinte.

Como tal, estamos perante uma apreciação assente, invariavelmente, em juízos de prognose, que são sempre, de certa forma, manipuláveis. De acordo com Juha ALHO *et al.* (2006: 96), as políticas seguidas no domínio das pensões têm por base projeções em domínios específicos como a demografia, a produtividade ou a evolução das taxas de juro, mas desconsideram uma visão global e realista que abranja os vários cenários possíveis. Ou seja, restringem-se à análise das variáveis de influência direta e dão como certas determinadas previsões que o futuro nem sempre confirma.

No entanto, esta atenuante não é suficiente para que possamos ignorar os desafios orçamentais que atualmente se colocam à SS. Mais do que maus desempenhos económicos, que são contrabalançados com períodos de crescimento, os desequilíbrios demográficos têm sido unanimemente reconhecidos como uma debilidade estrutural que afeta, e irá continuar a afetar, os sistemas públicos de pensões.

1.4. Tendências reformistas

Neste contexto de crise, que se tem vindo a acentuar a partir dos anos oitenta, a tendência de expansão da SS inverteu-se, até porque, se as prestações sociais representam uma parcela substancial da despesa dos Estados, constituem, também por isso, um campo privilegiado para levar a cabo medidas de contenção de custos. Para os países integrados no mercado europeu, a pressão no sentido da redução dos encargos sociais acentuou-se

com a imposição de limites concretos para o défice e a dívida pública, materializados no Pacto de Estabilidade e Crescimento (SILVA, 2013: 49).

O objetivo comum tem sido o de evitar o colapso financeiro da estrutura da SS, atuando no sentido da redução da despesa pública; no entanto, registam-se divergências quanto às estratégias adotadas.

No fundo, e adotando a terminologia que se tem firmado, as reformas públicas tendentes à defesa da sustentabilidade financeira da SS pressupõem uma escolha entre medidas de natureza sistémica e medidas de natureza paramétrica. As medidas de natureza sistémica envolvem alterações estruturantes que contendem com o modelo social do país, enquanto que as medidas de natureza paramétrica passam apenas por adaptações de algumas das componentes do sistema a novos condicionalismos, traduzindo-se, ou em cortes nos benefícios a auferir pelos pensionistas, ou em agravamentos no esforço contributivo exigido à população ativa (WORLD BANK, 2005; RODRIGUES e PEREIRA, 2007; CABRAL, 2013).

Ao nível das reformas paramétricas, os decisores políticos têm apostado, essencialmente, em quatro vetores: aumento progressivo da idade da reforma; aumento da duração do período de contribuição mínima; diminuição do montante das pensões; incremento das transferências financeiras dos orçamentos de Estado, numa ideia de diversificação das fontes de financiamento (HUTEAU e LE BONT, 1997: 297-301). De acordo com Nicholas BARR (2002), trata-se de, consoante a orientação política, escolher um grupo-alvo para suportar os custos associados à pressão financeira da SS, que pode ser o dos reformados (através da redução de benefícios), o dos trabalhadores (pelo aumento das contribuições para o sistema), ou o dos futuros contribuintes (no caso de se colmatarem os défices com empréstimos públicos).

No quadro das reformas sistémicas, que implicam uma discussão em torno das bases estruturais do sistema, destacamos, fundamentalmente, dois caminhos. O primeiro é o da modificação das características tradicionais da SS no sentido de se constituírem planos nocionais. O segundo, que nos prende a atenção ao longo de todo este estudo, é o de abrir espaço à gestão privada de pensões, numa lógica de capitalização financeira.

- ***Planos nocionais***

Um plano nocional de pensões (do inglês *Notional Defined-Contribution plan*, ou, abreviadamente, NDC) traduz-se num esquema que, sem deixar de ter natureza pública, prevê a existência de contas individuais integradas pelo valor das contribuições feitas por cada cidadão durante a sua vida ativa¹⁴.

Porém, não há nas contas individuais qualquer capital acumulado: trata-se de uma lógica financeira meramente virtual, na medida em que as pensões continuam a ser pagas com as receitas correntes, isto é, de acordo com um método de repartição. “*Na data da passagem à reforma, o valor do saldo acumulado na conta individual é convertido numa anuidade, obedecendo a uma regra de cálculo actuarial: o valor esperado das prestações a pagar no período da reforma (tendo em conta a esperança média de vida restante de cada geração na idade da passagem à reforma) deverá igualar o valor actual acumulado na conta nocional. Assim, se ocorrer uma elevação da esperança de vida, este mecanismo induz o indivíduo a prolongar o período de actividade para poder elevar o nível da sua pensão*” (MURTEIRA, 2011: 57).

Assim se favorece a corresponsabilidade entre as contribuições pagas e as prestações recebidas, determinadas pela aplicação da técnica actuarial, que considera a evolução das taxas de juro e a esperança média de vida para cada geração, e torna a estrutura de financiamento do sistema mais explícita e transparente (RUTKOWSKI, 2004: 322).

Porque se trata de um modelo híbrido, assente numa lógica patrimonial mas sem verdadeira acumulação financeira, a taxa de retorno, embora ligada às contribuições realizadas, não tem de ser calculada com base nos parâmetros de mercado. No fundo, estamos perante um mecanismo de capitalização fictícia em regime de repartição.

Como as modificações registadas na duração da esperança média de vida são automaticamente computadas no cálculo das pensões a atribuir, esta parece ser uma solução atrativa do ponto de vista político, já que imuniza os governos da contestação associada à necessidade de empreender cortes nos benefícios futuros. Como escrevem

¹⁴ Este modelo começou a ser acolhido na década de 90, em países como a Suécia (1994), a Itália (1995), a Letónia (1996) e a Polónia (1999). Nos anos mais recentes tem vindo a popularizar-se, quer entre os estudiosos da matéria das pensões (veja-se, nomeadamente, HOLZMANN (2006), que apresenta os planos nocionais enquanto solução central para a reforma das pensões no espaço europeu), quer entre as entidades oficiais (é de notar, a título de exemplo, que, em 2006, o Banco Mundial patrocinou uma publicação de quase 700 páginas exclusivamente dedicada ao tema, intitulada *Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes*). Também em Portugal já se fazem ouvir os discursos entusiastas desta proposta reformista – a APFIPP (2012) prevê expressamente uma “capitalização virtual das contribuições” realizadas dentro da componente pública do sistema.

Sarah M. BROOKS e R. Kent WEAVER (2006: 375): *“for politicians, NDC plans combine an aura of fairness (in relating contributions to benefits) that can be explained to voters, as well as the prospect that those politicians will in the future be spared from dealing with politically painful benefit cutbacks and payroll tax increases”*.

Com efeito, os planos nocionais têm vindo a ser apresentados como uma via reformista no quadro da SS. Neste sentido escreve Michat RUTKOWSKI (2004: 324): *“reforming along NDC lines is quite likely the best way to restructure the typical unfunded DB scheme within a multi-pillar structure, if it is done well”*.

Há, porém, quem os considere apenas um ‘estado intermédio’ no caminho da privatização, na medida em que dão maior visibilidade aos constrangimentos orçamentais que afetam os esquemas PAYGO. A este propósito, veja-se BÖRSCH-SUPAN (2006: 50): *“an NDC system changes the rhetoric of pension systems. It makes people think in terms of accounts rather than entitlements and thus may make the transition to partial funding psychologically easier. Moreover, by exposing the dwindling balance of first pillar pensions, it may actually create incentives to save in the second and third pillar”*. Na mesma linha, ORENSTEIN (2008) encara os planos nocionais como uma proposta secundária das entidades internacionais, na linha da política de privatização, para os países ainda sem estruturas políticas e administrativas capazes de acolher os esquemas privados na sua configuração tradicional.

- ***Gestão privada de pensões***

Não obstante, a proposta de maior destaque no quadro de uma verdadeira reformulação da SS vai no sentido de as pensões de reforma passarem a ser geridas por entidades privadas com interesse no investimento das poupanças individuais. Em rigor, já não se trata de um meio de viabilização do sistema público, mas antes de um caminho alternativo, assente em mecanismos substitutivos, total ou parcialmente, das pensões pagas pelo Estado.

Este conceito de privatização da SS pode ser entendido num sentido amplo, já que é possível falar em privatização total ou parcial, tal como em modelos de privatização que coexistem com as prestações públicas, por oposição aos modelos que se querem substitutivos dessas mesmas prestações. Por outro lado, complementa-se com a noção de ‘privatização passiva’, traduzida na tomada de medidas que, embora não se

consubstanciem numa transferência direta da administração das pensões para entidades privadas, facilitam o processo de privatização por via da redução das pensões públicas; desta forma se estimula a procura de alternativas à SS por parte dos cidadãos¹⁵. Na linha de reflexão deixada por Gomes CANOTILHO e Vital MOREIRA (2007: 815), “*naturalmente, a propensão [dos cidadãos] para complementar o sistema público com esquemas complementares particulares facultativos será tanto maior quanto menos satisfatório for o sistema público*”.

Com efeito, e a partir da década de oitenta, a gestão privada de pensões de reforma começa a ser apresentada como uma verdadeira solução para os problemas diagnosticados na SS, numa lógica de radicalização das medidas reformistas. Conforme nos diz Yuichi SHIONOYA (2005: 289), “*from the viewpoint of efficiency, it is due to market failure that particular services are left to the government, but it is due to government failure that privatization becomes a political issue*”.

A ideia é, no fundo, a da progressiva construção de um sistema de proteção social imune aos riscos que ditaram a exaustão do modelo público, e que passa pela atribuição de responsabilidades ao sector privado na cobertura do risco social de velhice. Desenvolve-se, por isso, um mercado de produtos financeiros com fins previdenciais, numa ideia de substituição ou, no mínimo, de complementaridade com as pensões atribuídas pelo Estado, e que começa a ser percebido como uma opção para os cidadãos preocupados em garantir os seus rendimentos durante a velhice.

Como sustenta Fernando Ribeiro MENDES (2011: 98), “*o impacto psicológico das controvérsias políticas dos últimos 20-30 anos sobre a sustentabilidade das pensões e as medidas efectivas de duas gerações de reforma dos sistemas públicos combinam-se com a pressão comercial dos produtos de poupança-reforma disponibilizados nos mercados e os renovados alarmes jornalísticos sobre a insolvência da segurança social*”¹⁶.

¹⁵ Baseamos este conceito na definição alargada de ‘privatização das pensões’ que nos é dada por ORENSTEIN (2008: 14): “more broadly, the term “pension privatization” or “the new pension reforms” refers to a range of policy changes that apply neoliberal principles of individualism over collectivism and reliance on private markets over public management in pension provision”.

A mesma ideia é também trabalhada por autores como Paul BRIDGEN e Traute MEYER (2007: 223-226), que introduzem o conceito de ‘privatização passiva’ para designar a política de cortes seguida pelo sector público, sem que seja necessariamente compensada por incentivos à participação em planos privados. No mesmo sentido, veja-se ainda MURTEIRA (2013: 182): “a privatização pode ser induzida através da imposição de cortes no valor das pensões garantidas pelos sistemas públicos”.

¹⁶ Quanto a este ponto, leia-se também MARQUES (2006: 96): “o enfraquecimento do sistema público em regime de repartição esteve articulado, de um modo directo ou indirecto, com o maior papel dos dispositivos

Porque implicam uma rutura com o próprio conceito de SS, as propostas em torno da privatização das pensões de reforma têm dominado o debate político e suscitado controvérsias na comunidade científica e até na opinião pública.

Ora, esta alternativa de gestão privada de pensões, por oposição ao modelo de SS que atrás descrevemos, constitui o âmago da discussão que, daqui em diante, nos ocupará.

de capitalização. De um modo directo, através da promoção de instrumentos de capitalização. De um modo indirecto, na medida em que a redução da taxa de substituição das pensões públicas em regime de repartição incentiva a procura de instrumentos alternativos para compensar ou mitigar as perdas verificadas. Houve assim uma abertura ao capital financeiro, ainda que com variações nacionais importantes”.

2. O modelo dos Fundos de Pensões

2.1. Afirmação histórica

2.1.1. O ideário neoliberal

O consenso político alcançado no pós-guerra em torno da ideia de *Estado Social*, que permitiu a consolidação dos sistemas públicos de pensões, começa, a partir dos anos oitenta, a ser alvo de duras críticas, edificadas sobre os princípios do neoliberalismo, corrente ideológica que enfatiza a racionalidade do funcionamento dos mercados e difunde a crença de que ela conduz a um crescimento económico contínuo.

De vítima de uma crise, a SS passa a ser vista, com a doutrina neoliberal, como causa dessa mesma crise (PALIER e BOLONI, 1995: 678). Em particular, os esquemas públicos de pensões são rotulados como símbolo maior dos governos despesistas da segunda metade do séc. XX, considerando-se esse despesismo especialmente irresponsável, por não se traduzir em dívida pública explícita, mas numa responsabilidade futura ocultada dos orçamentos públicos (DORNBUSCH, 1999).

Paralelamente, as vozes do neoliberalismo sustentam que a SS, ao conceder um excesso de direitos aos cidadãos, funcionaria como um desincentivo ao trabalho e à poupança. “*O Estado-Providência, na óptica neoliberal, havia provocado um aumento irrealista e insustentável das expectativas das populações quanto àquilo a que tinham direito, sobretudo em matéria de prestações e apoios sociais. Os direitos sociais haviam-se tornado fontes de descontentamento popular e de exigências políticas que estavam a minar a própria democracia representativa, em parte devido a estas crescentes expectativas sociais, em parte devido ao uso político que delas era feito por sindicatos, grupos de interesse e partidos de esquerda. As dificuldades em conciliar a sustentabilidade económico-financeira com a democracia eram, neste quadro, preocupantes e exigiam uma mudança política de fundo*” (SILVA, 2013: 26). Inverter a tendência política seria, então, uma forma de travar as reivindicações por parte de uma população que exigia cada vez mais do Estado.

Por outro lado, os neoliberais assumem que a estrutura da SS, baseada na lógica das transferências correntes de rendimento, compromete a acumulação de capital e, por isso, o desenvolvimento económico.

Como tal, defendem que também o domínio da proteção social à velhice se deveria abrir à iniciativa privada, criando condições para que os mercados financeiros operassem no sentido de rentabilizar as poupanças individuais e garantir melhores rendimentos aos pensionistas; contestam, por isso, as atitudes paternalistas do Estado, ao querer impor aos seus cidadãos um modelo de pensões ineficiente e altamente restritivo da liberdade de escolha de cada indivíduo.

“Considerando os descontos obrigatórios para a segurança social um atentado contra a liberdade individual, os neoliberais sustentam que esse atentado é tanto mais grave e intolerável quanto é certo que, na sua perspectiva, o objectivo que se pretende alcançar ficará melhor acautelado (com menores custos financeiros e menores custos sociais) se cada pessoa (ou cada família) o assumir, como responsabilidade própria, tomando, em conformidade, as medidas adequadas” (NUNES, 2010: 146).

Desta forma, o neoliberalismo vem afirmar a superioridade do investimento financeiro contra a SS, e das escolhas pessoais de cada cidadão contra as políticas de proteção social impostas pelo Estado, *“na base de um cálculo custo-vantagens”*, mostrando que o mercado *“assegura em todos os casos uma melhor conjugação dos imperativos de eficácia e justiça”* (ROSANVALLON, 1984: 51).

No fundo, a crise da SS é posta ao serviço de um discurso que vê a ineficiência da gestão pública das pensões de reforma como pressuposto da emergência de um modelo de gestão privada, transferindo uma responsabilidade que nasceu associada ao Estado para o livre jogo da economia (IMMERGUT e ANDERSON, 2007: 21)¹⁷.

Em síntese, podemos dizer que, enquanto a SS foi produto de uma conceção de Estado paternalista, que fomentou os laços de solidariedade entre os cidadãos, a política de privatização enfatiza as virtudes da responsabilidade individual na resposta ao risco de velhice. Ao mesmo tempo, esta nova proposta submete a política de pensões de reforma a

¹⁷ Neste sentido, diz-nos também Harry SHUTT (2005: 53): “rapidamente se tornou senso comum na década de 1980 (no seguimento do exemplo do Governo de Thatcher na Grã-Bretanha) que o sector público não tinha conseguido prestar de modo adequado os serviços que até então tinham sido em geral vistos como sendo a si reservados e que o sector privado – conduzido pela suposta capacidade inerente de alcançar uma melhor relação custo/eficácia do que o sector estatal – os devia adquirir”.

objetivos de índole económica, assumindo que o modelo privatístico, para além de ser eficaz na garantia de um rendimento de substituição na velhice, é ainda apto a fomentar a poupança e o investimento produtivo, e a contribuir, por essa via, para o desenvolvimento económico. Desta forma, abre espaço à intervenção dos afamados mercados financeiros, que, com as suas regras próprias, deveriam conduzir aos melhores resultados. Conforme sintetiza ORENSTEIN (2008: 15), “*in the most general terms, pension privatization is based on a neoliberal philosophy that emphasizes individual rights, economic growth, and private property*”.

Não admira, por isso, que o período de afirmação deste novo modelo de pensões tenha coincidido com o momento em que a ideologia neoliberal dava sinais de sucesso. Em particular, a alta dos índices bolsistas durante os anos oitenta e noventa facilitou a difusão da ideia de que o investimento financeiro seria o caminho natural para a segurança económica no futuro (SHUTT, 2005)¹⁸.

Paralelamente, “*o desenvolvimento das leis matemáticas da estatística, que ajuda, de facto, a tornar muito simplesmente verosímil o domínio do aleatório*” vem permitir que os riscos sociais se traduzam numa oportunidade de negócio (ROSANVALLON, 1984: 23). Os agentes privados rapidamente se apercebem que a proteção oferecida pelos Estados aos seus cidadãos pode ser gerida em moldes de eficiência técnica, pondo os desenvolvimentos científicos no apuramento do cálculo ao serviço da potenciação dos lucros. Desta forma, os produtos previdenciais privados surgem como um mecanismo de proteção financeira concebido em torno dos critérios do cálculo probabilístico, em que se faz uso, nomeadamente, das tábuas de mortalidade¹⁹.

Em consequência, e ao longo do tempo, torna-se progressivamente mais forte a pressão exercida por parte da economia privada, que começa a ver na privatização das pensões uma opção de negócio bastante atrativa (CHARPENTIER, 1996: 81; INTRATOR, 1997: 29; SHIONOYA, 2005; SHUTT, 2005; HUFFSCHMID, 2009: 246).

¹⁸ A este propósito, veja-se também WOLFSON (2006: 320), que estabelece uma relação íntima entre os destinos da SS e o neoliberalismo – “*there are strong and important relationships: neoliberalism has adversely affected (...) the finances and future prospects for Social Security; and the debate about Social Security has been used to further promote the goals of neoliberalism*”.

¹⁹ As tábuas de mortalidade são um indicador estatístico que tem “como principal objetivo mostrar o modo como a mortalidade afecta cada um dos escalões etários de uma dada população” (A.P.S. QUELHAS, 2010: 19), e que, por isso, está na base das previsões que determinam o *quantum* de contribuição e/ou o *quantum* de pensão num esquema privado.

A isto acrescentam os incentivos que foram sendo concedidos à gestão privada das reformas, levando a que ela resulte mais do sentido de oportunidade das empresas financeiras do que de resoluções políticas expressas. Neste ponto, o regime de benefícios fiscais é amplamente identificado como a principal razão subjacente ao crescimento do setor (PESANDO, 1992; DAVIS, 1995: 77-90; INTRATOR, 1997; GARCIA, 2003: 29; SHUTT, 2005; A.P.S. QUELHAS, 2010: 370). Aliás, ainda hoje o tratamento fiscal favorável se mantém como uma prática já consolidada (OECD, 2013: 172).

Assim, conscientes de que as opções políticas em matéria de pensões se repercutem, inevitavelmente, na ‘indústria financeira’ de um país, os defensores dos pressupostos neoliberais vão procurando fazer-se ouvir, tanto no domínio da opinião pública, difundindo uma imagem de descrédito da SS, como entre os decisores políticos, motivando a adoção de medidas de incentivo²⁰.

- ***O exemplo chileno***

O modelo de pensões instituído no Chile em 1980 traduziu-se na maior evidência prática de rutura com os esquemas tradicionais de SS, por não advogar uma via reformista, mas antes um corte abrupto, colocando as poupanças das famílias ao serviço do investimento financeiro, através da privatização integral das pensões de reforma.

A verdade é que os proponentes do novo modelo de proteção social encontraram no Chile terreno fértil para a execução das suas ideias: um país com escassa proteção social pré-existente, em que as pensões distribuídas pelo Estado, além do carácter desigualitário, eram manifestamente insuficientes.

Porém, e acima de tudo, o fator verdadeiramente preponderante foi a vigência de um regime ditatorial, que impedia qualquer tipo de discussão pública e livre da questão. Quanto a este ponto, pode mesmo avançar-se que a implementação do ‘modelo chileno’, durante a ditadura militar, dificilmente teria sido possível num ambiente democrático (ROSNER, 2003: 147; MENDES, 2005: 267). Como interroga François CHARPENTIER (1996: 185): “*la transition brutale de la répartition à la capitalisation au Chili (...) aurait-elle été possible sans le général Pinochet, autrement dit, sans un régime autoritaire qui s’est*

²⁰ A este propósito, escreve MARQUES (1997: 36): “uma das condicionantes da evolução da Segurança Social no período recente é, sem dúvida, a ofensiva do sector financeiro (bancos, seguros e empresas gestoras de fundos de pensões) tendo como objectivo a redução da Segurança Social pública para aumentar a parte do mercado na constituição das pensões”.

largement facilite la tâche en privant de leurs droits acquis un certain nombre d'exilés politiques?"

Por ser uma referência vanguardista na esfera internacional, aparentemente bem sucedida, a experiência chilena acabou por ser seguida por muitos outros países, a partir da década seguinte, inicialmente entre o mundo subdesenvolvido da América Latina, mas depois também noutros pontos do globo²¹.

Como tal, tem sido apresentada como um caso de estudo em matéria de esquemas de pensões, que vem a ser usado como base empírica de apoio ao discurso dos paladinos da privatização (CHARPENTIER, 1996: 164-168; CHARLTON e MCKINNON, 2001; MURTEIRA, 2013: 179).

Quanto aos fatores que concorreram para o sucesso desta iniciativa, podem resumir-se à forte influência da comunidade académica. De facto, os peritos nesta matéria têm visto a reforma chilena como uma construção levada a cabo por um grupo de economistas conservadores (provenientes do Chile, mas também dos EUA) formados nas universidades norte-americanas, e empenhados em difundir o pensamento económico neoliberal, lutando contra a ideologia intervencionista que se tinha vindo a consolidar nas décadas anteriores (ROSNER, 2003: 147; MURTEIRA, 2013: 179)²².

- ***O exemplo inglês***

Para além da experiência chilena, o impacto das ideias liberais na estrutura dos sistemas de pensões vem a mostrar-se particularmente notório no Reino Unido, o que faz deste país o grande exemplo ao serviço da privatização entre as fronteiras europeias.

²¹ Conforme nos diz ORENSTEIN (2008: 1), “after planning pension reform in Chile, Piñera [a former Chilean Secretary of Labor and Social Security] made a career of spreading pension privatization throughout Latin America and worldwide”.

²² A este propósito escreve CHARPENTIER (1996: 178) “on retrouve, dans cette troisième variante, le «*modèle chilien*», dont on rappellera tout de même qu’il s’est développé dans le cadre d’un plan général de réorganisation de l’économie élaboré par les «*Chicago Boys*», autrement dit des technocrates néo-libéraux formés pour la plupart auprès de l’école de Chicago”.

No mesmo sentido, ORENSTEIN (2008: 73): “the Chilean reforms of the 1970s and 1980s represented the vanguard of a transnational movement that had advocated monetarist economics and market-oriented policies as a counterweight to the Keynesianism that dominated the economic policy in most of the world since the Second World War. A leading center for this new monetarist economics was the University of Chicago, whose economics department and graduate school of business entered into a U.S. government-sponsored aid program to Chile in the 1950s (Valdes, 1995, 126). The purpose of the program was to train a group of elite economists to return to teach at the Catholic University of Santiago to counter the leftist economics that were dominant in Latin America at the time and produce local economists who could assist further aid efforts”.

Durante os anos oitenta, com o governo de Margaret Thatcher, rosto por excelência da renovada ‘ideologia de mercado’, criam-se incentivos ao abandono do sistema público de pensões de reforma, o designado SERPS (*State Earnings Related Pensions Scheme*), reduzindo os benefícios que lhe estavam associados, e assim o tornando pouco atrativo para os potenciais aderentes. Da mesma forma, são concedidos benefícios fiscais à constituição de FP empresariais, bem como à subscrição de planos de pensões individuais (BONOLI *et al.*, 2000: 30-32; HINRICHS, 2001: 81-82).

Tratou-se da aplicação do *contract out* do sistema estatal, permitindo que as pensões passassem a ser fornecidas dentro de esquemas privados, em substituição da SS. Em resultado, e como concluem os autores: “*Britain was the first major European country to adopt new pension legislation with a view to reducing the level of state intervention on provision for retirement. (...) By 1993 some five million employees had left SERPS and moved into private pensions*”.

Assim, o mesmo país onde teve origem a proposta beveridgiana de universalização do sistema de SS vem a revelar-se, também, a grande referência ao nível da privatização das pensões de reforma no quadro europeu.

2.1.2. O impacto de uma política internacional

Na era da globalização, a evidência é de que a estrutura da SS veio a revelar incapacidades de adaptação a uma nova conjuntura, em que os Estados intervencionistas e as economias protegidas num contexto de pós-Guerra são progressivamente substituídos pela realidade da abertura económica. Fala-se de uma crise do *Estado-nação*, que se mostrou, em si, uma perda para os sistemas públicos de proteção social, ao mesmo tempo que permitiu a progressiva integração internacional dos mercados de capitais, pressuposto da expansão das políticas de investimento dos FP (CHARLTON e MCKINNON, 2001: 9; HOLZMANN, 2006: 238).

Nestes termos, pode estabelecer-se uma relação entre o processo de globalização e a promoção dos valores neoliberais além-fronteiras, o que vem exigir que os vários países adotem *standards* políticos mais ou menos uniformes; *standards* esses que não se

restringem à esfera económica, mas rapidamente contagiam o entendimento acerca dos princípios democráticos e dos direitos humanos, que têm particular relevo neste domínio²³.

A partir daqui, pode considerar-se que as concepções reformistas sobre as pensões emergem de uma comunidade intelectual internacional que adapta a sua estratégia de intervenção à concreta realidade de cada país. Os governos, adotando uma postura tecnocrata, acolhem as ideias que se vão conseguindo implementar nas ‘nações modelo’ (BROOKS e WEAVER, 2006).

Por outro lado, é comum atribuir-se às organizações internacionais um papel central na disseminação da nova proposta para as pensões de reforma (CHARLTON e MCKINNON, 2001; BROOKS e WEAVER, 2006; MARQUES, 2006; MURTEIRA, 2013). Sobre esta preponderância dos atores políticos globais na promoção do movimento de privatização, não podemos deixar de focar o trabalho desenvolvido por Mitchell ORENSTEIN (2008) como merecedor de especial destaque²⁴.

O autor começa, desde logo, por assinalar a rapidez com que o novo modelo foi difundido pelo mundo, contrariamente ao modelo tradicional de SS, que foi sendo acolhido ao ritmo do desenvolvimento dos países. Para isto, considera crucial a influência das entidades com relevância no panorama político internacional (desde o Banco Mundial e outras organizações de âmbito multilateral ou bilateral²⁵ até empresas multinacionais e grupos de peritos e académicos), muitas vezes coligadas, e profundamente envolvidas no processo de desenvolvimento, difusão e implementação dos esquemas privados de

²³ Conforme escreve SHIONOYA (2005: 271-272): “when the economic efficiency and competitiveness of a country are tested in an international forum, economic globalization may impose heavy constraints on social policy. Retrenchment and privatization, aimed at a small government, are more or less inevitable even for welfare services that have been sanctuaries from the market”.

²⁴ Mitchell A. ORENSTEIN foi convidado para pertencer à equipa de investigação da política de pensões do Banco Mundial, e rapidamente percebeu que estava entre um corpo qualificado de peritos que advogavam a privatização em todos os cantos do mundo. Em resultado da participação neste projeto, o autor teve a oportunidade de contactar com os principais líderes oficiais do movimento no panorama internacional, sendo levado a concluir que, se a intervenção das entidades transnacionais não pode explicar a totalidade das reformas estruturais operadas neste âmbito, é crucial para justificar a dimensão que elas tomaram, a diversidade de países em que ocorreram, e a rapidez com que se difundiram. Mobilizando dados estatísticos, o autor demonstra que muito poucos foram os países que implementaram esquemas privados de pensões sem o auxílio direto das forças internacionais; por outro lado, são também raros os casos em que esses esforços não foram bem-sucedidos (ORENSTEIN, 2008).

²⁵ As organizações que, de acordo com o autor, operam no plano internacional como ativistas na campanha da privatização das pensões são, essencialmente, e para além da incontornável preponderância do Banco Mundial, o FMI, a OCDE, a U.S. Agency for International Development (USAID) e alguns bancos para o desenvolvimento regional (por exemplo, o Asian Development Bank ou o Inter-American Development Bank).

pensões, cuja influência tem sido subestimada pelos estudiosos da matéria²⁶. Além disso, ainda identifica uma estratégia política global, que faz com que determinados países ou regiões sejam alvos preferenciais.

Quanto a este ponto, é de notar que as considerações que fazemos sobre o papel das organizações de teor supranacional no domínio das pensões de reforma devem ser lidas, desde logo, à luz daquele que ficou conhecido como o *Consenso de Washington*, e se consubstanciou num “*receituário de reformas do Estado-Providência prescrito por altos funcionários de organizações internacionais sediadas naquela cidade norte-americana como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a OCDE*” (SILVA, 2013: 31). O *Consenso* enfatiza a necessidade de contenção da despesa pública e os méritos naturais da economia de mercado. No fundo, foi o reflexo da consolidação dos princípios neoliberais enquanto instrumentos de mudança do rumo político da história mundial; uma agenda de reforma neoliberal pronta a expandir-se para os quatro cantos do mundo.

Em consonância, e precisamente desde o final dos anos oitenta, várias organizações de cariz supranacional, como o Banco Mundial, a OCDE e o FMI, começaram a fazer ouvir as suas recomendações para as reformas dos sistemas de pensões, iniciando, a partir da década seguinte, uma estratégia de influência política junto de muitos governos.

Do mesmo modo, deve referir-se o impacto das propostas das organizações regionais, empenhadas na difusão e harmonização de políticas entre os seus membros. De facto, se levarmos a cabo uma análise geográfica do movimento de privatização, facilmente constatamos a influência da proximidade regional nas medidas implementadas; isto mesmo é demonstrado pelo facto de, nas primeiras duas décadas desde o seu surgimento, este novo modelo ter sido acolhido em vários países, mas apenas em dois

²⁶ No sentido de menosprezar o impacto das organizações internacionais nas tendências reformistas que têm sido observadas veja-se, por exemplo, a posição de IMMERGUT e ANDERSON (2007: 17): “policy-makers in the countries we investigated were certainly influenced by the international debate about public pensions promoted by an epistemic community of pension experts, and given form by international organizations and international networking initiatives (such as the European Observatory on Aging or the World Bank). But rather than observing either a process of national policy-makers suddenly discovering new ideas about how to solve their pension policy problems, or a process of regional diffusion of policy ideas, we observed national policy-makers drawing on ideas and solutions from the history of their own country, using pre-existing policies and existing policy ideas as institutional templates, and combining these with internationally-discussed proposals. Thus, we witnessed national proposals emerging as a kind of “collage” pasted together from national and international proposals, which in turn were revised and modified during the political process”.

espaços geográficos: na América Latina e na Europa pós-comunista (BROOKS e WEAVER, 2006; ORENSTEIN, 2008).

No quadro da UE, cabe dizer que, se num primeiro momento esta instituição se manteve afastada do debate internacional sobre a reforma das pensões, desde que a questão entrou na sua agenda política, “*os documentos oficiais têm espelhado uma visão favorável à privatização das pensões*” (MURTEIRA, 2013: 186). Com as orientações comunitárias a afetarem as políticas nacionais, também a integração económica e monetária dos Estados-membros acaba por se traduzir num incentivo à implementação de esquemas privados.

- ***Averting the Old Age Crisis***

Publicado em 1994, *Averting the Old Age Crisis* foi o relatório do Banco Mundial, pioneiro e bastante divulgado, que veio pôr em evidência a problemática das pensões além-fronteiras. Como um verdadeiro marco histórico mencionado por toda a literatura posterior, é, ainda hoje, uma referência teórica incontornável ao serviço do movimento de privatização das pensões²⁷.

Sem querermos exceder-nos, não podemos ignorar que este relatório se consubstanciou, acima de tudo, numa crítica neoliberal estruturada em torno das debilidades dos sistemas públicos de pensões. Trata-se, ademais, de um entendimento amplamente reconhecido²⁸.

O ‘ataque’ ao modelo tradicional de SS centrou-se, essencialmente, na sua incapacidade para fazer face aos novos desafios (encabeçados pelo envelhecimento demográfico) e no seu teor despesista, que impõe encargos fiscais excessivos aos contribuintes e, em último termo, determina a rutura dos orçamentos estaduais. A isto ainda se acrescenta que o modelo público não teria sido eficaz na resolução do problema a

²⁷ Como bem escreve ORENSTEIN (2008: 76): “*Averting* represented a turning point in the global pension reform effort. It was important for two reasons: first, it represented a major advance in pension reform thinking and, second, the process of writing and disseminating the work helped to establish a large group of pension privatization experts and a broad consensus within the World Bank on pension privatization methods”.

²⁸ Veja-se, nomeadamente, CHARPENTIER (1996: 176) ou CHARLTON e MCKINNON (2001: 34). Na síntese destes últimos: “in its seminal 1994 publication dramatically titled, *Averting the Old Age Crisis*, the Bank sought to both identify the key problem likely to stem from demographic ageing, namely the fiscal unsustainability of existing, increasingly pay-as-you-go or unfunded, state pension systems, and to provide a solution to the sustainability problem. That solution, came in the form of the privately managed, but also mandatory, defined contribution schemes involving individual savings accounts based on the pioneering Chilean model”. Os autores chamam a atenção para o facto de o Relatório não oferecer dados novos, mas, antes, mobilizar seletivamente os elementos empíricos que melhor servem os resultados a que se quer chegar.

que, por natureza, procurou dar resposta: apesar dos esforços, os níveis de pobreza entre os idosos permaneceram bastante expressivos.

Em alternativa, é proposto um modelo para as pensões de reforma organizado com base em três pilares: um primeiro pilar público de natureza universal, gerido pelo Estado e financiado por via fiscal; um segundo pilar de gestão privada mas de participação obrigatória, integrado por planos de pensões profissionais; e um terceiro pilar de base individual e voluntária, dirigido a todos aqueles que pretendem garantir um rendimento suplementar na velhice²⁹.

A componente pública limitar-se-ia à contenção dos riscos associados aos planos privados e ao auxílio aos cidadãos particularmente carenciados, mediante políticas redistributivas, *“but it should be modest in size, to allow ample room for other pillars (...). Having an unambiguous and limited objective for the public pillar should reduce the required tax rate substantially – and therefore evasion and misallocated labor – as well as pressures tor overspending and perverse intra- and intergenerational transfers”* (WORLD BANK, 1994: 16).

Pelo contrário, a componente privatística deveria ser fomentada, por se mostrar mais apta a garantir um adequado rendimento de substituição na velhice, ao mesmo tempo que alivia as contas públicas e promove a poupança, o investimento e o desenvolvimento económico, contribuindo, assim, para o bem-estar geral.

A partir da publicação do *Averting the Old Age Crisis*, o Banco Mundial tem tomado um lugar de incomparável destaque no debate internacional sobre as pensões. Desde 1994, permanece como patrocinador de reformas estruturais neste domínio, providenciando os meios de assistência técnica mais adequados às especificidades dos países em que intervém, e que vão do patrocínio de publicações científicas e formação de decisores políticos até à concessão de empréstimos que servem de suporte financeiro à implementação de um novo modelo.

Nos antípodas das propostas do Banco Mundial está o entendimento de organizações como a OIT ou a Associação Internacional de Segurança Social (AISS), que propugnam pela manutenção do esquema típico de SS. No entanto, estas entidades nunca

²⁹ De agora em diante, faremos uso da terminologia construída à volta dos ‘pilares’ da SS, que, difundida a partir da publicação do Relatório em análise, tem sido amplamente acolhida pela doutrina, bem como pelo discurso político e até pela opinião pública.

foram capazes de desenvolver uma oposição efetiva, em parte porque atuam de forma muito mais isolada no panorama internacional, e em parte porque não dispõem dos recursos técnicos e financeiros necessários para levar a cabo medidas equiparáveis (ORENSTEIN, 2008). A este propósito, Roger CHARLTON e Roddy MCKINNON (2001) sustentam mesmo que o Banco tem trabalhado uma estratégia monopolista no domínio das pensões, marginalizando as contribuições prévias de outras instituições como a OIT ou a AISS³⁰.

Desta forma, o Banco Mundial acaba por conduzir o processo de reforma, em vez de se limitar a responder às necessidades expostas pelos países. E, ao que parece, com um sucesso unanimemente reconhecido, quer pelos analistas em geral³¹, quer pelo próprio Banco, em 2006, através de um grupo de avaliação independente: *“the World Bank has been a leader in assisting countries in pension reform. Since 1984 the Bank has helped 68 countries reform their pension systems with more than 200 loans and credits. In addition, the Bank has issued over 350 papers and publications on pension reform”* (IEG, 2006: 3).

Ao longo do tempo, esta instituição tem reafirmado a sua opção inicial por um sistema multi-pilar, mais flexível e mais apto a oferecer segurança nos rendimentos pós-reforma, sendo que, atualmente, a nova terminologia acrescenta um pilar não contributivo (o pilar zero, complemento do primeiro pilar público), vocacionado exclusivamente para o combate à pobreza e um quarto pilar, constituído por apoios sociais à velhice de componente não financeira, como o sistema de saúde ou os apoios à habitação (WORLD BANK, 2008). Não obstante, a ideia transversal ao discurso do Banco continua a ser a de que a componente pública do sistema deve ser progressivamente afastada e substituída por investimentos privados.

³⁰ Conforme escrevem (13): *“the World Bank now occupies centre stage in the field of pension system choice and reform, effectively monopolising agenda-setting, and, increasingly, controlling supply of the provision of advice and technical assistance on pensions to interested governments through the selective mobilisation of its financial resources”*.

No mesmo sentido, BROOKS e WEAVER (2006: 365) veem a tendência privatizadora das pensões de reforma como o resultado de um jogo entre forças supranacionais, entre as quais o Banco Mundial é claramente o vencedor: *“while the International Labor Organization (ILO) and International Social Security Association (ISSA) disseminated ideas in competition with the ideas of the World Bank, the Bank enjoyed important resource advantages over the ILO and ISSA, dedicating vastly greater human and financial resources to the research and dissemination of ideas and policy models based on the DC mechanisms”*.

³¹ Tomando-se como exemplo as palavras de ORENSTEIN (2008: 45): *“taking (...) partial success cases into account, the total success rate of World Bank projects in producing reform consistent with pension privatization is nearly 76 percent. This should be seen as a very high instance of success, considering that pension reform is a highly contentious and difficult issue in most countries”*.

Com efeito, o Banco Mundial permanece, ainda hoje, como entidade líder da reforma das pensões no plano transnacional, prosseguindo os seus objetivos, em grande parte, através da divulgação de um extraordinário suporte científico na matéria, o que se associa ao reforço das parcerias estabelecidas, nomeadamente, com a OCDE, os Bancos de desenvolvimento regionais, o FMI, entre outras³². Deve ainda notar-se que os auxílios técnicos têm sido procurados (ou, talvez melhor, têm sido dirigidos), cada vez mais, por países recentes e pobres, fora do campo de ‘clientes’ habituais do Banco.

Não obstante, e apesar da intensidade da sua intervenção, o Banco Mundial foi desde cedo censurado por seguir um entendimento dogmático da matéria, fornecendo pouco suporte à melhoria dos sistemas públicos e promovendo agressivamente a privatização da SS, ao mesmo tempo que desconsiderava as especificidades do contexto de cada país. Neste sentido, um grupo de avaliação independente da reforma das pensões chega a notar alguma falta de coordenação nas atividades do Banco, tanto interna como externa, e uma certa desatenção aos interesses dos outros agentes envolvidos (IEG, 2006: 49 e ss.³³).

Por isso, nos últimos anos a proposta inicial do Banco tem vindo a ser flexibilizada, integrando as recomendações do seu próprio corpo de investigadores, divulgadas em várias publicações, como por exemplo o volume *New Ideas about Old Age Security*, do qual citamos vários artigos.

- ***Uniformização de padrões***

Desconsiderando a valoração abstrata deste novo modelo, cabe-nos questionar a viabilidade de se oferecer uma solução genérica em matéria de pensões, quando os vários países atravessam desafios tão distintos.

De facto, na perspetiva do Banco Mundial, o problema da insegurança de rendimento durante a velhice, pese embora as suas diversas manifestações nas várias partes do mundo, tem um carácter universal, pelo que os desafios que se põem são similares.

³² Cfr. DORFMAN e PALACIOS (2008). No seu estudo, os autores fazem uma análise daquela que tem sido a estratégia de intervenção do Banco Mundial, centrada na década 2002-2012.

³³ Neste relatório de avaliação (55 e ss.), a atividade levada a cabo pelo Banco um pouco por toda a parte é vista como um sucesso, embora se reconheça que o incentivo dado à constituição de mecanismos privados sobrevalorizou as finalidades de teor económico em detrimento daqueles que deveriam ser os primeiros objetivos da política de pensões – a redução da pobreza e a garantia de um adequado rendimento de substituição à população idosa, mesmo perante constrangimentos financeiros.

Nesse sentido, as soluções encontradas não divergem consoante a realidade em causa, mas apenas exigem a verificação de determinados pressupostos para a sua aplicação. Em contextos de menor desenvolvimento, deverão garantir-se as condições políticas e económicas necessárias ao sucesso do modelo proposto antes da sua efetiva implementação (WORLD BANK, 1994). Como escreve Philip DAVIS (1995: 245), “*the successful development of private pensions requires a certain prior level of development of the financial sector and reasonable absence of political interference, as well as a degree of administrative efficiency in the economy, and the availability of skilled personnel*”³⁴.

A este propósito, Roger CHARLTON e Roddy MCKINNON (2001) entendem que a proposta do Banco Mundial oferece um leque de opções excessivamente restritivo, por fazer crer que existe um modelo para as pensões mais eficiente, independentemente do estágio de desenvolvimento económico³⁵.

Com efeito, sendo o movimento de privatização das pensões apresentado como resposta, tanto para a evolução demográfica adversa, como os desafios financeiros que os orçamentos públicos enfrentam, parece estranho que ele seja recomendado a países com realidades económicas, estruturas populacionais e construções político-institucionais tão distantes (CAMPOS, 2000: 163 e ss.; ORENSTEIN, 2008).

A isto acresce o facto de serem os países menos desenvolvidos, e com fraca capacidade administrativa, os mais vulneráveis às orientações emanadas pelas autoridades internacionais, que lhes oferecem a assistência técnica necessária ao fortalecimento das estruturas institucionais que permitem o bom funcionamento de um mercado privado de pensões. Pelo contrário, os países de maior desenvolvimento contam geralmente com

³⁴ Diferentemente, na posição da OIT não há um modelo universal de pensões que sirva eficazmente as diferentes necessidades de cada país - “there is no recipe to be identified which would work in every country; each country has to find a solution which fits its specific social and political environment” (ILO, 2014: 94).

³⁵ Em oposição à estratégia seguida pelo Banco, pode dizer-se que a eficiência de determinado modelo de pensões depende, antes de mais, da estrutura política e do grau de organização dos mercados financeiros, mas também do nível de riqueza do país, refletido no valor dos salários pagos aos trabalhadores.

Quanto a este ponto, leia-se ORENSTEIN (2008: 18): “for instance, in a country with a well-managed public pension system, private management may seem risky and expensive, whereas in a country that has suffered from corruption and poor administration in its social security system, private management may seem more transparent and fair. In the absence of detailed information about domestic context and exact reform proposals, debate over pension privatization has tended to revolve around its purported benefits in theory”.

E ainda FRIJNS e PETERSEN (1992: 97): “in virtually all countries their importance [of private pension schemes] is related not only to the structure and relative generosity of public schemes, but also to individual wages: the public pension is the most important for low wage earners, while for higher wage earners, the private pension often is more critical. Therefore, the private pension promise has a different significance not only across countries, but also for different income categories”.

sólidos legados políticos, que acabam por funcionar como forças de resistência a uma mudança de paradigma, por prevalecer uma habituação generalizada à SS.

Assim, e de forma irónica, as propostas reformistas do Banco Mundial, particularmente centradas nos problemas que afetam os países desenvolvidos, são depois acolhidas, maioritariamente, por países com níveis de desenvolvimento muito inferiores (CAMPOS, 2000; CHARLTON e MCKINNON, 2001; ORENSTEIN, 2008).

Dentro dos avanços conseguidos um pouco por todo o mundo subdesenvolvido em matéria de privatização das pensões³⁶, destacamos as transformações operadas em muitos dos novos membros da União Europeia. Desde logo, na esfera da ex-união soviética, onde se tem assistido a rápidas e profundas mudanças nos esquemas de pensões, orientadas para uma lógica de mercado, normalmente com a criação de um segundo pilar, gerido em capitalização financeira e de participação obrigatória. Conforme escreve Michat RUTKOWSKI (2004: 330), *“pension reforms in Central and Eastern Europe borrowed the idea of a mandatory funded pillar from Latin America and some OECD countries, and were clearly inspired by the ‘Averting the Old-Age Crisis’ World Bank publication of 1994”*.

Também aqui, as reformas implementadas não são propriamente uma resposta aos desafios demográficos num horizonte de longo prazo, como querem fazer acreditar, em geral, os apologistas do movimento de privatização. Para John GRAHL (2009: 198), trata-se de uma incapacidade para responder ao problema da quebra da empregabilidade, ligado ao processo de desindustrialização que se seguiu ao colapso da economia centralizada, e que vem pressionar a SS de países historicamente dependentes de altas taxas de emprego.

Como tal, estes Estados vêm a revelar-se terreno fértil para a implementação de uma nova ideologia ensaiada por entidades que lhes são externas. Como escreve o autor: *“this nearly uniform imposition of radical, market-oriented change by most of these countries perhaps indicates weaknesses in civil society. The representation of domestic interest groups is weak; the influence of foreign agencies and their ‘experts’ is more powerful and direct than it would be in Western Europe”*.

³⁶ Com origem na América Latina, o movimento de privatização das pensões rapidamente atravessou continentes e se estendeu a algumas potências económicas, mas sobretudo a países pobres, tanto da Europa de Leste, como da Ásia e até da África.

2.2. Método de financiamento: a figura dos fundos de pensões

- *Capitalização, planos privados e FP*

Como atrás já referimos, a proposta da gestão privada de pensões de reforma surge intimamente ligada à capitalização das contribuições, enquanto técnica de financiamento que se opõe à repartição de rendimentos levada a cabo pela SS. A técnica da capitalização pressupõe a constituição de reservas a aplicar na aquisição de ativos, cuja rentabilização está funcionalizada à garantia de rendimentos de substituição do trabalho após o momento da aposentação, sem desconsiderar o propósito de obtenção de lucros por parte da instituição que administra as poupanças individuais.

Com efeito, cada indivíduo vai entregando pequenas somas de capital à entidade gestora das pensões durante a sua vida ativa, que esta investe com o propósito de assegurar o pagamento periódico de prestações a título de reforma.

Ora, é neste quadro que os FP se associam à privatização das pensões: eles são o veículo financeiro que absorve as receitas contributivas e liquida as responsabilidades das entidades gestoras perante os beneficiários, mediante o investimento no mercado de capitais; são o meio através do qual o capital previamente acumulado é rentabilizado.

Apesar de o primeiro FP, nos moldes que hoje consideramos, ter sido criado logo em 1875 (nos EUA, pela *American Express Company*), a verdade é que esta figura só vem a popularizar-se aquando do movimento de privatização das pensões, a que nos temos vindo a referir.

Embora sem absoluta exclusividade, os FP são hoje, indubitavelmente, o veículo privilegiado de financiamento privado das responsabilidades com pensões de reforma, quer estas assumam natureza profissional, quer estejam ligadas a planos de adesão individual³⁷. Além disso, não chegam a ser estranhos aos sistemas públicos de pensões. Vejamos.

Antes de mais, as instituições financeiras vocacionadas para o desenvolvimento de esquemas privados de pensões de reforma unem-se juridicamente aos seus ‘clientes’ através de um plano de pensões.

³⁷ De acordo com dados oficiais (OECD, 2013: 190), “in 2011, for OECD countries for which data are available, on average, 76% of OECD private pension assets was held by pension funds, 19% was held in pension insurance contracts run by life and pension insurance companies, 4% was held in retirement products provided by banks or investment management companies, and 1% were book reserves”.

O plano de pensões traduz-se no instrumento jurídico-contratual que define as garantias dos beneficiários. Trata-se de um “*programa que define as condições em que se constitui o direito ao recebimento de uma pensão a título de reforma*”, conforme estabelece, no nosso país, o diploma que aqui designamos por Regime Jurídico dos Fundos de Pensões (doravante, RJFP)³⁸.

No entanto, para o cumprimento das obrigações às quais, por natureza, está adstrito, qualquer plano de pensões carece de um suporte de financiamento, cujo (bom) desempenho financeiro vai ditar (ou não) a pontual execução dessas responsabilidades, que se traduzem no pagamento de pensões de reforma. Ora, é aqui que entra a figura dos FP, enquanto um entre os vários veículos financeiros que podem estar subordinados à execução de determinado plano de pensões, concretizando as garantias nele previstas³⁹.

Do ponto de vista jurídico, e tomando por base o direito português, um FP é um “*património autónomo exclusivamente afecto à realização de um ou mais planos de pensões*” (al. c) do art. 2º do RJFP), património este que pertence, em regime de comunhão especial, aos detentores das unidades de participação em que o mesmo se divide. Formado por intermédio de um contrato de adesão, um FP não cria uma entidade jurídica nova, mas implica a cedência de poderes de representação à entidade (sociedade gestora) que vai gerir os ativos que o integram. De facto, a ausência de personalidade jurídica do fundo torna obrigatória a intervenção de determinadas entidades que atuam em sua representação: a sociedade gestora e o depositário⁴⁰. Numa perspetiva patrimonial, os FP são constituídos pelas contribuições dos seus membros e pelos rendimentos obtidos através do investimento dessas contribuições.

³⁸ Cfr. Art. 2º, al. a) do DL nº 12/2006, de 20 de Janeiro, diploma que consagra atualmente o Regime Jurídico dos Fundos de Pensões (RJFP) em Portugal.

³⁹ Quanto a este ponto, veja-se, por todos, A.P.S. QUELHAS (2010: 370): “um fundo de pensões é um património autónomo, composto por vários activos financeiros e afecto à realização de um ou mais planos de pensões, sendo essa composição, por norma, legalmente regulamentada; por seu turno, um plano de pensões consubstancia-se num conjunto de regras relativas às condições de acesso a um fundo de pensões, bem como aos resultados decorrentes da gestão desse fundo, ou seja, ao modo como se constitui o direito ao recebimento de uma pensão a título de reforma”.

⁴⁰ Sobre a configuração jurídica dos FP que, em Portugal são classificados como patrimónios autónomos, mas assumem outras vestes se for outro o ordenamento jurídico em causa, veja-se, por exemplo, OLIVEIRA (2003: 104): “há uma enorme variedade, senão de natureza, de formas jurídicas, como a de mero património autónomo, portanto sem personalidade jurídica, em Portugal e Espanha (e Itália), a de *trust*, dotado de personalidade jurídica, na Grã-Bretanha ou Irlanda, ou a de associação, seja associação sem fim lucrativo na Bélgica, seja associação de seguros mútuos, neste mesmo país e na Alemanha”.

Se, em teoria, qualquer mecanismo de aplicação de poupanças é apto a constituir suporte financeiro de um plano privado de pensões, a verdade é que os FP são geralmente entendidos como meio especialmente adequado.

Das notas que distinguem os FP de outras formas de investimento destacamos o horizonte temporal especialmente longo, mas sobretudo o fim previdencial. Embora seja indissociável da figura dos FP o seu propósito instrumental de rentabilização do capital investido, ela é marcada sobretudo pelo propósito de pagamento de uma prestação regular aos beneficiários, a partir do momento da sua aposentação⁴¹.

De facto, em oposição aos simples fundos de investimento, os FP estão funcionalizados ao pagamento de uma pensão vitalícia aos subscritores das unidades de participação, e não apenas à obtenção de rendibilidades resultantes da aplicação dos ativos. Neste sentido, os FP associam-se a uma ideia de imobilização dos capitais investidos, como forma de preservar a sua solvabilidade financeira e garantir o cumprimento das responsabilidades em causa, o que se traduz na impossibilidade de os participantes obterem liquidez a todo o momento. Para além desta especial rigidez quanto a resgates antecipados, a remição do capital faz-se, por natureza, em rendas periódicas.

- *Os fundos públicos*

De acordo com o que atrás ficou dito, o financiamento das pensões pagas pela SS faz-se essencialmente com as contribuições da população ativa, de acordo com o método de repartição – os rendimentos que, em cada ano, são destinados aos reformados, provêm de receitas cobradas junto da população ativa nesse mesmo ano.

Não obstante, já tornámos claro que a distinção entre sistemas de repartição e sistemas de capitalização não tem de corresponder, necessariamente, à distinção entre sistemas públicos e sistemas privados. Na verdade, se nos é difícil conceber um modelo privado subjugado às regras da repartição, não é tão estranho imaginar a SS financiada de acordo com as regras do investimento financeiro (ORENSTEIN, 2008: 189).

Contudo, são várias as resistências a esta solução, continuando os FP intimamente ligados ao fenómeno da privatização das pensões. Sem aprofundarmos a eterna questão em

⁴¹ No entanto, este elemento teleológico nem sempre é configurado em termos absolutos. Veja-se, por exemplo, o caso português, em que o RJFP vem permitir, expressamente, que os FP possam também estar afetos à realização de planos de benefícios de saúde - *vide* art.5º.

torno do grau de intervenção do Estado na economia e, em particular, nos mercados financeiros, procuremos saber porquê.

Desde logo, é aqui invocado o argumento liberal que foca a tendencial incapacidade do poder público para gerir capitais da forma mais eficiente, sendo que as perdas na rentabilização dos ativos se traduziriam, sob a ótica dos beneficiários, numa menor taxa de retorno do que aquela que poderia ser obtida em mercado aberto⁴².

Este raciocínio surge associado à ideia de que seriam objetivos políticos, e não económicos, a determinar a estratégia de investimento (JAMES, 2000: 277). Entende-se, por exemplo, que a gestão pública é, em geral, demasiado sensível aos interesses de determinados grupos, o que inviabiliza uma orientação isenta ao nível da política de aplicação de ativos a seguir (SHAPIRO, 2007: 173-175).

Por isto mesmo, o auto-investimento tem sido identificado como o principal problema associado aos fundos públicos. Defraudando a desejável autonomia do orçamento da SS face às restantes responsabilidades públicas, o Estado tenderia a utilizar as receitas provenientes do fundo, não nas alternativas objetivamente mais rentáveis que o mercado oferece, mas na participação em empresas públicas pouco lucrativas, e, sobretudo, na aquisição de títulos de dívida própria⁴³ (MATIAS, 1999: 190; VARELA, 2013: 59)⁴⁴.

⁴² Trata-se de um raciocínio seguido pelos discursos mais liberais, entre os quais destacamos IGLESIAS e PALACIOS (2001). Os autores assumem que a política de investimentos de um fundo público tende a ser orientada por objetivos que extravasam o domínio das pensões de reforma e, por isso, concluem (214): “we observed that publicly managed funds almost always face serious political obstacles that hamper their ability to invest effectively. Their asset allocation is systematically biased toward targeted investments and lending to government at low yields. As a result, returns are much lower than those found in privately managed funds and mostly lower than bank deposit rates”.

No mesmo sentido, leia-se, ilustrativamente, CESARATTO (2005: 308): “the importance, political and economic, of social security rendered direct state intervention necessary. This could not be based on a fully-funded principle because – leaving aside the Keynesian critiques – this would imply a too direct involvement of the state in the financing of industry”.

Esta é ainda a posição emitida por várias entidades oficiais, entre as quais o Banco Mundial é o melhor exemplo. Conforme se pode ler (WORLD BANK, 1994: 14): “in many countries, especially in Africa, publicly managed funded plans (provident funds) have a record of misuse. Usually they are required to invest solely in public securities, yielding low or even negative returns for the pension funds”. E ainda (17): “higher returns to contributors aside, mandatory, privately managed funded schemes offer economy-wide advantages. They can be part of a national policy to develop new financial institutions and deepen capital markets by mobilizing long-term saving and allocating it to the most productive uses, including uses in the private sector. For these reasons, the report strongly recommends that the funded pillar be privately managed”.

⁴³ Note-se, apesar de tudo, que as obrigações do Estado não deixam de ter um peso bastante significativo também nas carteiras dos FP de natureza privada – “within the “bonds” category, public sector bonds, as opposed to corporate bonds, comprise a significant share of the combined direct (i.e. excluding investment via mutual funds) bond holdings of pension funds in many countries. For example, public sector bonds comprise 94.7% of total direct bond holdings in Poland, 92.5% in Hungary, 88.1% in Austria, 87.1% in

Nesse caso, conforme sustentam Anita SCHWARZ *et al.* (2014: 259) não haverá uma diferença substancial relativamente a um sistema de repartição: ambos dependem da capacidade do Estado conseguir honrar os seus compromissos perante os pensionistas, e ambos firmam um encargo para as gerações vindouras⁴⁵.

Há, no entanto, várias vozes que se insurgem contra a ideia de que os fundos públicos são naturalmente uma opção inviável⁴⁶.

Em primeiro lugar, pode dizer-se que, perante mercados eficientes (e é desta premissa que partem aqueles que se opõem à capitalização pública), os fundos públicos nunca farão maus investimentos, pois qualquer investimento apenas reflete o nível de risco associado – se as obrigações do tesouro são mais mal remuneradas, representam também um menor perigo de perda de investimento. ORSZAG e STIGLITZ (2001: 40-42) alegam ainda que é possível, e até verificável na prática, que os países desenvolvam mecanismos legais para proteger os fundos públicos das pressões políticas.

Além disso, esta questão não deixa de estar dependente do grau de desenvolvimento que, em concreto, os países apresentam, já que as verdadeiras

Iceland, and 85.1% in Israel, but only 45.1% in Slovenia, 38.1% in Norway, 21.9% in Australia, and 8.8% in Germany” (OECD, 2013: 196).

⁴⁴ Para esta posição de resistência contribui, de certa forma, o exemplo português. Entre nós, o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), criado pelo DL n.º 259/89, de 14 de Agosto, traduz-se num mecanismo ao serviço da gestão das receitas excedentes do sistema de SS, de forma a assegurar a cobertura das despesas previsíveis com encargos futuros. No entanto, confunde-se com um verdadeiro fundo público de pensões, na medida em que, tendo natureza pública, o seu método de financiamento é o da capitalização, gerindo as disponibilidades financeiras que lhe são afetas através do investimento no mercado de capitais.

Organizado nos moldes de um fundo de capitalização financeira, o FEFSS está, de facto, altamente restringido ao nível da política de investimentos. Conforme define o art. 4.º, n.º3, al. a) do Regulamento de gestão do fundo de estabilização financeira da segurança social (anexo à Portaria n.º 1273/2004, de 7 de Outubro), o fundo é obrigatoriamente composto por um mínimo de 50% em títulos representativos de dívida pública portuguesa ou outros garantidos pelo Estado Português; a agravar esta condicionante, a recente Portaria n.º 216-A/2013, de 2 de Julho, vem ainda impor a conversão de títulos de outros Estados da OCDE em dívida pública portuguesa, até ao limite de 90% da carteira de ativos do fundo.

E, não menos importantes são as situações de instrumentalização dos capitais detidos pelo FEFSS a objetivos políticos que lhe são alheios. A título de exemplo, Raquel VARELA (2013: 60) salienta o “*momento burlesco que é a utilização do fundo da segurança social português para «ajuda humanitária ao Kosovo»*”.

⁴⁵ No mesmo sentido escreve também Nicholas BARR (2002: 9): “if pension funds, whether public or private, hold only government bonds, this may appear to address the lack of other financial assets. However, these schemes are, in reality, pay-as-you-go, since both the interest payments and subsequent redemption depend on future taxpayers”.

⁴⁶ A este propósito, salientamos que a proposta apresentada por Pedro RODRIGUES e Alfredo Marvão PEREIRA (2007) para a reforma das pensões em Portugal inclui, precisamente, a criação de um 2.º pilar público gerido em regime de capitalização. Para os autores, esta via tem a vantagem de aproveitar a rentabilização do investimento oferecida pelos mercados financeiros ao mesmo tempo que preserva o carácter público do sistema.

ineficiências na gestão de fundos do Estado acontecem essencialmente em países do terceiro mundo (GHILARDUCCI, 1995).

Por outro lado, quem defende que os FP deveriam ser preferencialmente públicos e democraticamente controlados costuma acrescentar que essa é a única forma de assegurar que os fins prosseguidos vão verdadeiramente de encontro ao interesse dos pensionistas, facilmente negligenciado quando os fundos são detidos por entidades financeiras de natureza privada (HUFFSCHMID, 2009: 253).

Parece-nos, porém, que um modelo de capitalização pública tem pouco para vingar, já que a ele se opõem, tanto os defensores do sistema público financiado nos moldes tradicionais, como os apologistas da privatização das pensões.

Além disso, não podemos ignorar os conflitos de interesses que se colocam quando o Estado assume as vestes de investidor, mas, em simultâneo, é regulador e supervisor do mercado em que investe (IGLESIAS e PALACIOS, 2001). Embora se saiba que os problemas ligados à falta de isenção na política de investimentos não são um exclusivo da gestão pública, a verdade é que, se o Estado pode levar a cabo medidas destinadas a conter a parcialidade dos gestores de fundos privados, os agentes do mercado, ao invés, não possuem meios para impedir uma gestão tendenciosa por parte do Estado.

- ***Os fundos de base profissional***

“Os planos de pensões do 2º pilar de previdência (tipicamente) instituídos pelas empresas podem ser suportados financeiramente, ou pela empresa ela mesma – suportes ou veículos internos de financiamento –, ou por entidades juridicamente distintas da empresa – suportes ou veículos externos de financiamento” (OLIVEIRA, 2003: 101).

No primeiro caso, e qualquer que seja a técnica adotada, a fonte de financiamento do plano radica na própria empresa, que assume diretamente a responsabilidade pelo pagamento das pensões aos seus trabalhadores⁴⁷. Como a gestão financeira se faz de forma inteiramente dependente em relação à entidade instituidora, os planos assim sustentados

⁴⁷ Pese embora o seu carácter mais residual, esta possibilidade é tradicionalmente reconhecida. Veja-se, por exemplo, COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998: 67): “deve referir-se que, no que diz respeito ao financiamento do segundo pilar, a constituição ou adesão a um fundo de pensões não é o único meio de financiamento de um plano de benefícios de reforma, podendo, à semelhança do que é feito na Alemanha, ser criado no balanço da empresa uma reserva correspondente à responsabilidade assumida relativamente ao plano de pensões instituído, sem que exista uma parte do activo da empresa afectada a essa responsabilidade”.

não se autonomizam dos destinos e resultados da empresa, razão pela qual são acusados de permitirem uma excessiva concentração de riscos e, por isso, vistos como naturalmente frágeis (FRIJNS e PETERSEN, 1992: 109)⁴⁸.

Na verdade, parece inviável que as entidades empregadoras contratem com os seus trabalhadores a atribuição de benefícios que não estão em condições de garantir. No entanto, e a título de exemplo, foi a isto mesmo que se assistiu em Portugal, até ao reconhecimento legislativo dos FP, em 1986. Num momento em que a legislação incipiente permitia maiores abusos por parte das empresas, as garantias negociadas com os trabalhadores acabavam por ser instrumentalizadas à satisfação dos interesses da entidade empregadora. Conforme salienta Fernando MARQUES (1997: 96-97), fixavam-se benefícios complementares “*sem se estabelecerem garantias adequadas de financiamento, impostas por legislação ou asseguradas pelas próprias empresas, através da constituição de reservas, de provisões, ou da criação de fundos geridos por instituições exteriores às empresas*”. Esta situação levou a que o pagamento das pensões definidas ficasse à mercê do desempenho económico das empresas, ocorrendo, por isso, situações de não cumprimento dos planos ou de redução unilateral do montante das prestações.

Por seu lado, os planos de pensões financiados através de suportes externos assentam em entidades juridicamente distintas das empresas que os instituem, pelo que o risco de financiamento dos planos é separado dos riscos próprios da empresa. O propósito é o de garantir um grau de autonomia que permita isolar o direito à pensão, quer das vicissitudes da relação laboral, quer da condição financeira da empresa. Entre os veículos externos de financiamento encontramos, precisamente, e para além dos seguros de grupo, os FP.

Porque se apresentam como a opção mais sólida sob o ponto de vista da gestão do risco, oferecendo garantias aos beneficiários que se abstraem do desempenho das empresas aderentes, os FP assumem naturalmente um lugar de destaque entre os instrumentos de financiamento dos planos de reforma estabelecidos ao nível empresarial.

⁴⁸ De entre os suportes internos de financiamento dos planos de pensões profissionais destaca-se a constituição de provisões inscritas no passivo do balanço da empresa (*book reserves*); neste caso, os encargos com prestações futuras traduzem-se em meras reservas contabilísticas, com ou sem afetação específica de ativos às responsabilidades assumidas. Trata-se do modelo tipicamente alemão, que ganhou relevância no pós-Guerra, por permitir conceder direitos de pensão aos trabalhadores sem descapitalizar as empresas (OLIVEIRA, 2003: 102-103).

Assim, e para além de evidência prática⁴⁹, esta parece ser uma indiscutível preferência política. Ao nível do direito português, encontramos indícios dessa preferência logo nos primórdios do aparecimento da figura. Por exemplo, foi opção do legislador bancário português a de impor às instituições de crédito que o financiamento das suas responsabilidades com pensões se fizesse exclusivamente através de fundos. Por outro lado, não pode ignorar-se o favorecimento fiscal oferecido às empresas com o lançamento dos FP (OLIVEIRA, 2003: 110-111).

No quadro do direito comunitário, salientamos, por exemplo, a Diretiva relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais (Diretiva 2003/41/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Junho de 2003), que, no art. 2º (alíneas c) e e)), exclui do seu âmbito de aplicação as instituições que recorrem a suportes internos de financiamento.

- *Os fundos nos planos individuais de reforma*

O terceiro pilar da SS, conforme definido pelo Banco Mundial em 1994, assenta em planos subscritos e assumidos pelos cidadãos a título individual e facultativo, que se traduzem num acréscimo dos riscos associados.

Ao fazerem de cada beneficiário, mais do que titular do direito a uma pensão de reforma, um verdadeiro investidor, os planos individuais de pensões trazem à tona, desde logo, a problemática da decisão financeira. Isto é, discute-se aqui a capacidade de cada indivíduo aceder à informação disponível, ponderar racionalmente as várias alternativas, e optar por seguir a estratégia de investimento que lhe proporcionará maior rendibilidade. Neste caso, estará em causa uma escolha entre os vários produtos oferecidos no mercado e entre as várias instituições que os comercializam⁵⁰. Exige-se, portanto, um nível de

⁴⁹ Cfr. OECD (2013: 190): “occupational pensions are overwhelmingly funded through pension funds in most OECD countries, the main exception being countries such as Belgium, Denmark, France, Korea, Norway and Sweden where pension insurance contracts play a larger role, and Germany and Austria where book reserves – provisions sponsoring employers’ balance sheets – are the main type of financing vehicle for occupational pension plans. Personal pension plans are often funded through pension insurance contracts or financial products provided by banks and asset managers. The main exception to this general trend are the mandatory personal pension plans established in countries such as Chile, Estonia, Mexico, Poland, and the Slovak Republic. These systems can only be financed via pension funds during the asset accumulation stage (before retirement)”.

⁵⁰ Gordon CLARK *et al.* (2012) consideram que a ideologia liberal, difusora da ideia de que os indivíduos, enquanto seres racionais capazes de fazer as melhores escolhas, devem ser os primeiros responsáveis pelo seu próprio futuro, tem de ser conciliada com um ‘novo paternalismo’, que admite limitações inatas das decisões individuais, e vem tornar ilógico o conceito de autorresponsabilização, e necessária a ‘coletivização’

literacia financeira de que a maioria dos indivíduos, sobretudo os economicamente mais vulneráveis, não dispõe⁵¹.

Neste âmbito da previdência individual, entre os produtos financeiros oferecidos por instituições bancárias e seguradoras, destinados à captação de aforro, e que preveem o pagamento de prestações a título de reforma, estão, precisamente os FP de adesão individual⁵², que não deixam de apresentar algumas vantagens comparativas.

Com efeito, não podemos esquecer que os FP, vocacionados para o investimento financeiro, conferem aos seus participantes a posse indireta de dezenas ou centenas de títulos, o que seria impossível numa carteira de investidor individual; permitem, assim, um bom nível de diversificação dos ativos (BODIE, 1990b: 425)⁵³.

Por outro lado, as regras próprias a que estão sujeitos, em função da finalidade social que lhes preside, faz dos FP um meio de financiamento da previdência individual relativamente mais seguro; em geral, torna-os um meio de proteção social na velhice e não

dos riscos pessoais. Neste sentido, os autores sugerem que o Estado deve incentivar comportamentos de poupança a longo prazo, apoiando, através da política fiscal, aqueles que queiram fazer provisões por sua própria iniciativa. No entanto, deve fazê-lo apenas a título subsidiário, não deixando nas mãos dos cidadãos uma tarefa que, por natureza, eles são incapazes de desempenhar.

⁵¹ Annika SUNDÉN (2006) identifica várias causas para o desconhecimento dos indivíduos em relação aos seus planos de pensões de reforma: a complexidade dos modelos, que dificulta a recolha de informação; o facto de a passagem à reforma só acontecer uma vez na vida, e por isso não se produzir o efeito erro-aprendizagem; os custos psicológicos de pensar sobre uma questão desagradável; a crença de que existe um sistema público que lhes irá fornecer um adequado nível de benefícios. No entanto, crê a autora que a educação financeira é apta a produzir um impacto positivo efetivo, sobretudo se associada a uma simplificação dos esquemas de pensões, tornando-os mais perceptíveis aos olhos dos participantes.

No mesmo sentido discorrem TURNER e MUIR (2013: 157-163), considerando que a eficácia da privatização da SS estará dependente da ‘educação financeira’ dos envolvidos, já que “a major reason why pension participants make investment errors may be a lack of financial literacy”.

Contra a ideia de que a ‘educação financeira’ pode ser uma resposta adequada ao problema da incompreensão do funcionamento dos mercados, escreve BARR (2002: 5): “some consumer ignorance can be overcome with public education. But there is an irreducible minimum, because even financial sophisticates cannot necessarily be regarded as well-informed consumers, and some degree of consumer ignorance remains inherent”.

⁵² A este nível, os FP coexistem essencialmente com a figura dos seguros de vida.

⁵³ Neste sentido discorre J.M.G.S. QUELHAS (2012: 88): “a gestão colectiva de poupanças, através de instituições financeiras especializadas, proporciona aos pequenos investidores a melhoria da relação entre o risco e o rendimento; com efeito, a constituição de fundos de investimento coletivo possibilita a partilha do risco entre os subscritores e proporciona taxas de rendibilidade superiores às que resultariam da aquisição directa dos activos subjacentes pelos pequenos investidores individuais. Acresce que os fundos de investimento colectivo permitem a captação, a centralização e a canalização de poupanças dispersas para projectos de investimento de maior escala, que, de outra forma, seriam inacessíveis aos subscritores individuais”.

apenas um produto de poupança de longo prazo. Falamos, por ex., das restrições ao nível do resgate antecipado do capital investido⁵⁴.

2.3. A privatização em crise

Em resultado dos contributos enunciados, a proposta da gestão privada de pensões continuou, nos anos seguintes ao seu surgimento, a granjear sucessos no panorama internacional. Basta ver que, entre 1990 e 2009, no conjunto dos países da OCDE, as pensões pagas através de planos privados cresceram 27% mais rápido do que a média do PIB (OECD, 2013: 172).

Todavia, nos anos recentes, começaram a ser dados alguns sinais de abrandamento da campanha a favor da privatização das pensões. Em 2006, o próprio Banco Mundial, na voz de um grupo de avaliação interna, vem reconhecer, em moldes autocríticos, que, em muitos casos, o processo de reforma tinha avançado precipitadamente, sem que estivessem reunidas as melhores condições (IEG, 2006). Por outro lado, no mesmo ano, inicia-se uma reversão do modelo implementado no Chile, em resposta às fragilidades (nomeadamente, os elevados custos de administração e a insuficiente proteção social de alguns grupos) deste que, anos antes, fora tomado como exemplo de sucesso (MURTEIRA, 2013: 180; ILO, 2014: 96).

Os acontecimentos mais marcantes só vieram a ocorrer, contudo, em virtude da crise financeira de 2008, da qual a política dos FP saiu particularmente penalizada. Pergunta-se, até, se não haverá já espaço para podermos falar de uma inversão da tendência de privatização das pensões. De facto, ao revelar as fragilidades dos investimentos financeiros, a crise acaba por pôr em causa a viabilidade dos planos privados de pensões enquanto fontes de rendimento na velhice – como o valor dos ativos detidos pelos FP sofre uma depreciação generalizada, dá-se uma queda abrupta das taxas de

⁵⁴ A este propósito, Philip DAVIS (1995) considera os FP como a melhor alternativa ao nível dos mecanismos de financiamento, tanto do segundo como do terceiro pilar da SS. O autor foca sobretudo a ideia de que as restrições à liquidez, no caso dos fundos, lhes garantem melhores possibilidades de valorização dos ativos, o que, no final, se traduzirá em melhores rendibilidades do que seria de esperar, por exemplo, através dos habituais produtos no mercado segurador.

retorno do capital investido, com natural prejuízo de todos os que confiaram ao mercado as suas poupanças para mais tarde assegurarem um rendimento de substituição⁵⁵.

Conforme expõe a própria COMISSÃO EUROPEIA (2012: 6), “*em alguns países, a crise demonstrou claramente que a capacidade dos regimes de pensões por capitalização para reduzir os riscos e absorver os choques tem de ser melhorada. A recessão e a subsequente deterioração das finanças públicas revelaram igualmente algumas deficiências no modo como certos Estados-Membros tinham procurado criar regimes de pensões privados obrigatórios*”.

O facto é que, nos últimos anos, vários países onde foram implementados modelos privatísticos de pensões (essencialmente, na América Latina e na Europa Central e de Leste) começaram a dar sinais de reversão do processo, reintroduzindo ou fortalecendo a componente pública do sistema.

Enquanto que a Argentina, em 2008, e a Hungria, em 2010, levaram a cabo uma reestruturação total do sistema, outros Estados optaram por tornar facultativa e/ou reduzir a obrigação de participação nos planos privados, que se foram mostrando incapazes de oferecer uma cobertura adequada do risco social de velhice, ao mesmo tempo que começam a ser um peso, e não um prometido alívio, para as contas públicas – em momentos de pressão orçamental, os Estados têm dificuldade em abdicar das contribuições dos trabalhadores a favor dos planos privados. Pode tomar-se como exemplo o caso da Polónia, onde se discutiu a possibilidade de desmantelar o pilar privado, e da Eslováquia, onde a adesão a planos privatísticos se tornou voluntária (MURTEIRA, 2013: 181)⁵⁶.

⁵⁵ Conforme notam IMPAVIDO e TOWER (2009: 19): “private pensions in OECD countries reported US \$4 trillion losses in asset values in the first 10 months of 2008. Pension funds in OECD countries have experienced on average a negative return of nearly 20 percent in nominal terms (22 percent in real terms) since the beginning of the year”.

⁵⁶ Como se lê no relatório da Organização Internacional do Trabalho (ILO, 2014: 96): “Chile was thus also the first country to initiate a re-reform. In 2008 the existing mandatory, privately managed fully funded scheme was complemented by two new public schemes: a basic universal pension for the 60 per cent of the population on lower incomes without pension provision (Pensión Básica Solidaria, PBS) and, alternatively, a government-funded supplement to those with very low pensions (Aporte Previsional Solidario, APS). Moreover, President Bachelet is creating a Public AFP (pension fund). To reduce the administration costs of the private pension tier, public supervision was strengthened and greater competition among pension fund administrators was encouraged. Other countries in the region have also implemented substantial re-reforms of their pension systems: Argentina in 2008, the Plurinational State of Bolivia in 2010 and Uruguay in 2013. While the first two countries completely eliminated the private pillar, Uruguay, like Chile, retained it, but improved supervision and strengthened the public pillar. The main objectives of all these reforms are to improve coverage and adequacy by expanding (Argentina), universalizing (Plurinational State of Bolivia) or introducing (Chile) noncontributory schemes”.

Mesmo assim, há autores que procuram ver a atual crise, não como um fracasso dos modelos de capitalização, mas como reveladora da necessidade de reforçar a abordagem multi-pilar proposta pelo Banco Mundial, diversificando riscos.

Por exemplo, Mark DORFMAN *et al.* (2008) relativizam as perdas sofridas no valor dos ativos detidos pelos fundos de pensões, que, entendem os autores, acabarão por se diluir ao longo do tempo – pelo facto de os investimentos serem projetados para um largo horizonte temporal, devem ser desvalorizados os prejuízos sofridos no curto prazo. Para os autores, essas perdas serão sentidas exclusivamente pelos participantes que têm de reformar-se durante o período de crise, e que são uma pequena parte de todo o universo de participantes. Sob a ótica da entidade gestora, afetarão apenas os planos que já atingiram alguma maturidade e têm um elevado montante de prestações a pagar, e não aqueles cuja maioria das obrigações perante os participantes ainda não venceu. Além disso, as perdas só serão verdadeiramente significativas quanto aos fundos mais expostos ao risco, pelo que lhes serão imunes os FP que seguem políticas de investimento mais conservadoras. Por último, acrescentam ainda que a crise gera uma recessão económica que afeta igualmente os sistemas de repartição, por via da diminuição das receitas causada pelo desemprego⁵⁷.

No mesmo sentido, e funcionalizando o cenário de crise económico-financeira aos seus propósitos, destacamos, nomeadamente, o entendimento da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP, 2012), no ponto em que assume que o contexto de recessão veio provar a insustentabilidade da SS e acentuar a necessidade de “desenvolver novos modelos”. Será uma posição altamente tendenciosa, mas reveladora de que, neste domínio, os discursos se constroem mais de acordo com um conjunto de conceções prévias do que em face dos dados da realidade, por sinal, no passado recente, bastante desfavoráveis à lógica de funcionamento dos FP.

A verdade é que, apesar de tudo, são vários os indícios de que as propostas para a privatização das pensões não morreram e, mais do que isso, continuam a constituir uma opção válida para a generalidade dos países em que o sistema de SS não é menos problemático.

⁵⁷ Nas palavras que bem ilustram a posição dos autores (4): “*governments should recognize that the current financial crisis is a rare “extreme” event. As such, it requires temporary measures to deal with the effects of the crisis rather than structural changes in policy*”.

Por um lado, notamos que, mesmo depois da crise que se abateu sobre os investimentos financeiros, o dismantelamento dos esquemas privados de pensões restringiu-se a casos contados (OECD, 2013: 53). Por outro, as orientações emitidas pelas forças internacionais nesta matéria mostram que a estratégia supranacional permanece inequivocamente favorável à privatização (ORENSTEIN, 2008; COMISSÃO EUROPEIA, 2012; MURTEIRA, 2013). A isto ainda acresce a manutenção do estado de ‘imminente rutura’ dos esquemas tradicionais de SS, na medida em que se tem agravado o condicionalismo que está na base da sua reconhecida ‘insustentabilidade financeira’⁵⁸.

⁵⁸ A este propósito, WHITEHOUSE (2013: 27) demonstra um exponencial aumento da importância relativa dos planos privados de pensões nos vários países da OCDE, assumindo que a tendência é de expansão, na medida em que se prevê que sejam necessários para colmatar as lacunas deixadas pelo baixo nível de benefícios conferidos pelo sistema público.

3. O caso português

3.1. A história da SS portuguesa

Numa análise comparada, é de registar que a implementação da SS portuguesa se vem a mostrar especialmente tardia face à generalidade dos países comunitários⁵⁹. Embora se tenham lançado as bases de um modelo de seguros sociais obrigatórios ainda durante a *1ª República*, a verdade é que a instabilidade política e social então vivida inviabilizou a sua afirmação prática⁶⁰.

De facto, é já no período do *Estado Novo* que vem a ser dado um cunho institucional à previdência social, com raízes jurídicas na Constituição de 1933.

O primeiro passo significativo na criação de um sistema de pensões em Portugal foi dado, em 1929, com a criação da *Caixa Geral de Aposentações*, para proteção exclusiva dos funcionários públicos, mas só em 1933 essa estrutura se alargou aos trabalhadores da indústria, comércio e serviços (CARREIRA, 1996: 60 e ss.; SILVA, 2013: 20). No ano de 1935, quando os seguros sociais de inspiração bismarckiana já se tinham consolidado na Europa ocidental, é promulgada a primeira lei sistematizadora do direito à SS (Lei nº 1884, de 26 de Março de 1935), baseada no *Estatuto do Trabalho Nacional* (inspirado, por sua vez, na *Carta del Lavoro*, de Mussolini), que havia sido aprovado dois anos antes. Quanto à fórmula de financiamento, optou-se primariamente pela estrita capitalização das contribuições, passando-se depois para um método de capitalização mitigada por elementos de repartição.

Tratou-se de um sistema intimamente ligado à organização corporativa da sociedade de então, pelo que a proteção conferida vem a mostrar-se muito desigual, variando consoante a capacidade económica de cada empresa ou setor profissional. Com o

⁵⁹ Para mais desenvolvimentos sobre as raízes históricas do sistema de SS português veja-se, por exemplo, NEVES (1996: 186-226) ou COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998: 54-66).

⁶⁰ Conforme sistematiza SILVA (2013: 18), “no caso de Portugal, este processo precipita-se com a queda da Monarquia e a instauração do regime republicano em 1910. Desde logo, a Constituição de 1911 prevê pela primeira vez o direito à igualdade social, estipulando-se a criação de um serviço de assistência pública. Isto leva, em 1916, à criação do Ministério do Trabalho e da Previdência Social e, em 1919, do Instituto da Segurança Social. É desta época que datam os «seguros sociais obrigatórios» na doença, nos acidentes de trabalho e nas pensões de invalidez, velhice e sobrevivência, os quais, apesar da sua reduzida expressão, marcam um momento histórico na formação do Estado-Providência em Portugal”.

tempo, a tendência foi a de progressivo alargamento a todas as categorias de trabalhadores (CARREIRA, 1996: 60 e ss.; MURTEIRA, 2011: 22-24).

Neste período, os desenvolvimentos registados ao nível da proteção social organizada beneficiaram, à semelhança do que se passava à escala internacional, de um crescimento económico continuado (SILVA, 2013: 24).

No entanto, só a partir de 1974, num contexto pós-revolução, se começa a construir uma verdadeira estrutura generalizada de SS, à qual se prevê o acesso de todos os cidadãos, independentemente do seu estatuto profissional. “*A partir de então, introduzem-se mudanças substanciais em diversos domínios que conduziram a um rápido alargamento da cobertura pessoal e material dos regimes e à alteração do modelo de financiamento e da estrutura orgânica do sistema*” (MURTEIRA, 2011: 23). Com Medina CARREIRA (1996: 79), “*pode mesmo dizer-se que até 1974 vigorou o sistema de seguros sociais obrigatórios. Depois, um verdadeiro regime de segurança social*”. De um modelo de proteção dos trabalhadores em momentos de necessidade, passa-se para um modelo que privilegia a solidariedade entre todos os cidadãos, desconsiderando o vínculo laboral na concessão de benefícios; no fundo, assistimos ao acolhimento das ideias beveridgianas no seio de um sistema originalmente estruturado nos termos em que Bismarck teorizou.

Tratou-se de um momento em que o reforço das políticas de proteção social é sentido como o caminho da legitimação política na instalação do regime democrático (MOZZICAFREDDO, 2002: 38). Assim, a SS é elevada à categoria de direito fundamental, consagrado na *Constituição da República Portuguesa* como uma responsabilidade a cargo do Estado (MARQUES, 1997: 23-24; VARELA, 2013: 23-51).

Perante a urgência de rutura com a austeridade do período ditatorial, e numa linha de intensificação das garantias sociais, o direito à segurança social vem a densificar-se nos anos subsequentes à *Revolução*, quer ao nível material, considerando um maior número de riscos sociais e abrangendo um maior número de pessoas, quer ao nível legislativo⁶¹. O resultado foi inevitável: “*as pensões, que em 1960 rondavam os 15% das despesas correntes, quase atingiram os 73% em 1990*” (CARREIRA, 1996: 108).

⁶¹ Merecem destaque, enquanto diplomas legislativos estruturantes, o Decreto-Lei nº 549/77, de 31 de Dezembro, que consubstanciou uma verdadeira lei orgânica da Segurança Social, bem como a Lei nº 28/84, de 14 de Agosto, a primeira Lei de Bases da Segurança Social.

Com Raquel VARELA (2013: 44-51), notamos que este extraordinário impulso ao nível da concessão política de garantias sociais acontece, como vimos, num momento de crise económica internacional, associada ao choque petrolífero dos anos setenta, que veio determinar uma queda acentuada do PIB. Por isto, é oportuno questionar se, desde o momento da sua gestação, devemos ver a SS como uma estrutura cuja viabilidade está dependente de um contexto económico favorável ou, antes, como uma verdadeira concretização ideológica, resultante, em primeira linha, da vontade política.

De facto, a edificação portuguesa de um verdadeiro *Estado Social* afasta-se da cronologia europeia, onde este modelo já tinha entrado em crise, para marcar a rutura com o regime ditatorial e acompanhar a consolidação democrática. Filipe Carreira da SILVA (2013: 24) afirma que “*a democracia nasce e consolida-se entre nós como uma promessa de igualdade, mas também social e económica, um objectivo para o qual o projecto de construção de um Estado-Providência moderno era central*”.

A entrada de Portugal para a *Comunidade Europeia*, em 1986, constituiu, também, um marco histórico fundamental na história da SS portuguesa, que passa a estar sujeita a orientações comunitárias. Na prática, registou-se um aumento bastante significativo dos quantitativos das prestações concedidas. De acordo com os dados apresentados por Juan MOZZICAFREDDO (2002: 46), “*a taxa de crescimento médio das pensões mínimas, entre 1985 e 1995, foi de 18,4% para o regime geral, de 16,2% para o regime rural e de 15,4% para o regime social*”. No entanto, sem que isto signifique uma verdadeira melhoria das condições de vida dos pensionistas relativamente à generalidade da população ativa, onde se registou uma evolução positiva de rendimentos bem mais significativa.

3.2. Caracterização geral

- ***Enquadramento jurídico***

No plano jurídico, e entendendo-se que as normas de direito internacional convencional, que referimos no *ponto 1.1*, vigoram na ordem jurídica portuguesa em termos supralegais mas infraconstitucionais, a fonte preponderante para a compreensão do direito à segurança social acaba por ser o artigo 63º da *Constituição da República Portuguesa*. Trata-se de um preceito ancorado no princípio geral da dignidade da pessoa

humana (art. 1º da CRP) e que se consubstancia numa incumbência do Estado, atribuindo ao poder público a responsabilidade na organização de um sistema de SS.

Desta norma constitucional resulta que o sistema público de SS está vinculado à observância de determinadas características: universalidade (deve proteger todos os cidadãos), integralidade (deve destinar-se a cobrir todos os riscos sociais), unidade (deve integrar os vários mecanismos de proteção num único sistema), descentralização (deve ser autónomo relativamente à administração central direta do Estado, inclusive ao nível financeiro) e participação (deve contemplar o envolvimento dos interessados na sua organização) (CANOTILHO e MOREIRA, 2007: 815-817).

Em cumprimento da incumbência resultante da CRP, vigora a Lei de Bases da Segurança Social (LBSS), correspondente à atual Lei nº 4/2007, de 16 de Janeiro, e que “*define as bases gerais em que assenta o sistema de segurança social (...), bem como as iniciativas particulares de fins análogos*”.

- ***Estrutura organizativa***

De acordo com o definido na LBSS, o sistema português de SS integra uma componente previdencial, financiada com quotizações dos trabalhadores e contribuições das entidades empregadoras proporcionais aos salários, e que visa assegurar rendimentos de substituição do trabalho aquando da verificação de determinadas contingências, entre as quais se destaca, precisamente, a velhice. Paralelamente, integra também um subsistema de solidariedade, que não pressupõe o cumprimento de uma obrigação contributiva individual, mas é sustentado por todos os contribuintes através do sistema fiscal; o intuito é o de auxiliar a população mais carenciada, por referência a rendimentos mínimos. Quanto ao método de financiamento, e embora integre, desde 1989, um elemento de capitalização (o chamado *Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social*, a que já nos referimos), o subsistema previdencial e, por maioria de razão, o subsistema de solidariedade, continuam a obedecer às regras da repartição.

Além destes dois, está ainda previsto um terceiro subsistema, o denominado subsistema complementar, que funciona de acordo com o método de capitalização, abrindo espaço à emergência de novas entidades (de natureza privada) na garantia de rendimentos

de substituição, essencialmente a título de prestação de reforma⁶². No entanto, esta componente de gestão privada de pensões já está para além do conceito estrito de SS que aqui adotamos, correspondendo, antes, ao modelo alternativo que atrás descrevemos.

Quanto a este ponto, não podemos deixar de notar a ‘confusão orçamental’ no seio do sistema de SS, onde o risco de velhice não está verdadeiramente autonomizado de outros riscos sociais (desemprego, doença, parentalidade), existindo uma gestão comum para as pensões de reforma e para outras prestações mais imediatas, ambas financiadas por uma taxa contributiva global.

Da mesma forma, nem sempre se verifica, na prática, a desejável independência financeira entre subsistema previdencial e subsistema de solidariedade; pelo contrário, as receitas do primeiro (provenientes das contribuições dos trabalhadores) foram sendo, muitas vezes, destinadas ao financiamento do segundo, que deveria ser suportado pelos impostos que o Estado foi evitando consignar-lhe. Esta circunstância chega a ser apresentada como causa endógena da crise da SS, que entra em défice pelo facto de o Estado não cumprir com a sua responsabilidade de assegurar as receitas necessárias ao funcionamento do subsistema de solidariedade (CARREIRA, 1996: 103 e ss.; NEVES, 1998: 66-73; LAVOURAS, 2003: 127). Para Juan MOZZICAFREDDO (2002: 49), trata-se “*de uma irregular funcionalidade do sistema e de uma transferência dos encargos sociais do Estado, suportado pelos contribuintes em geral, para um acréscimo de esforço, na resolução financeira do sistema, dos activos que descontam também para o regime contributivo*”⁶³.

⁶² Em rigor, esta estrutura complementar da SS não é integrada exclusivamente por entidades privadas, já que as notas que a distinguem verdadeiramente das restantes componentes da SS são a da gestão financeira de acordo com o método da capitalização, além da adesão individual e voluntária. Com efeito, instituído pelo art. 82º da própria LBSS e regulamentado pelo DL nº 26/2008, de 22 de Fevereiro, vem a ser criado no nosso país um regime que, observando as notas da gestão em capitalização e da adesão individual e voluntária, não deixa de ter natureza pública. Não obstante, e em resultado da sua pouca expressão, tem sido mantido à margem da discussão em torno do subsistema complementar, que é normalmente identificado com a ideia de previdência privada.

⁶³ A falta de autonomia financeira pode ainda acontecer, num sentido mais amplo, não apenas entre subsistemas de SS, mas entre o orçamento geral da SS e as restantes responsabilidades do Estado. Ilustramos este ponto com uma reflexão deixada por Ilídio das NEVES (1998: 128): “de facto, num regime de repartição pura, ocorrendo saldos, (...) não existem regras claras e consistentes que regulem o seu destino e a sua utilização, em termos de permitir consolidar financeiramente a segurança social. O Estado limitou-se, de modo pragmático, mas indevidamente, a absorver esses saldos, poupando assim o erário público e lançando a confusão sobre a natureza das finanças próprias do sistema. É, porém, quando ocorrem défices, mesmo conjunturais, que se revela a desprotecção financeira dos regimes de segurança social. Na falta de apoios

Com o intuito de obstar a esta desorganização interna da SS, Álvaro MATIAS (1999: 171) defende uma autonomia de gestão entre as várias componentes que a integram, fulcral para promover a disciplina financeira e garantir “*que os recursos captados com base em contribuições dos trabalhadores sejam canalizados exclusivamente para segurar o risco social coberto (no caso, o envelhecimento) e não quaisquer outras prestações com carácter assistencial, como por exemplo o subsídio de desemprego*”. Na mesma linha, Nazaré da Costa CABRAL (2013) propõe a criação de uma taxa contributiva específica para as pensões de reforma, ou, pelo menos, a autonomização da parcela correspondente no quadro da taxa contributiva global, com o intuito de promover a transparência do sistema⁶⁴.

3.3. Gestão privada de pensões: uma lógica de complementaridade

A doutrina tem sido unânime em reconhecer que a integração de uma componente complementar à SS no pagamento de prestações sociais é tolerada pelos imperativos constitucionais, encontrando-se ainda dentro do âmbito de concretização do direito à segurança social, previsto no art. 63º da CRP. Desde que se preserve o papel interventivo do Estado neste domínio, tem-se entendido que a participação de entidades privadas no domínio das pensões, em regime de complementaridade, pode, conforme estabelece o art. 15º da LBSS, “*melhorar a cobertura das situações abrangidas e promover a partilha das responsabilidades nos diferentes patamares da proteção social*”.

Neste sentido, sintetizam Gomes CANOTILHO e Vital MOREIRA (2007: 821): “*o esquema organizativo do sistema público de segurança social recortado pela Constituição não exclui a sua segmentação em dois níveis, de forma a prever formas de segurança*

financeiros de retaguarda, só restam as soluções de obter fundos no mercado financeiro ou bancário, através de empréstimos, ou de recorrer a subvenções extraordinárias do Estado”.

⁶⁴ Nas palavras que, ilustrativamente, demonstram a posição da autora (165), “este processo de autonomização da gestão e financiamento das prestações imediatas relativamente às pensões procuraria justamente ‘limpar’ o sistema da segurança social de um acervo de prestações que podem bem ser assumidas como objectivo primacial do Estado – num quadro de universalismo – ou assumidas como prestações financiadas pelos interessados (entidades empregadoras ou trabalhadores) em esquemas de seguro social próprios (...). Depurado das prestações sociais imediatas, o sistema de segurança social ficaria reduzido à gestão das pensões (por velhice e morte) e, assim, com maior capacidade analítica e operativa para se focar no desafio da sustentabilidade de longo prazo – pois, na verdade, são as pensões, pelas suas regras de formação ao longo do tempo, que reclamam, hoje mais do que nunca, a definição de regras de jogo equilibradas quanto à gestão dos direitos e expectativas das diferentes gerações envolvidas”.

social complementar baseadas em prestações monetárias adicionais obrigatórias e geridas através de fundos de pensões numa base de capitalização”.

De facto, a importância que as estruturas complementares da SS foram adquirindo ao nível das garantias adicionais de proteção durante a velhice parece ser hoje relativamente unânime. No entanto, não deixa de se pôr a questão de saber qual o peso que a componente de capitalização privada deve ter no reforço dos benefícios pagos pelo sistema de SS.

Estamos perante uma discussão que se iniciou essencialmente a partir de 1998, em torno do Livro Branco da Segurança Social. Resultado de uma Comissão criada por iniciativa governamental, o documento acaba por se mostrar uma decorrência lógica das preocupações difundidas pelo Relatório de 1994 do Banco Mundial, centrando-se na avaliação de respostas aos problemas estruturais da SS portuguesa. Embora se tenha chegado a conclusões pouco sólidas, a alternativa de capitalização em moldes privatísticos é realmente ponderada pela Comissão, suscitando a controvérsia entre os peritos⁶⁵. Em concreto, a hipótese mais discutida foi a do ‘plafonamento’, isto é, a da previsão de um limite máximo de contribuições para a SS (que corresponde também, naturalmente, a um montante máximo de prestações a pagar pelo sistema público), a partir do qual as responsabilidades com pensões passariam a ser obrigatoriamente geridas por entidades privadas segundo as regras da capitalização (COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL, 1998). Tratou-se de reconhecer que só o estabelecimento de um limite superior contributivo pode abrir espaço à complementaridade oferecida por uma segunda pensão privada⁶⁶.

⁶⁵ Conforme perspetiva Nazaré da Costa CABRAL (2013: 157), “havia sobretudo, por parte da linha ‘mainstream’ do Livro Branco, esta concepção maniqueísta do ‘bom’ e do ‘mau’ sistema: o mau sistema, o sistema de repartição vigente, incapaz de responder ao desafio da demografia e da sustentabilidade financeira da segurança social; o bom sistema, o da capitalização, fazendo repercutir (e bem) na formação das pensões os efeitos do envelhecimento da população”.

⁶⁶ Esta solução do plafonamento foi, no quadro das tentativas reformistas, apresentada como uma alternativa no caminho para a sustentabilidade do sistema público de repartição – “a médio e a longo prazos, a introdução do plafonamento permitiria assegurar a redução da despesa com o pagamento de prestações sociais (*maxime* de pensões) – pois que também elas seriam limitadas no seu valor máximo – e, desta forma, preservar a sustentabilidade financeira futura do sistema público de repartição (reconduzido agora ao primeiro pilar de protecção social)” (CABRAL, 2010: 154).

No entanto, e apesar de ser uma hipótese aberta pela letra da lei (consubstanciada na redação do art. 58º da LBSS), o legislador ainda não teve, desde o início do debate, a coragem de sobrecarregar o orçamento da SS com uma tão pesada decisão.

Ora, é precisamente no âmbito deste subsistema complementar que, no nosso país, se permite o desenvolvimento de estruturas de gestão privada de pensões em regime de capitalização, isto é, dos FP⁶⁷.

“Os fundos de pensões em Portugal resultam, portanto, da ideia já amplamente veiculada e divulgada de que a protecção social se constrói conjugando iniciativas públicas e privadas, colectivas, empresariais e individuais, obrigatórias e facultativas, de repartição e de capitalização” (OSÓRIO: 2003, 151).

No quadro da realidade portuguesa, a história dos FP remonta a 1984, com a regulamentação de esquemas complementares pela LBSS. Em 1985, com o DL n° 323/85, de 6 de Agosto, legisla-se pela primeira vez sobre os fundos. No entanto, assume-se tradicionalmente que a sua concreta afirmação fica a dever-se, acima de tudo, aos benefícios fiscais que lhes estiveram associados e que foram, desde logo, consagrados no DL n° 216/87, de 29 de Maio (COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL, 1998: 69; A.P.S. QUELHAS, 2010: 373).

Daí para diante, a produção legislativa nesta matéria tem sido substancial, explicada, em parte, pela necessidade de acompanhar o próprio desenvolvimento dos mercados financeiros. Por outro lado, se o legislador foi, de início, pouco exigente ao nível das garantias de eficácia na gestão dos fundos (talvez porque viu a maior liberdade em termos de regime jurídico como o caminho para a consolidação prática desta nova figura), com o tempo, vai procurando responder às exigências regulatórias cada vez mais prementes⁶⁸. Atualmente, os FP são regulados pelo DL n° 12/2006, de 20 de Janeiro, a que já fizemos referência.

Em termos de números, têm também vindo a ganhar uma relevância crescente. De acordo com dados do Instituto de Seguros de Portugal (ISP, 2014), *“no primeiro trimestre de 2014 o número de fundos de pensões sob gestão foi de 222 (...). As contribuições*

⁶⁷ Quanto a este ponto, veja-se a posição de Fernando MARQUES (1997). De acordo com o autor, o desenvolvimento dos FP não correspondeu, contudo, a uma lógica de complementaridade com a SS, até porque a sua previsão legislativa não surgiu devidamente articulada com o sistema público. Nas suas palavras (32), “o forte crescimento dos fundos de pensões, que, no entanto, não significa necessariamente a criação de esquemas complementares (pois em muitos casos apenas se deu cobertura financeira, ou outra forma de cobertura, a complementos já existentes), nem que se tratasse sempre de prestações complementares. Recorde-se que, o maior volume de fundos de pensões respeitará à banca, cujos trabalhadores não foram, na generalidade dos casos, integrados na Segurança Social”.

⁶⁸ Cfr. OLIVEIRA (2003: 24-25). Sobre a evolução jurídico-legislativa dos FP, veja-se, nomeadamente, OSÓRIO (2003: 136-145) ou GARCIA (2003: 268-280).

efetuadas para fundos de pensões cresceram cerca de 352% face ao seu valor em período homólogo do ano anterior. Por seu lado, os benefícios pagos pelos fundos de pensões aumentaram cerca de 6%. (...) Os ativos geridos pelos fundos de pensões representavam no final de março de 2014, 15,8 mil milhões de euros, um acréscimo de 4,6% face aos valores do final de 2013”.

3.5. Atuais desafios

No quadro da realidade portuguesa, os problemas que afetam o sistema de SS acompanham aquelas que são as tendências para o mundo desenvolvido, conforme descrevemos no *ponto 1.3*.

Em particular, a evolução demográfica tem-se mostrado especialmente prejudicial ao equilíbrio financeiro do sistema público de pensões – *“entre 1960 e 2005, a esperança média de vida aumentou cerca de quinze anos tanto para os homens como para as mulheres, cifrando-se, em 2009, nos 79,6 anos (média de homens e mulheres)”*; *“entre 1960 e 2011, a taxa de natalidade desceu de uma média de 3 filhos por casal para apenas 1,3, a segunda mais baixa entre todos os países da OCDE”* (SILVA, 2013: 38).

Ora, este panorama vem ditar um aumento, tanto absoluto como relativo, do número de pensionistas, e uma pressão crescente sobre o orçamento da SS⁶⁹. Conforme esclarece Medina CARREIRA (1996: 87), *“um pequeno número de activos face a cada inactivo não pode gerar os meios financeiros suficientes para proporcionar prestações de conteúdo satisfatório, especialmente se o rendimento médio de cada activo não for muito elevado, como acontece em Portugal”*.

De acordo com o que se diz no Relatório do Orçamento de Estado para 2014, *“Portugal é hoje o terceiro país da União Europeia que mais gasta, em percentagem do PIB, nesta rubrica de despesa, superado apenas por Itália e França”*; *“em 2013, a despesa em pensões representa cerca de 30% da despesa pública. O sistema de pensões é, por isso, uma questão central de debate sobre o modelo de prestações sociais que o Estado tem, ou não, capacidade para conceder, tendo em conta que não se perspectiva que a evolução da receita contributiva acompanhe a tendência pelo lado da despesa. Este é um ponto*

⁶⁹ Para uma leitura detalhada sobre a evolução do número de pensionistas em Portugal, que tem registado aumentos muito significativos ao longo dos anos, veja-se CARREIRA (1996: 83 e ss.).

fundamental a considerar quando está em causa a sustentabilidade não só dos sistemas de segurança social como das próprias finanças públicas portuguesas” (MINISTÉRIO DAS FINANÇAS, 2013: 54).

Neste contexto, e para além das ‘medidas de exceção’, levadas a cabo num quadro de emergência financeira e delineadas de acordo com as diretrizes gerais da intervenção da *Troika*, têm vindo a ser seguidas várias estratégias políticas no sentido da redução da despesa do sistema de SS. Em concreto, no que respeita às restrições do montante das pensões, privilegiou-se: a consideração de toda a carreira contributiva no apuramento da remuneração de referência; a introdução do ‘fator de sustentabilidade’, que liga o valor das novas pensões à evolução da esperança média de vida; a previsão de um mecanismo de revalorização automática das pensões em curso (APFIPP, 2012).

Focamo-nos, a título de exemplo, no ‘fator de sustentabilidade’, enquanto critério coadjuvante de determinação do valor das pensões, previsto no art. 64º da LBSS e concretizado pelo art. 35º do DL nº 187/2007, de 10 de Maio⁷⁰. Trata-se, de acordo com a Lei, de submeter o montante das prestações de reforma, apurado nos termos legais, a um elemento de cálculo “*relacionado com a evolução da esperança média de vida, tendo em vista a adequação do sistema às modificações resultantes de alterações demográficas e económicas*” (art. 64º, nº1 da LBSS). Deste modo, a introdução do ‘fator de sustentabilidade’ vem, mais do que trazer uma indefinição quanto ao montante a auferir, provocar a diminuição do valor da pensão à medida que aumenta a esperança média de vida⁷¹.

Da mesma forma opera a mudança na regra de cálculo das pensões, introduzida pelo DL nº 35/2002, de 19 de Fevereiro, entretanto revogado pelo DL nº 187/2007, de 10 de Maio. Com efeito, o cálculo do montante das pensões passa a ter por referência as

⁷⁰ Note-se, contudo, que esta não é uma especificidade do panorama nacional. Pelo contrário, trata-se de uma inovação política que, de acordo com dados recentes da OCDE, tem vindo a ser seguida em muitos países (OECD, 2013: 55 e ss.).

⁷¹ Nazaré da Costa CABRAL (2010: 180) chega a considerar que esta medida prefigura uma verdadeira mudança de paradigma. De acordo com a autora, “o factor de sustentabilidade, para além de visar a adequação do sistema às alterações da demografia, reflectindo-as no valor da pensão, significa, acima de tudo, uma inflexão fundamental no nosso sistema público de pensões: de ora em diante, o valor da pensão já não é algo de calculável ou potencialmente definido; pelo contrário, a pensão do futuro, por virtude do factor de sustentabilidade (também ele variável em função da alteração da esperança média de vida), tenderá a ser cada vez mais um valor indefinido e instável”.

remunerações auferidas ao longo de toda a carreira contributiva, e não a média dos melhores dez dos últimos quinze anos, como acontecia anteriormente.

Simultaneamente, deve referir-se que esta opção de tornar cada vez mais indefinido o montante da prestação de reforma tem sido confirmada pela via jurisprudencial. Isto mesmo vem mostrar, por exemplo, o Acórdão nº 187/2013 do Tribunal Constitucional, quando conclui expressamente, no ponto 59 da fundamentação: *“o que está constitucionalmente garantido é o direito à pensão, não o direito a um certo montante, a título de pensão. Este resulta da aplicação de critérios legalmente estabelecidos, mas de valor infraconstitucional”* (TRIBUNAL CONSTITUCIONAL, 2013). Reiterando esta posição, o Tribunal configura o direito à pensão de reforma como uma garantia relativa que, de certa forma, está na dependência *“das disponibilidades financeiras do Estado, sendo, nesse sentido, mais permeável «à pressão da conjuntura», sobretudo, nos períodos mais críticos de dificuldades económicas. Essa especial vulnerabilidade justifica-se não apenas com o facto de o direito à pensão alocar recursos financeiros imediatos, mas também devido à própria estrutura do direito. O direito à pensão tem na sua formação uma estrutura temporal de média e longa duração, pelo que, durante a vida da prestação, os contextos socio-económicos que enquadram a atividade legislativa podem alterar-se radicalmente”* (TRIBUNAL CONSTITUCIONAL, 2014: 4697).

Perante um quadro de constrangimentos financeiros e consequente limitação dos benefícios atribuídos aos pensionistas, a questão da gestão privada de pensões com base em fundos de capitalização tem estado no centro do debate sobre a reforma da SS, enquanto se vai percebendo que o caminho das reformas paramétricas é demasiado curto e, para alguns, está já a esgotar-se⁷².

⁷² Note-se que esta polémica é, desde logo, levantada pela dinâmica constitucional. Como escreve Rui MEDEIROS (2005: 646), *“o legislador ordinário dispõe, em qualquer caso, de uma liberdade não despicienda na delimitação da fronteira entre o sistema básico de segurança social público e os sistemas privados complementares. Cabe ao legislador, com a sua legitimidade democrática, definir, em cada momento histórico, num quadro limitado de recursos materiais e financeiros, as prestações mínimas que devem ser asseguradas pelo Estado nas situações de falta ou diminuição de meios de subsistência ou de capacidade para o trabalho. É, pois, tarefa da lei a definição do conteúdo mínimo do direito à segurança social que deve ser efectivado pelo sistema público e a concomitante delimitação do âmbito das prestações complementares que podem ser contratualizadas com entidades privadas”*.

Parte II

Ponderação de alternativas

1. A natureza da entidade prestadora: entre o público e o privado

Como vimos, a privatização dos sistemas de pensões de reforma é uma história que acompanha o discurso neoliberal, e que começa com o argumento nos termos do qual a prestação de serviços pelo Estado sempre será feita em termos menos eficientes do que seria pelo mercado. Inversamente, as forças resistentes a esta nova proposta veem no Estado a única entidade capaz de zelar pelos fins que acompanham a organização de um sistema de pensões.

Nas palavras de Pierre ROSANVALLON (1984: 87), podemos assumir que “*o debate contemporâneo sobre o Estado-providência caiu no impasse da alternativa estatização/privatização. Os argumentos económicos e os a priori ideológicos conjugam-se para caminhar neste sentido: aumentar a socialização ou encontrar um novo equilíbrio baseado na extensão da privatização. O futuro só é encarado sob estas duas formas. Por um lado, o cenário «social-estatista», por outro, o cenário «liberal»*”.

Com efeito, na discussão que o tema suscita, encontram-se, desde logo, questões relacionadas com o carácter privado dos FP, por oposição à SS, de base pública e universal. Numa análise comparativa, parece-nos ser esta a primeira dicotomia a mobilizar, no sentido de expor aquilo que se discute em torno da gestão pública ou privada das pensões de reforma.

1.1. Fundamentos da intervenção pública

A questão das pensões de reforma está, na sua génese, associada a um certo ‘paternalismo’ por parte do Estado. Assumiu-se, desde logo, que os contornos dos problemas que nesta sede se colocam exigiam uma sólida intervenção do poder público e desaconselhavam, por outro lado, a submissão às regras do mercado. Isto porque, só o Estado, com o seu *ius imperium*, poderia organizar um sistema de pensões verdadeiramente universal, em que os cidadãos participassem de forma obrigatória.

- *A ‘miopia’ individual*

As finanças comportamentais têm vindo a desenvolver o conceito de ‘efeito miopia’ para designar a dificuldade humana na tomada de decisões financeiras racionais que impliquem horizontes temporais especialmente longos; ou, também, a preferência pelo consumo presente em detrimento da constituição de provisões que contemplem o consumo futuro. A metáfora serve a ideia de que os indivíduos são tendencialmente incapazes de visualizar, com nitidez, as contingências de um tempo que ainda lhes parece demasiado distante (CREEDY, 1998: 118; NEVES, 1998: 135; SULLIVAN, 2005: 6; MURTEIRA, 2011: 39; CLARK *et al.*, 2012: 171).

Assim, e para obstar à desvalorização da possibilidade de ocorrência futura de riscos sociais, o Estado arroga-se o direito de lhes impor a participação obrigatória num esquema de pensões, com o fim de lhes assegurar os rendimentos suficientes para enfrentarem as necessidades de consumo durante a velhice.

Esta ideia, de que o poder público deve ser chamado a colmatar as falhas nas capacidades de decisão dos indivíduos, tem sido usada como um dos principais argumentos a favor da institucionalização da SS, apta a evitar que os cidadãos sofram, na velhice, os efeitos da sua imprudência na juventude (DIAMOND, 1977: 281 e ss.; THOMPSON, 1998: 28; MATIAS, 1999: 79).

No entanto, se este problema justifica a adoção de um esquema de pensões coativo, de participação obrigatória, pouco nos diz acerca do domínio público ou privado desse mesmo esquema.

Com efeito, quase reúne unanimidade a ideia de que, por razões de consistência social, é aqui justificável um certo grau de paternalismo, na medida em que há decisões que não devem ser totalmente entregues aos impulsos do livre arbítrio dos indivíduos⁷³.

⁷³ Mesmo aqui há, apesar de tudo, quem ofereça resistência, e sustente dever mitigar-se o paternalismo associado à obrigatoriedade de participação nos planos de pensões, de forma a permitir adaptá-los às especificidades de cada carreira contributiva, evitando que os indivíduos sacrifiquem excessivamente o consumo durante a vida ativa, por terem de constituir provisões desnecessárias, ou fiquem demasiado dependentes de ‘empréstimos de emergência’, por não acautelarem os montantes suficientes para as suas necessidades no período de aposentação. Esta é a posição de Salvador VALDÉS-PRIETO (2006), que assume que a garantia de liquidez parcial da participação num plano de pensões é uma possibilidade real nos planos total ou parcialmente capitalizados, que podem vender ativos para ‘conceder crédito’ aos seus membros. Por forma a salvaguardar a sustentabilidade, aplicar-se-iam condicionantes como a exigência de mínimos contributivos, o adiamento da idade efetiva de reforma e a concessão de incentivos ao ‘repagamento’.

Edward WHITEHOUSE (2013: 42 e ss.) vai ainda mais longe, e apresenta um conjunto de razões contra a obrigatoriedade de participação nos esquemas de pensões, com base na ideia de que estes pressupõem uma taxa de substituição universal, forçando alguns indivíduos a aforrar mais do que lhe seria

Mesmo a generalidade daqueles que advogam um sistema de pensões baseado na lógica dos fundos admite também que essa solução só é viável se passar por um certo constrangimento à liberdade de escolha dos indivíduos. A ideia é a de que os esquemas privados, por si só, não inviabilizam a presença do Estado, que deve coagir os cidadãos a participarem num plano de pagamento de pensões a título de reforma, independentemente da sua natureza pública ou privada. Aliás, é isto que vimos acontecer, por exemplo, no domínio da responsabilidade civil, em que o Estado impõe aos cidadãos a subscrição de seguros privados obrigatórios⁷⁴.

O próprio Banco Mundial defende que as finalidades globalmente associadas aos programas de pensões, mesmo no domínio dos planos privatísticos, só podem ser alcançadas de forma eficaz se a participação for obrigatória; sustenta, por isso, a necessidade de os governos manterem um papel ativo no domínio das pensões, muito embora ele possa ser levado a cabo sem uma intervenção direta, como tradicionalmente vinha a ser feito (WORLD BANK, 1994).

- ***A seleção adversa***

O fenómeno da seleção adversa também surge, neste âmbito, como argumento a favor da intervenção do Estado ao nível da cobertura do risco individual de longevidade. Aplicado ao mercado dos seguros, radica essencialmente numa disparidade de informação entre segurador e segurado, a favor deste último – “*a selecção adversa acontece quando o*

necessário; por outro lado, os planos de pensões não são o único meio para se assegurar um rendimento na velhice, e por isso afrontam a liberdade daqueles que preferem outro tipo de investimentos.

Em resposta aos que criticam os excessos da intervenção pública neste domínio, cabe-nos dizer que o paternalismo advém não apenas da imposição de participação num determinado esquema de pensões, mas também de qualquer outro meio que o Estado use para moldar o comportamento dos cidadãos. E, nesse caso, as próprias políticas de benefícios fiscais, que promovem a adesão a FP, serão paternalistas – de alguma forma, o poder público substitui-se ao indivíduo na escolha de uma alternativa de poupança/investimento, ao torná-la mais atrativa, o que acaba por se consubstanciar numa ‘coerção mitigada’.

Isto mesmo parece sugerir Philip DAVIS (1995: 79-81), quando questiona a lógica que está por detrás da consagração de um regime fiscal mais favorável para os FP, relativamente a outras formas de poupança; no entanto, e sem as dúvidas que aqui deixamos, o autor sugere precisamente os privilégios fiscais como uma nova alternativa de execução (paralela às imposições decorrentes da lei) para a política das pensões. Nas suas palavras (269): “we feel that compulsion in social security is sufficient; an efficient company-pension sector, with appropriate tax incentives, should be sufficient to attract employers and employees. The self-employed may be covered by suitably tax-advantaged personal pensions”.

⁷⁴ Contra esta ideia, veja-se NEVES (1998: 134-142). O autor considera que a obrigatoriedade de adesão não é admissível no âmbito dos regimes privados, que só podem vigorar enquanto se mantiver o cariz voluntário. Isto porque, enquanto o poder coativo é próprio do Estado, o conceito de mercado está inevitavelmente ligado à ideia de liberdade. Como tal, o Estado não estará autorizado a privilegiar um específico segmento de mercado, com a imposição de subscrição pelos cidadãos dos produtos por ele oferecidos.

segurado dispõe de informação mais precisa do que o segurador sobre a probabilidade de experimentar um determinado acontecimento” (MURTEIRA, 2011: 35).

Ora, como a procura no mercado dos seguros de vida é constituída essencialmente pelos indivíduos que esperam viver mais anos do que a média, o preço do seguro, fixado de acordo com o risco médio representado pelo universo de todos os segurados, irá parecer pouco atrativo para a maioria dos consumidores (BODIE e MERTON, 1993: 195).

Se os efeitos da seleção adversa se repercutem num aumento do preço de mercado, os indivíduos que acreditam situar-se abaixo da média, com um ‘baixo risco’, optarão por abandonar o mercado, de forma a evitarem pagar um prémio excessivo para a sua categoria de risco (BLAKE, 2003: 605).

Na ótica da entidade seguradora, teremos, por isso, uma carteira constituída maioritariamente por indivíduos de ‘alto risco’, o que provocará um esforço financeiro acrescido, já que terão de ser mobilizadas mais verbas para o pagamento de prémios.

Assim se vê que a submissão às regras do mercado neste domínio pode revelar-se especialmente nefasta, aconselhando a que o Estado não deixe na livre disponibilidade dos indivíduos a opção de subscreverem, ou não, produtos de escopo previdencial.

No entanto, também aqui não nos parece fazer sentido reduzir o problema da seleção adversa à dicotomia público/privado, pois, segundo cremos, ele está mais associado ao carácter facultativo de determinado modelo, por oposição à ideia de obrigatoriedade de participação. Isto porque se permite que os beneficiários ponderem os reais custos e benefícios de permanecerem no sistema, o que os levará a abandoná-lo no caso de verificarem que as contribuições que lhes são exigidas superam os benefícios que eles esperam vir a auferir.

Neste sentido, BODIE (1990 e 1990b), DAVIS (1995), MATIAS (1999), BLAKE (2003), GARCIA (2003) ou LAVOURAS (2003) associam a problemática da seleção adversa à hipótese de não haver participação coativa num esquema de pensões, considerando que a coercividade do sistema é apta a contrariar este fenómeno. Entendem, por isso, que a seleção adversa tende a verificar-se essencialmente no mercado dos produtos de poupança de subscrição individual e voluntária⁷⁵, e que pode ser evitada com a organização de planos

⁷⁵ Philip DAVIS (1995: 9) apresenta o problema da seguinte forma: “these problems arise from asymmetries of information between private insurers and those buying annuities; only those with a high life expectancy

de pensões profissionais (leia-se, de participação imposta pelas entidades empregadoras), que conjugam os diferentes níveis de risco de longevidade, sem permitir que os participantes que esperam viver menos anos do que a média abandonem o sistema. A isto acresce que, como forma de tornar mais eficaz o combate ao problema, os planos de pensões devem oferecer rendas vitalícias como única opção de pagamento – isto é, não permitir a remição, mesmo que parcial, em capital.

No fundo, o que se diz é que as dificuldades associadas à seleção adversa não chegam a impor a organização das pensões de reforma no quadro de um sistema público de repartição.

- ***O risco moral***

Igualmente desenvolvido no quadro do mercado segurador, o conceito de risco moral (uma tradução literalista do inglês *moral hazard*) aplica-se às situações em que há uma alteração do sentido normal da conduta dos sujeitos que, conscientes da existência de uma garantia que suportará as consequências das suas ações, acabam por modificar a probabilidade de ocorrência de determinado evento. Em termos gerais, trata-se de uma maior exposição ao risco quando existe a consciência de que os danos resultantes de determinado evento têm a sua cobertura assegurada (MURTEIRA, 2011: 35)⁷⁶.

Perante a ameaça de risco moral, a institucionalização da SS afirma-se como um meio de proteger os prudentes contra os imprudentes, na medida em que impõe a obrigação de contribuir financeiramente para o sistema num momento prévio à distribuição de benefícios, evitando que os cidadãos se deixem ficar ‘à sombra’ desse sistema (BODIE e MERTON, 1993: 196; THOMPSON, 1998: 29).

No entanto, esta ideia não está umbilicalmente ligada ao sistema de SS, mas apenas à parte em que esse sistema se rege por princípios de corresponsabilidade (entre contribuições prestadas e benefícios conferidos), e já não de solidariedade.

De facto, regimes pouco ou nada contributivos, associados à garantia de um rendimento mínimo a todos os cidadãos, com base na ideia de não-exclusão – no fundo,

(i.e. bad risks) will tend to buy them, which induces increases in the price, and withdrawal of more of the good risks. In the limit the market may cease to function, or at least be prohibitively priced”.

⁷⁶ Tanto o risco moral como a seleção adversa designam, antes de mais, tipos de falhas do mercado. Porém, enquanto a seleção adversa é um problema prévio à celebração do contrato, fazendo com que determinados indivíduos nem sequer contratem, o risco moral é um problema posterior, levando o segurado a alterar o seu comportamento no sentido de uma menor diligência depois de celebrado um contrato de seguro.

regimes inspirados na doutrina beveridgiana –, abrem espaço à verificação de comportamentos *free riding*. Isto é, os indivíduos abstêm-se de poupar por acreditarem que, no caso de caírem numa situação de vulnerabilidade económica, a sociedade irá apoiá-los, independentemente de como tenha sido o seu comportamento anterior; assim se permite que os *free riders* acabem por fruir de proteção social sem que tenham incorrido no custo correspondente, multiplicando-se os beneficiários de um sistema para o qual não contribuíram⁷⁷. Conforme escreve Martin SULLIVAN (2005: 11), “*free-riding can occur where society is unwilling to allow people to live out their old age in penury. The willingness of taxpayers to support the elderly poor will diminish people’s incentive to make their own provision for retirement. (...) By forcing individuals to save for retirement, public pensions protect taxpayers against free-riders*”.

Com efeito, e para responder à necessidade de evitar comportamentos oportunistas, impõe-se, mais uma vez, a obrigatoriedade de participação no sistema (MATIAS, 1999; CAMPOS, 2000).

- ***Intervenção e/ou ‘salvação’ pública***

Em sede de intervenção pública no domínio das pensões de reforma, ainda arriscamos dizer que, independentemente da entidade que promova o plano de pensões, a responsabilidade do Estado na garantia dos direitos dos beneficiários nunca se afasta completamente.

Isto porque, se o discurso em torno da insustentabilidade da SS pode aconselhar à partilha de responsabilidades com o mercado, não é menos verdade que a dimensão social das obrigações em causa parece exigir aos FP uma segurança reforçada por garantias públicas. A este propósito, Pierre CONCIALDI (2010: 129-130) considera que a aleatoriedade do funcionamento dos mercados financeiros sujeita os regimes de capitalização a um risco de tal forma elevado que eles próprios não lhe conseguem fazer face – “*en cas de crise, la seule garantie possible est celle de l’État. Autrement dit, les systèmes en capitalisation ont nécessairement besoin de la répartition (des recettes*

⁷⁷ Neste sentido, há quem veja a presença do poder público na organização de planos de pensões, por si só, como desencadeadora de um comportamento de desleixo nos cidadãos, que têm razões para acreditar que o Estado irá colmatar as lacunas nos seus rendimentos futuros (PESANDO, 1992; DAVIS, 1995: 125; ROSNER, 2003: 163).

courantes apportées par l'État) pour fonctionner. En sens inverse, un système en repartition peut très bien se passer de capitalization”.

Em consequência, o Estado é muitas vezes visto como prestador de última instância, e chamado a preencher as lacunas criadas por insuficiências de capital, ou mesmo por falências dos FP (ORSZAG e STIGLITZ, 2001: 39; MATTIL, 2006: 34 e ss.; FINE, 2010: 101; MARTINS, 2013: 201). Referindo-se aos numerosos casos de colapso financeiro de FP americanos e ingleses, John GRAHL (2009: 193) deixa transparecer que o Estado nunca se desonera do risco de insolvência dos fundos, que, em princípio, lhe seria exterior⁷⁸.

Também Russel COOPER e Thomas ROSS (2001) veem a existência de entidades públicas a oferecerem garantias de pagamento aos beneficiários como uma das causas para o problema das insuficiências de capital dos FP⁷⁹. Isto porque o sentimento de segurança acaba por levar a gestão do fundo a assumir maiores riscos nos seus investimentos, na medida em que é expectável a cobertura de eventuais perdas. No mesmo sentido, Hélène INTRATOR (1997) admite que as garantias públicas se traduzem numa descapitalização voluntária dos fundos, que assim transferem os custos dos riscos assumidos para a esfera estadual (sobretudo quando os prémios pagos às entidades públicas que prestam as garantias são independentes do risco ligado à estratégia de gestão). Assim, “*ao dar à iniciativa privada, particularmente ao sector financeiro, uma permissão alargada para criar e atribuir crédito mantendo mesmo assim uma garantia implícita ou explícita de que o Estado iria cobrir quaisquer grandes prejuízos, as autoridades estavam a dar um poderoso incentivo ao comportamento irresponsável, ou mesmo criminal*” (SHUTT, 2005: 23).

Por tudo isto, podemos dizer, com Birgit MATTIL (2006: 52): “*in terms of sustainability, public and private solutions may not differ as much as it seems at first*

⁷⁸ Neste sentido, Harry SHUTT (2005: 83) denuncia a cumplicidade do poder público nos fracassos da gestão privada de pensões: “entretanto, é claro, as únicas vítimas desta fraude oficialmente autorizada foram os milhões de pensionistas expostos à ruína desde o crash do mercado do início do milénio e os contribuintes a quem foi pedido que subsidiassem a indústria através de reduções fiscais massivas (no valor de cerca de 14 mil milhões de libras por ano na Grã-Bretanha) e de ajudas financeiras a esquemas falhados (de facto, devido ao enorme volume de dinheiro até agora acumulado em fundos de pensões, pode parecer que estes degeneraram num gigante esquema subsidiado de compra de acções, em que as empresas recebem incentivos fiscais para comprar as acções umas das outras a preços cada vez mais inflacionados)”.

⁷⁹ Assim escrevem (684): “the insurance has introduced a new reason for underfunding: moral hazard. To the extent that premiums paid for this insurance are not very carefully priced to reflect the risks involved, employers and employees will have an incentive to leave plans underfunded to maximize the value of this insurance”. Veja-se também ROSNER (2003: 163).

glance. If a public subsistence guarantee exists, private scheme failure may translate into a sustainability risk for the public finances”.

1.2. Poupança e investimento

- **Poupança**

É comum assumir-se que os países cujo sistema de pensões de reforma é organizado com base num modelo PAYGO tendem a apresentar taxas de poupança mais baixas, tendência que se acentua com o aumento do grau de cobertura do sistema (PESANDO, 1992; WORLD BANK, 1994; SAMWICK, 2000)⁸⁰. Pelo contrário, os planos privados, geridos em capitalização, são tradicionalmente vistos como um estímulo à poupança (WORLD BANK, 1994; ENGEN e GALE, 1997; KOTLIKOFF, 1997; PEREIRA, 1997; CAMPOS, 2000; JAMES, 2000; PEDRAS, 2000). Ou seja, assume-se que os mecanismos de proteção social associados ao investimento financeiro são aptos a fazer crescer a taxa de poupança nacional, contrariamente ao que acontece num sistema de repartição, onde a não acumulação de capitais levará a uma maior fuga para o consumo⁸¹.

O raciocínio é apresentado pelo Banco Mundial em termos muito claros: *“the policy conclusion: funded plans have the potential to increase household saving and productive capital formation, whereas pay-as-you-go plans do not. But this potential may not be realized unless pension funds are insulated from government control and their resources are channeled through the capital market, on a competitive basis, with incentives for productive investment”* (WORLD BANK, 1994: 309).

⁸⁰ A questão dos efeitos da SS sobre a poupança, academicamente tão debatida, passa invariavelmente por considerar a teoria do ciclo de vida, que nos diz que, para manterem aproximadamente o mesmo nível de consumo ao longo das suas vidas, as pessoas poupariam parte do seu rendimento durante o período ativo com destino aos gastos durante os anos de aposentação. Por isso se reconhece que, após a introdução de um sistema PAYGO, a primeira geração de contribuintes se vê obrigada a destinar parte dos seus rendimentos ao pagamento das pensões dos reformados, em vez de os transformar em aforro; a propensão para o consumo da primeira geração de beneficiários será, por isso, superior ao decréscimo do consumo das outras gerações, o que se traduz numa diminuição global da poupança (ENGEN e GALE, 1997; KOTLIKOFF, 1997).

⁸¹ Impõe-se notar, desde já, que este raciocínio é exclusivamente aplicável a um contexto em que os rendimentos excedam as necessidades de consumo. De facto, se pensarmos na realidade de países, ou de famílias, dominados por situações de pobreza, é fácil ver que os indivíduos não serão capazes de aforrar mais do que aquilo que já fazem sem pôr em causa a sua sobrevivência condigna no momento atual. Esta é a primeira crítica que nos parece dever ser feita: se é verdade que os FP são aptos a fomentar a poupança, só o serão se optarmos por considerar um nível de rendimentos que nem sempre se verifica.

Porém, e embora seja notória uma tendência para a constituição de aforro individual com a participação generalizada em FP (ou, da mesma forma, com a abolição dos esquemas de repartição), é de salientar que altos níveis de poupança das famílias não conduzem necessariamente a altos níveis de poupança global de um país. Com efeito, devem ser considerados, tanto os efeitos dos esquemas de pensões na poupança privada, como na poupança pública, avaliados com base na taxa de poupança agregada.

Neste sentido, e em termos macroeconómicos, para que a adoção de um esquema baseado em FP dê origem a um maior volume de poupança, o aumento da poupança privada terá de exceder a diminuição da poupança pública; o que nem sempre acontecerá, sobretudo se tivermos em conta que a adoção de planos privados está naturalmente associada a gastos por parte do Estado. Falamos, nomeadamente, dos incentivos fiscais à participação em FP (PESANDO, 1992: 123; MATIAS, 1999; GRAHL, 2009: 188), mas também dos custos de transição entre os dois sistemas (CESARATTO, 2006: 33; MADEIRA, 2013), temas que desenvolveremos mais adiante.

Por outro lado, autores como ORSZAG e STIGLITZ (2001: 21-23) ou Miguel MADEIRA (2013) assumem que só num momento inicial de implementação do sistema a lógica da capitalização se pode traduzir em maiores níveis de poupança (ao receberem-se contribuições num momento em que ainda nenhuma pensões estão a ser pagas), mas já não quando o sistema entra no seu funcionamento regular.

Sob o ponto de vista empírico, Boaventura Sousa SANTOS *et al.* (1998: 299) observam que, embora não existam dados suficientes para gerar conclusões quanto a este ponto, a experiência verificada noutros países é esclarecedora, no sentido de que não se pode associar a proliferação dos FP a um maior nível de poupança. No mesmo sentido, John GRAHL (2009: 188) compara o caso dos EUA e do Reino Unido, em que as pensões de reforma são amplamente entregues ao mercado, com o da Alemanha, dominado pelo típico esquema PAYGO e onde a poupança das famílias é substancialmente superior, para concluir que não deve reconhecer-se uma relação direta entre gestão privada de pensões e aumento da poupança agregada.

Desta forma, e pese embora a ampla discussão que tem sido travada desde os anos setenta, numa controvérsia doutrinal assente em estudos econométricos, a verdade é que os resultados apresentados são, por natureza, inconclusivos, em parte porque é difícil determinar qual o comportamento de poupança adotado perante outras circunstâncias. Não

existe, por isso, consensualidade quanto a saber qual o resultado final da opção entre a gestão pública e a gestão privada de pensões sobre o total da poupança de um país (MATIAS, 1999: 164).

No final, cabe ainda lembrar que elevadas taxas de poupança não têm de se traduzir em bem-estar para a generalidade da população⁸². Considerando o que escreve Andrew SAMWICK (2000), se a propensão marginal para o consumo tende a diminuir com o aumento do rendimento, transferir capital, no seio de uma mesma geração, dos mais pobres para os mais ricos, acabará por fazer aumentar os níveis de poupança⁸³. Ora, a ausência de fórmulas redistributivas na lógica dos fundos de pensões é apta a gerar este efeito, sem que, no entanto, e neste ponto em concreto, importe progressos no nível de vida da maioria dos cidadãos.

- **Investimento**

Num segundo momento, aqueles que veem os FP como potenciadores do aumento da poupança, assumem também que essa poupança será naturalmente conduzida no sentido de servir de suporte financeiro ao crescimento económico, através da sua aplicação em investimento produtivo. Pelo contrário, a SS é percebida como um entrave ao investimento, por implicar um desvio de recursos que poderiam ser postos ao serviço da economia⁸⁴. Este foi, desde logo, o entendimento oficial do Banco Mundial (WORLD BANK, 1994).

⁸² ENGEN e GALE (1997) destacam, desde logo, o facto de a poupança implicar normalmente um sacrifício do consumo atual em nome do consumo futuro, diminuindo, por isso, a qualidade de vida daqueles que aforram. Este raciocínio aplicar-se-á essencialmente aos indivíduos (ou aos Estados) mais pobres, cujas necessidades de consumo num determinado momento tendem a ser equivalentes, ou até a superar, os seus níveis de rendimento.

⁸³ Fazendo uso das suas palavras (266), “the reduction in saving that may result from the introduction of a social security program, even if that program is PAYG, may on balance represent an improvement in household welfare. If the pension reform eliminates the income redistribution or provides restricted access to fair annuities, then saving may rise while welfare falls”.

⁸⁴ Neste sentido, Philip DAVIS (1995) associa à SS um efeito ‘*crowding-out*’ sobre o investimento privado, isto é, um desvio de capitais privados para o financiamento da despesa pública. Desde logo, porque se o seu orçamento for deficitário, o Estado terá de recorrer a empréstimos, usando dos recursos disponíveis no mercado financeiro e que podiam ser destinados a melhores fins. Além disso, diz o autor que, como a lógica da SS pressupõe que o Estado assuma compromissos financeiros num momento em que não dispõe de receitas suficientes para lhes fazer face, se o valor presente dos compromissos futuros exceder as contribuições pagas pela geração atual (o que é particularmente evidente num contexto de envelhecimento demográfico), gera-se um défice implícito que, no futuro, vem a provocar o mesmo efeito.

Na mesma linha, veja-se também IGLESIAS e PALACIOS (2001: 243): “the diversion of an important pool of long-term savings to projects with low returns or for higher government consumption implies an

Conforme sintetiza ORENSTEIN (2008: 17), “*another important aspect of private management of pension funds is that pension savings become available for investment. Advocates of the new pension reforms emphasize that these reforms create a pool of domestic capital that can be used to finance economic growth, increasing incomes of all citizens, including retirees*”.

No entanto, trata-se de um juízo que não está imune a contestação.

Em primeiro lugar, a poupança pode não se repercutir em investimento e, por isso, não fomentar o desenvolvimento económico, já que não há garantias de que o tecido empresarial esteja pronto para colocar ao serviço do investimento produtivo maiores somas de capital (GHILARDUCCI, 1995; BEATTIE e MCGILLIVRAY, 2000; BARR, 2002). Aliás, tal presunção cai na falácia de pressupor que há sempre pleno emprego dos recursos económicos, e ignora a possibilidade, tão comum, de os investimentos poderem ser puramente especulativos⁸⁵.

Por outro lado, deve notar-se a tendência para os investimentos realizados pelos FP se centrarem sobretudo em grandes empresas, o que representa uma dificuldade particularmente marcante nos países, como Portugal, em que a realidade económica se constrói em torno de um tecido empresarial de pequena e média dimensão. De facto, se os FP predominam no financiamento da economia, mas depois seguem uma estratégia de investimento que não responde às reais necessidades do espaço em que se inserem, acabam por potenciar distorções no mercado, a favor de empresas maiores, como são as dos serviços financeiros (PESANDO, 1992: 126; DAVIS, 1995: 170-172; GARCIA, 2003: 252).

important opportunity cost for the economy. Private capital markets are robbed of liquidity, and good projects do not find financing”.

⁸⁵ Invocamos aqui as palavras de Boaventura Sousa SANTOS *et al.* (1998: 298), centradas na realidade portuguesa: “relativamente aos reflexos positivos sobre a economia nacional, importa notar que os montantes a investir anualmente serão certamente muito elevados face às possibilidades de investimento de facto, produtivo, pelo que se observará um “empolamento” artificial dos “preços” dos investimentos, ou a colocação em mercados estrangeiros, o que a ocorrer não contribuirá, obviamente, para o desenvolvimento económico do nosso país”.

A este propósito, Lawrence THOMPSON (1998: 53) oferece um exemplo simples: se as poupanças das famílias forem captadas por instituições de crédito que as usam, por exemplo, no financiamento do consumo de outras famílias ou na compra de títulos da dívida pública, então um eventual aumento na taxa de aforro não tem qualquer impacto em termos de suporte financeiro ao investimento económico produtivo. Para o autor, são as condicionantes macroeconómicas, ao lado da orientação seguida pelo poder político, que põem a poupança ao serviço do desenvolvimento económico, ou, pelo contrário, fazem dela um mecanismo de contração da economia.

Ainda no quadro dos efeitos puramente económicos, importa lembrar que um aumento da poupança das famílias representa, por si só e de forma imediata, um refreamento do consumo e, por isso, da procura de bens, o que, em vez de incentivar o investimento, pode traduzir-se apenas num prolongamento dos períodos recessivos da economia (PESANDO, 1992: 123; CESARATTO, 2006: 33; HUFFSCHMID, 2009: 248).

A isto se pode acrescentar que, ao contrário dos FP, a SS é tradicionalmente apresentada como um estabilizador macroeconómico, na medida em que permite conter as tendências expansionistas ou contracionistas que atravessam os ciclos da economia⁸⁶. Se as pensões de reforma públicas são tradicionalmente financiadas pelas contribuições de quem trabalha, é fácil ver que, durante os períodos recessivos, o aumento do desemprego conduzirá um decréscimo nas receitas da SS; inversamente, nas fases de prosperidade, o bom desempenho económico fomenta a criação de emprego e a formação de receitas. Como tal, *“na depressão, portanto, a segurança social é deficitária, absorvendo menos rendimentos do que os que cria, enquanto na prosperidade é superavitária, absorvendo mais rendimentos do que os que distribui”* (RIBEIRO, 1997: 431-433). Assim se percebe que as prestações atribuídas pelo Estado são aptas a gerar um efeito contra cíclico, exatamente porque estimulam o consumo nos períodos em que ele tende a diminuir e, por isso, mitigam os efeitos das recessões económicas.

Ao invés, a gestão em capitalização tenderá a produzir um efeito pró-cíclico, o que evidencia a vulnerabilidade desta solução face aos momentos depressivos da economia – os *“fundos têm tendência para acompanhar a evolução económica, gozando de prosperidade em fases de acelerado crescimento económico e enfrentando crises de solvabilidade aquando do surgimento de crises económicas”* (MATIAS, 1999: 183). Daqui resulta que o potencial efeito benéfico dos FP sobre o investimento produtivo sai prejudicado pela circunstância de estar dependente de bons resultados económicos, e dificilmente se verificar em épocas de recessão, nas quais seria especialmente proveitoso.

⁸⁶ Este é um efeito amplamente reconhecido mesmo por entidades oficiais. Veja-se, por exemplo, COMISSÃO EUROPEIA (2012).

1.3. Mercado de trabalho

- ***O (des)incentivo ao trabalho***

Em primeiro lugar, os contestatários da SS opinam no sentido de que as elevadas contribuições que esta impõe às entidades empregadoras, refletindo-se num aumento dos custos do trabalho e retirando competitividade às empresas, acabam por conduzir a um decréscimo na procura de mão-de-obra, o mesmo é dizer, ao agravamento das taxas de desemprego (DAVIS, 1995; PEREIRA, 1997; MATIAS, 1999; CAMPOS, 2000; FOX e PALMER, 2001: 114).

Da mesma forma, diz-se tradicionalmente, que a partir do momento em que as contribuições para a SS são sentidas como um imposto (e não como uma taxa que à qual está associada uma contrapartida⁸⁷) haverá um desincentivo ao trabalho ou, pelo menos, uma tendência de fuga para o sector informal, o que conduz a distorções no mercado de trabalho, para além de agravar a evasão fiscal. A razão é a de que, tanto os trabalhadores como as entidades empregadoras, se vão sentir motivados a operar à margem da lei, com o intuito de evitar os elevados encargos devidos à SS, e aos quais não corresponde um benefício direto (WORLD BANK, 1994: 119 e ss.; JAMES e VITTAS, 1996: 165; CAMPOS, 2000; HOLZMANN, 2001: 144; WHITEHOUSE, 2013).

A isto acresce o problema do recurso à reforma antecipada, tendencialmente associado aos sistemas públicos que conferem amplos benefícios aos seus pensionistas, particularmente quando a relação entre contribuições pagas e prestações recebidas é ténue⁸⁸. Nesse caso, o que está em causa é a criação de um incentivo ao abandono precoce do mercado laboral, e à substituição do trabalho por lazer, porque se eliminam os lucros marginais ligados ao aumento do tempo de trabalho. O mesmo é dizer que, permitir ao beneficiário aceder precocemente à prestação de reforma faz com que a continuidade do

⁸⁷ Para Maria Matilde LAVOURAS (2003: 170 e ss.), por exemplo, as contribuições a cargo das entidades patronais não revestem a natureza de taxa, mas de verdadeiro imposto, por não se verificar qualquer “correspetividade entre o montante suportado pela entidade patronal, e um qualquer benefício individualizado que esta possa vir a receber”; o mesmo defende para as quotizações do próprio trabalhador, no seio de um sistema puro de repartição.

⁸⁸ Nazaré da Costa CABRAL (2010: 166-168) denuncia, precisamente, a utilização excessiva das pensões antecipadas, pelo poder público, como forma de intervir no mercado de trabalho.

Em oposição àquela que é a ideia generalizada, ORSZAG e STIGLITZ (2001: 33-35) entendem que os incentivos à reforma antecipada, tradicionalmente vistos como um ponto fraco do sistema de SS, não lhes estão necessariamente associados, e podem também existir no seio de esquemas privados.

trabalho envolva um imposto implícito na forma de renúncia à pensão (PESANDO, 1992: 117-120; DAVIS, 1995; THOMPSON, 1998: 73; JAMES, 2000)⁸⁹.

Se estes efeitos de desincentivo ao trabalho parecem, à partida, desaconselhar a opção por um sistema de pensões pouco exigente quanto ao esforço contributivo (e demasiado benevolente quanto a benefícios), não chegam a impor, em absoluto, a lógica dos FP. De facto, nada obsta a que sejam combatidos com a reformulação da própria SS, no sentido de construir uma maior correspondência entre contribuições sobre o trabalho e prestações de reforma (CAMPOS, 2000: 79; RUTKOWSKI, 2004; CESARATTO, 2005: 314)⁹⁰. Trata-se da lógica subjacente aos planos nocionais, que atrás desenvolvemos.

- ***A dinâmica empresarial***

Dir-se-á que a imposição de encargos contributivos às entidades empregadoras se justifica, em primeira linha, pelo facto dos benefícios a título de reforma representarem um investimento em capital humano, e, por isso, suscetível de gerar ganhos de produtividade. Ao criar nos trabalhadores a expectativa de receberem rendimentos de substituição durante a velhice, a SS introduz no mercado laboral um elemento de segurança, fulcral para a motivação e, por isso, para a produtividade da mão-de-obra (CESARATTO, 2005: 307).

Assim sendo, as responsabilidades financeiras das empresas, até para que se construa um ambiente de alguma ‘sustentabilidade social’, não seriam eliminadas com a ausência de obrigações contributivas para a SS. De facto, se é essencialmente a partir dos rendimentos do trabalho que os cidadãos fazem provisões para a velhice, as entidades empregadoras não podem deixar de estar presentes, desde logo, no fornecimento desses mesmos rendimentos. Se não o fizerem através do pagamento de contribuições para o sistema público, irão fazê-lo com a constituição de FP profissionais em benefício dos

⁸⁹ Segundo Correia de CAMPOS (2000: 84), a ponderação feita em termos de reforma antecipada prende-se essencialmente com um juízo de natureza fiscal: “o beneficiário tem à sua frente um *trade-off* entre salário actual com contribuições para a segurança social e regime de IRS independente da carreira contributiva, por um lado, e uma pensão, ainda que pequena, complementável por trabalho não taxado no sector informal e beneficiada pela anulação de contribuições para a segurança social, a que acrescem isenções especiais de IRS, por outro”.

⁹⁰ No raciocínio apresentado pelo Banco Mundial, “when escape to the large informal sector and other means of evasion are easy, it is more important than ever to keep payroll taxes low and link benefits closely to these taxes. One way to do that is to keep redistributive public pension programs modest, while supplementing them with large, mandatory retirement saving plans that directly link workers' contributions to their benefits” (WORLD BANK, 1994: 320).

trabalhadores, ou, pelo menos, com a atribuição de remunerações compatíveis com a possibilidade de se aderir a planos individuais de reforma.

Há, no entanto, quem entenda que um sistema de FP, em alternativa à SS, produziria melhores efeitos sobre as relações de trabalho. Nomeadamente, fidelizando os trabalhadores às empresas e fomentando o sentimento de pertença à organização produtiva, com reflexos na motivação e na produtividade, traduzidos em ganhos económicos para a entidade empregadora (BODIE, 1990b; PESANDO, 1992). Nesta ótica, Philip DAVIS (1995) argumenta no sentido de que a implementação de FP de teor profissional funcionaria como um mecanismo ao serviço da estabilidade das relações laborais, reduzindo o fenómeno do *turnover* laboral⁹¹.

Não obstante, colocam-se particulares desafios, ao nível das relações de trabalho, quando se aplicam as regras dos FP. Por um lado a ideia de coatividade sobre as contribuições empresariais parece ser necessária para que se preservem mínimos sociais aceitáveis. Conforme sugere James PESANDO (1992: 120-121), se a adesão a um FP for voluntária, as empresas só o farão se os ganhos obtidos, em termos de produtividade (ou de benefícios oferecidos pelo Estado, acrescentamos nós) superarem os custos envolvidos. Caso contrário, irão fazer refletir esses custos, necessariamente, em cortes nos salários dos trabalhadores, o que pode vir a ser demasiado oneroso para estes últimos, especialmente quando pensamos naqueles que desempenham funções já em si mal remuneradas.

Por outro, deve garantir-se que a eventual cessação do contrato de trabalho não determina a desvinculação do trabalhador ao FP profissional⁹².

⁹¹ Ilídio das NEVES (1998: 59) associa estes benefícios à ideia geral de proteção social na velhice, e não os coloca na dependência da opção por um ou outro modelo, entendendo que constituem sempre “um factor de estabilização das relações de trabalho, pois a garantia de segurança económica nos riscos sociais contribui para a redução da conflitualidade laboral e social, bem como para a continuidade da ligação dos trabalhadores à sua empresa e para a motivação do exercício da respectiva actividade”.

Por seu lado, Maria Teresa GARCIA (2003: 29) liga-os, em termos históricos, aos FP de natureza profissional – “o desejo de atrair e reter empregados de elevada produtividade, conjuntamente com o desejo sincero de providenciar segurança financeira aos empregados reformados, foi, de facto, um dos motivos mais fortes que levou o empregador a adoptar um plano de pensões”.

⁹² À partida, é difícil conceber uma cobertura satisfatória por meio de FP empresariais numa época dominada por vínculos laborais precários. Se, no espaço europeu, os direitos dos trabalhadores em matéria de segurança social estão garantidos juridicamente por Regulamento (Regulamento (CE) n.º 883/2004 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de Abril de 2004, relativo à coordenação dos sistemas de segurança social), ele não abrange, no entanto, os regimes privados.

Ao mesmo tempo, e considerando os benefícios de que foram sendo alvo, é importante assegurar que os FP não se reconduzem a um mero mecanismo de obtenção de vantagens fiscais, preservando a superioridade do seu papel social sobre o propósito de engrandecer os lucros empresariais (PESANDO, 1992).

1.4. Custos

- ***Encargos para o orçamento público***

A enorme pressão orçamental que a SS põe sobre as contas públicas tem sido um dos argumentos mais recorrentes por parte das vozes críticas, sobretudo quando o sistema atinge a sua maturidade, e os compromissos assumidos pelo Estado perante a primeira geração de contribuintes começam a materializar-se em obrigações concretas de pagamento. Com efeito, logo em 1994, o Banco Mundial lançou uma perspetiva alarmista sobre os crescentes níveis de despesa pública associados ao pagamento de pensões de reforma (WORLD BANK, 1994). Desde então, este discurso tem vindo a ganhar terreno.

Com efeito, há aqui algo de incontestável: as responsabilidades com o pagamento de pensões representam uma parcela cada vez significativa nos orçamentos dos Estados, de tal forma que as contribuições cobradas junto da população ativa não são já, em geral, suficientes para lhes fazer face⁹³. Assim, será o erário público, através de transferências fiscais, a assumir os défices apresentados pela estrutura da SS⁹⁴.

Com efeito, um desafio que se coloca atualmente aos FP profissionais situa-se ao nível da portabilidade dos direitos em caso de cessação da relação de trabalho, por forma a que não constituam obstáculos à mobilidade laboral e à flexibilização do mercado de trabalho (COMISSÃO EUROPEIA, 2012: 14).

⁹³ De acordo com dados oficiais, “public pensions are often the largest single item of government expenditure, accounting for 17% of total government spending on average”; “in average pension expenditure is forecast to grow from 9.3% of gross domestic product (GDP) in 2010 to 11.7% of GDP in 2050” (OECD, 2013: 174).

⁹⁴ Particularizamos aqui a experiência portuguesa. De acordo com dados do Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social, durante o 1º semestre do corrente ano, e embora a despesa geral da SS tenha caído 2%, a despesa ligada ao pagamento de pensões aumentou 1,1%. Por outro lado, e recorrendo aos valores apurados durante o ano de 2013, os gastos com pensões excederam o total de contribuições e quotizações em 681,4 milhões de euros (IGFSS, 2014).

No entanto, é imperioso que se vejam com clareza os resultados apresentados. As contas da SS não podem ser comparadas com as contas de um FP em termos de valores brutos, pela simples razão de que a SS abarca mais componentes de proteção social para além das pensões de velhice, o que a torna necessariamente mais dispendiosa. Assim, ao fazermos uma análise detalhada das contas da SS em 2013, vemos que o valor de despesa em pensões de velhice (11.813 milhões de euros) não excedeu o valor das receitas em quotizações e contribuições (13.423 milhões de euros); esse excesso resulta apenas da integração de outras despesas na rubrica ‘pensões’, nomeadamente de complementos de sobrevivência ou benefícios a antigos combatentes. Além disso, e em geral, não podemos ignorar que os défices serão resultado, em grande parte, da cobertura

Neste seguimento, o incentivo à introdução de componentes privadas no domínio das pensões tem sido primordialmente justificado com a necessidade de reduzir a despesa pública. Cabe-nos perguntar, no entanto, se esta é uma solução verdadeiramente eficaz, considerando que a via da privatização sempre comporta, pelo menos indiretamente, custos para o Estado⁹⁵.

Em primeiro lugar, interessa referir que o fomento desta alternativa se faz, em regra, através de uma estratégia de benefícios fiscais – a própria COMISSÃO EUROPEIA (2012: 14) refere os “*incentivos fiscais e outros tipos de incentivos financeiros*” como importantes meios de desenvolver a poupança-reforma privada –, o que leva a que a concessão das responsabilidades com pensões a entidades privadas não desonere totalmente a contabilidade pública. Neste quadro, o custo dos incentivos fiscais é geralmente medido por referência ao conceito de ‘despesa fiscal’, desenvolvido na década de sessenta, com base na ideia de que a diferença entre os montantes pagos num regime fiscal regular e num regime fiscal favorável corresponde a um subsídio atribuído pelo Estado às entidades que beneficiam deste tratamento (OECD, 2013: 172)⁹⁶.

Quanto ao impacto concreto da despesa fiscal nos orçamentos públicos, os dados empíricos não são, contudo, conclusivos. Enquanto a OCDE o desvaloriza – “*data on tax expenditures for retirement savings are available for 21 OECD countries. More than half of these figures are 0.2% of GDP or less. And in only five countries – Australia, Canada, Iceland, Ireland and the United Kingdom – are reported tax expenditures worth 1% of GDP or more*” (OECD, 2013: 172), Edward WHITEHOUSE (2013), por exemplo, apresenta dados de 2007 relativos a uma seleção de países da OCDE, de acordo com os quais os

de riscos sociais que os FP não contemplam, de que é maior exemplo o subsídio de desemprego. Por isto mesmo, parece-nos inviável tentar estabelecer comparações seguras a este nível.

⁹⁵ A este propósito, veja-se o enunciado geral apresentado por Susan DEVEREUX (2001: 195): “shifting responsibility to the private sector does not, however, guarantee an automatic decrease in the total cost to either the public sector budget, or to the economy as a whole, of supporting the retired population. For the public sector, there can be additional costs associated with government subsidies, transition arrangements, the regulation and supervision of schemes and government rescue packages when things go wrong. These costs can be less obvious than the public pension expenditure but can be considerable and result in a higher overall public sector cost. For the economy as a whole, a shift to the private sector will result in a reduced costs only if, as a result of this shift, the incomes of the retired are decreased relative to those of the rest of the population”.

⁹⁶ Conforme conclui CONCIALDI (2010: 130): “mais dans tous les pays où existent des systèmes en capitalisation plus ou moins développés, les avantages fiscaux accordés pour l’adhésion à ces systèmes représentent un coût considérable pour le budget de l’État”.

incentivos fiscais custam em média 14% do total de despesa direta com pensões de reforma.

Por outro lado, a afirmação dos planos previdenciais privados geridos em capitalização financeira vem tornar necessária a construção de um sólido sistema de supervisão, que proteja os aforradores e futuros pensionistas contra os riscos dos mercados de capitais em geral, e contra os comportamentos abusivos das entidades gestoras dos fundos em particular. Se os FP, por natureza expostos às fragilidades do sistema financeiro, desempenham também uma função social, o poder público não pode deixar de criar estruturas que avaliem a sua solvabilidade, e, por consequência, a sua capacidade para cumprir as obrigações previstas nos respectivos planos de pensões por eles financiados.

Aos custos administrativos dos corpos de supervisão juntam-se ainda os custos que advêm da intervenção regulatória na atividade privada de gestão de pensões, o que totalizará um encargo público bastante significativo⁹⁷.

Do mesmo modo, se a opção por um sistema de gestão privada deixa nas mãos do Estado, pelo menos, determinados encargos como a recolha de contribuições, conforme sugerem alguns autores⁹⁸, então, além de não haver um alívio das contas públicas, não se permite uma avaliação justa da eficiência dos modelos privados.

Por último, temos de ter presente que os mais acérrimos defensores da privatização das pensões apoiam, simultaneamente, a manutenção da responsabilidade do Estado no fornecimento de uma prestação mínima, ou, mais amplamente, no combate à pobreza entre os idosos. Trata-se da posição sustentada por autores como Estelle JAMES (2000) ou Paul BRIDGEN e Traute MEYER (2007: 228 e ss.), ao admitirem as prestações públicas apenas para os cidadãos com rendimentos tão baixos que os impossibilitem de participar em planos privados. A mesma ideia preside ao entendimento oficial do Banco Mundial, que, pese embora o incentivo aos planos de capitalização privada, continua a defender a

⁹⁷ Por isto mesmo escreve Jörg HUFFSCHMID (2009: 248): “in fact, in several countries, including Mexico, Bolivia, and Peru, the cost of operating the supervisory body that regulates the financial institutions that offer the individual accounts exceeds the total administrative costs of operating the Social Security system in the United States (measured relative to contributions)”.

⁹⁸ FOX e PALMER (2001: 118-121), por exemplo, veem a responsabilidade pública pela gestão das contribuições como uma forma de gerar economias de escala: se a autoridade tributária já tem uma estrutura organizada para esse efeito ao nível da SS, seriam praticamente inexistentes os custos marginais de se estender essa estrutura aos fundos privados.

existência de um pilar não contributivo para fazer face às necessidades dos idosos mais carenciados (WORLD BANK, 1994 e 2008)⁹⁹. No panorama português, também segue este sentido, por exemplo, a proposta da Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, que propugna um modelo “*menos dependente do Estado e mais próximo da iniciativa dos cidadãos, das famílias e das empresas*”, mas não deixa de reivindicar a garantia de um “*rendimento público de solidariedade*” (APFIPP, 2012: 2).

Perante isto, é fácil ver que, despojar a SS das contribuições que a alimentam (transformadas em montantes submetidos à gestão de FP num sistema de capitalização privada), mas onerá-la com encargos suportados por transferências orçamentais, não será uma estratégia ao serviço da diminuição da despesa pública. Parece-nos, ao invés, uma forma de preservar, a título exclusivo, a dimensão intrinsecamente deficitária do sistema; precisamente porque a lógica dos FP é apenas aplicável à dimensão contributiva da SS, aquela que, por natureza, coloca menos desafios financeiros. De facto, o reforço da capitalização privada não contribuirá para a sustentabilidade financeira da SS se a componente que mais abala as contas públicas, a componente redistributiva de solidariedade, de base não contributiva, continuar nas mãos do Estado¹⁰⁰.

Em suma, devemos considerar, então, que o efeito da privatização na redução da despesa pública só existe na medida em que a diminuição dos encargos com as prestações de reforma exceda os custos para o Estado, financeiramente suportado por todos os contribuintes. E, como constatámos, não é certo que assim seja, ou porque a lógica dos FP impõe avultados custos públicos diretos, ou porque, indiretamente, implica uma significativa perda de receita¹⁰¹.

⁹⁹ O Banco Mundial tem integrado expressamente, e desde sempre, a política redistributiva e o combate à pobreza na velhice no quadro das incumbências do Estado – “governments can deal with the problems of long-term poverty alleviation and extreme investment risk by guaranteeing a minimum pension based on years of employment-or by redistributive social assistance programs; this might be considered an accompanying role of the public plan” (WORLD BANK, 1994: 218).

¹⁰⁰ Em abono do que aqui dizemos, leia-se, em síntese, o discurso de Correia de CAMPOS (2000: 155): “os benefícios abonados pelo estado não podem desaparecer completamente, tendo este de assegurar um rendimento mínimo (ou de sobrevivência) àqueles que não têm direito a uma reforma mínima no sistema privado. Em poucos anos, o governo chileno gastou mais de 4% do PIB com este tipo de benefícios, número que nos países mais ricos aumentaria drasticamente. Por outro lado, a existência de um suporte estatal teria efeitos perversos, desencorajando a contribuição daqueles que esperam reformas baixas”.

¹⁰¹ Invocamos, a título de exemplo, a posição de Lawrence THOMPSON (1998: 40-44), que sustenta que uma mudança estrutural em matéria de pensões, transferindo responsabilidades do poder público para o sector privado, não é, por si só, suscetível de atenuar os custos associados à população reformada. Para o autor, esses custos só podem ser eficazmente reduzidos através de cortes nos benefícios ou do aumento da idade da

A provar isto mesmo está a ironia de vermos alguns países da Europa central e de leste, no âmago da crise financeira de 2008, a optarem pela redução da componente privatística dos seus sistemas de pensões, precisamente motivados por preocupações orçamentais. Afinal, a aposta política nos FP não se mostrou capaz de travar o endividamento público¹⁰².

- ***Custos operacionais***

Um ponto crucial na avaliação da eficiência de cada modelo de pensões é a análise dos encargos inerentes ao seu funcionamento (essencialmente, despesas administrativas e de gestão), já que custos estruturais elevados acabam por se traduzir, invariavelmente, ou em benefícios mais modestos, ou em contribuições mais elevadas.

Em termos abstratos, somos levados a considerar que, sob a ótica da entidade que promove o plano de pensões, os custos de gestão dos ativos financeiros, na lógica dos fundos, serão superiores aos custos de repartição de rendimentos, num sistema PAYGO (SANTOS *et al.*, 1998: 301; THOMPSON, 1998: 105-106; GILL *et al.*, 2008). Ou seja, um sistema centralizado e universal, que possibilita significativas economias de escala, é geralmente visto como aquele que importa menores custos; até porque, assente num monopólio estadual, não precisa de fazer face à concorrência de outros operadores (ORENSTEIN, 2008: 16; GRAHL, 2009: 191; HUFFSCHMID, 2009: 248)¹⁰³.

Ao invés, num sistema privatizado, as várias entidades presentes no mercado terão de suportar, desde logo, os gastos de disputarem entre si os potenciais aderentes (MATIAS, 1999: 188; CHARPENTIER, 1996: 180; SHAPIRO, 2007: 196; GILL *et al.*, 2008: 67). Falamos, sobretudo, das campanhas publicitárias para a angariação de participantes¹⁰⁴, mas também

reforma, embora admita que uma reestruturação do sistema na linha da privatização oferece um contexto propício à aplicação dessas medidas.

¹⁰² De acordo com a Organização Internacional do Trabalho, “in countries such as Poland, Hungary and Slovakia, privatization of social security pensions has been adding about 1.5 per cent of GDP every year to national deficits. As private pension funds invested most of their assets in bonds issued by governments to cover – among other things – deficits caused by channelling contributions to private pension funds, one can understand the radical decisions taken by some governments to stop this circular flow of money which seemed to benefit only the incomes of private pension administrators” (ILO, 2014: 96).

¹⁰³ Na perspetiva do Banco Mundial, pelo contrário, a organização da SS parece importar menores custos apenas porque há menos transparência, e muitos encargos não são apresentados de forma explícita (WORLD BANK, 1994: 311 e ss.).

¹⁰⁴ Numa crítica ao excesso de receitas que as entidades gestoras de FP, de modo pouco responsável, aplicam em marketing, por forma a atrair o maior número de aderentes possível, diz-nos Adam SAMBORSKI (2013: 136): “the low level of society’s economic awareness and the low interest in retirement issues encourage

dos encargos remuneratórios: é o próprio dinamismo concorrencial do mercado financeiro que exige a presença de corpos de gestão altamente qualificados e, por isso, necessariamente bem remunerados (MATIAS, 1999: 188).

Há, porém, quem assuma que, se apresentam maiores encargos em termos absolutos, os FP têm, pela sua natureza de entidades operantes num mercado concorrencial, um incentivo intrínseco à redução de custos operacionais, como forma de ganharem vantagem relativa sobre os seus concorrentes (WORLD BANK, 1994: 311 e ss.; IGLESIAS e PALACIOS, 2001; BLAKE, 2003: 581). Contra esta ideia insurgem-se, por exemplo, ORSZAG e STIGLITZ (2001), assumindo que a concorrência apenas pode fazer baixar as taxas de lucro dos intervenientes, e que a forma mais segura de reduzir custos é optar por um sistema centralizado, que não deixe as escolhas atinentes às pensões na livre disponibilidade dos interessados.

No entanto, a compensação lucrativa dos vários intermediários parece-nos ser o argumento de peso quanto a este ponto, sobretudo quando os mercados financeiros aparecem tão fragmentados ao nível dos intervenientes e das operações realizadas. A estes encargos escapa, por natureza, um sistema de mera repartição de receitas e sem escopo lucrativo.

Embora não seja possível fazer comparações seguras, por serem muitas as variáveis em jogo, no final, há ainda quem note uma certa harmonização no nível de custos apresentados por cada um dos modelos. Conforme nos diz Correia de CAMPOS (2000: 42): *“não há dois países com iguais sistemas de financiamento da segurança social. Em cada modelo existe sempre uma combinação do modelo contrário. Curiosamente, o gasto social total, público e privado, em percentagem do PIB é mais aproximado do que julgaria”*.

- ***Custos de transição entre sistemas***

Em matéria de custos, cabe ainda salientar que o principal desafio que se põe à adoção de um modelo privado de pensões está nos pesados encargos associados à transição entre sistemas. Vigorando um esquema PAYGO, a mudança abrupta para um esquema de capitalização privada implicaria que as gerações atuais se vissem forçadas a financiar as

Societies to undertake expensive marketing campaigns to attract as many members as possible. Such campaigns usually do not lead to improved investment performance of the fund, but only to higher administrative costs and fees incurred by fund members”.

pensões dos atuais reformados (que, na lógica da repartição, são pagas com as contribuições da população ativa) e, ao mesmo tempo, a provisionar as suas próprias reformas mediante a constituição antecipada de poupanças. A isto se tem chamado o *défi ce de primeira geração*.

R. BEATTIE e M. MCGILLIVRAY (2000), Karl HINRICHS (2001), Robert HOLZMANN (2001) ou Maria Clara MURTEIRA (2013) assumem que os custos de transição são mesmo a grande barreira à implementação de um modelo de FP, já que, na ótica da despesa dos Estados, passar a responsabilidade com o pagamento de pensões para as mãos dos fundos é uma decisão que, pelo menos num primeiro momento, acarreta gastos bastantes significativos. Para os orçamentos públicos, renunciar a uma parcela significativa de receitas, que seria reconduzida ao financiamento de planos complementares privados, iria pôr em causa a capacidade da SS fazer face aos seus compromissos financeiros correntes¹⁰⁵, o que é particularmente notório se considerarmos os atuais estrangimentos económico-financeiros dos Estados¹⁰⁶.

Por isto mesmo, e particularizando o caso português, Maria Inês MARTINS (2013: 200) reconhece que a transição entre sistemas geraria “*uma lacuna nas receitas do sistema previdencial, que teria de ser preenchida com transferências do Orçamento de Estado – para as quais não há, de momento, margem orçamental*”.

Ainda assim, têm sido várias as propostas no sentido de mitigar os problemas que daqui resultam, viabilizando uma efetiva mudança de paradigma.

O Banco Mundial considera determinante, desde logo, a adoção de medidas preparatórias da transição, que têm a potencialidade de atenuar os custos: adequar a velocidade de implementação e a profundidade das reformas às especificidades de cada contexto; reduzir os benefícios associados ao sistema público; permitir que o Estado partilhe uma parte dos ganhos conseguidos pelos FP (WORLD BANK, 2005).

¹⁰⁵ Nos custos de transição integram-se, ainda, as despesas com a informação de todos os envolvidos, já que o quadro da privatização introduz mudanças significativas na organização dos esquemas de pensões. A este propósito, alertam TURNER e MUIR (2013: 162): “the cost of financial education becomes one of the costs of social security privatization, though it often is not included in studies that compare the advantages of privatized to traditional social security programs”.

¹⁰⁶ Em Portugal, as contingências orçamentais são tão restritivas que a própria Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, identificando necessidades de equidade, transparência e minimização de danos no momento de uma transição, não chega a oferecer propostas concretas para o seu financiamento (APFIPP, 2012).

David BLAKE (2003: 602) assume que o principal desafio não está no modo de fazer a transição, já que o Estado pode repartir os custos ao longo de várias gerações, mas sim no momento escolhido – a mudança para um sistema de capitalização não deverá ser efetuada num momento em que o número de ativos seja particularmente reduzido face ao número de pensionistas, por forma a evitar custos ainda mais elevados.

Robert HOLZMANN (2001) acredita que uma cuidadosa estratégia de política financeira, alargada a outros setores de despesa pública, é apta a atenuar os efeitos adversos da fase de transição, ao ponto de, apesar de uma geração ter sido fortemente beneficiada, as outras não saírem tão prejudicadas como à partida seria de esperar¹⁰⁷. Para isso sugere uma reforma da SS no sentido de rever os benefícios atribuídos e transformar o défice implícito (com as promessas futuras) em emissões de dívida explícita. Assim foi no Chile, onde os direitos socialmente adquiridos em virtude das contribuições passadas foram reconhecidos pelo Estado através da emissão de títulos de participação, as designadas *recognition bonds*, que se traduziram numa espécie de ‘titularização’ da dívida implícita do Estado em matéria de pensões (MATIAS, 1999: 184; CHARLTON e MCKINNON, 2001: 240). Quanto a este ponto, Sergio CESARATTO (2005: 315) vem pôr em causa a intencionalidade de se tornar explícita a dívida futura da SS, assumindo que não passa de uma estratégia de alarmista para aumentar a preocupação pública com a sua sustentabilidade financeira e, assim, ‘preparar terreno’ para uma reforma profunda.

Independentemente da abordagem, a verdade é que o pagamento dos compromissos previamente assumidos perante a primeira geração de pensionistas sempre passará por estratégias ligadas a agravamentos da carga fiscal, emissão de dívida, cortes na despesa em geral, liquidação de fundos públicos, ou por receitas adicionais geradas, por exemplo, com as privatizações (SAMWICK, 2000; WORLD BANK, 2005)¹⁰⁸. Perante este panorama, e tendo em conta que as soluções que exigem reformas mais profundas costumam ser evitadas,

¹⁰⁷ Para sustentar a sua posição, o autor refere, como exemplo de boa prática, a transição operada no Chile. Mas esquece-se que o sistema chileno pré-existente era de tal forma precário que as responsabilidades dele decorrentes não representaram um peso significativo para o novo modelo. Além disso, como faz notar CESARATTO (2005: 315), “the often-cited Chilean case is not a good example of privatization of PAYG, since in this instance, the existence of an ‘on-budget’ government surplus, obtained independently of the pension reform, masked the real cost of the transition”.

¹⁰⁸ Peter G. ROSNER (2003: 149-154) põe a questão em termos simples, assumindo que pelo menos uma geração tem de ser sacrificada: ou as prestações pagas aos atuais pensionistas são reduzidas, ou a atual e as futuras gerações de contribuintes serão forçadas a produzir rendimentos para os mais idosos, ao mesmo tempo que fazem poupanças para a sua própria aposentação.

somos tentados a assumir que os custos de transição serão tendencialmente suportados pelos contribuintes, ou no momento atual, se for seguido o caminho do aumento de impostos, ou, em alternativa, num momento futuro, no caso de se optar por contrair empréstimos¹⁰⁹.

Em oposição, há quem assuma que os custos de reestruturação do sistema público nunca chegarão a ser tão elevados como os custos de transição para um sistema de capitalização privada, que exigiria do Estado um esforço financeiro superior ao necessário para assegurar o equilíbrio orçamental da SS (SANTOS *et al.*, 1998: 302; THOMPSON, 1998; MADEIRA, 2013).

A favor deste entendimento parecem estar, também, os dados empíricos. Conforme sustenta Correia de CAMPOS (2000: 154), “*os custos fiscais da transição entre os sistemas são de longa duração e atingiram no Chile 126% do PIB. Embora possam ser reduzidos através da obrigação de os gestores de fundos comprarem dívida pública, estes custos representam um obstáculo sério para os governos fazerem a reforma*”. Do mesmo modo, GILL *et al.* (2008) realçam o enorme peso orçamental que a mudança trouxe aos países da América Latina.

¹⁰⁹ De modo a preservar um mínimo de justiça intergeracional, Correia de CAMPOS (2000: 172) sugere “um imposto transicional suplementar, espalhado ao longo de tantas gerações quantas fossem necessárias para cobrir os encargos de transição”, suplementado por dívida pública de médio prazo.

2. Método de financiamento: entre a repartição e a capitalização

Como vimos, o quadro de um sistema de SS não exclui a possibilidade de as pensões serem geridas de acordo com as regras da capitalização financeira. Em paralelo, os planos privados não pressupõem necessariamente o investimento dos montantes acumulados (pensamos sobretudo nos planos profissionais baseados em meras reservas contabilísticas no balanço das empresas).

Por outro lado, a partir do momento em que um sistema de repartição seja superavitário, gerar-se-á um excedente que, não sendo distribuído entre os pensionistas, deverá ser investido de forma a gerar receitas adicionais – em anos de *superavit*, a gestão de reservas em regime de capitalização é o modo natural de rentabilizar o excedente de contribuições. Num sistema de capitalização, pelo contrário, a sua lógica financeira só é observada no caso de se produzir esse excesso de receitas sobre as despesas; havendo um equilíbrio total, o que o sistema acaba por fazer é, essencialmente, uma repartição das contribuições pagas pelos participantes em determinado período entre os beneficiários de pensões durante esse mesmo período¹¹⁰.

Não obstante, o método PAYGO, que acompanhou a criação e o desenvolvimento dos sistemas públicos de pensões, ainda caracteriza a organização financeira da SS. Inversamente, dentro dos planos privados, os FP procuram naturalmente o lucro proporcionado pelo investimento dos capitais que os integram; trata-se de um elemento caracterizador da figura dos fundos.

Nos termos desta dialética, propomo-nos abordar a questão da organização financeira dos sistemas de pensões: entre a repartição ‘tradicionalmente’ pública e a capitalização ‘inovadoramente’ privada.

¹¹⁰ Conforme escreve Miguel MADEIRA (2013: 175), “um sistema de repartição em que haja um excesso de contribuições recebidas sobre as pensões pagas acabará na prática por «capitalizar» e um sistema de capitalização em que as contribuições recebidas sejam em valor similares às pensões será, em termos de fluxos financeiros líquidos, muito parecido com a repartição «tradicional»”.

2.1. A evolução demográfica

A conjuntura demográfica adversa, caracterizada por um exponencial aumento da esperança média de vida, em conjugação com uma forte quebra nas taxas de natalidade, tem sido vista, nos termos em que atrás enunciámos, como a principal causa do ceticismo em volta dos sistemas de SS, intrinsecamente dependentes de uma população ativa de dimensão suficiente para assegurar o pagamento das pensões aos mais velhos¹¹¹.

Se as transformações que atingem a estrutura etária dos países desenvolvidos sustentam, por um lado, a insustentabilidade do regime público de repartição, de igual modo, essas transformações são apresentadas como fundamento da opção por um sistema de capitalização financeira, que, não estando dependente das tendências demográficas, faz desta condicionante a sua principal vantagem relativa¹¹². Assim, os ‘choques demográficos’ têm constituído o principal argumento a favor de uma mudança profunda na organização das pensões de reforma (DORNBUSCH, 1999; HOLZMANN, 2001: 146; BLAKE, 2003: 602; ORENSTEIN, 2008: 28 e ss.; APFIPP, 2012)¹¹³.

O melhor exemplo da consolidação deste raciocínio encontra-se no Relatório do Banco Mundial de 1994, *Averting the old age crisis*, que apresenta projeções demonstrativas de um envelhecimento populacional acelerado no futuro próximo, com base nas quais defende uma inversão de paradigma no que toca aos esquemas de pensões (WORLD BANK, 1994)¹¹⁴.

¹¹¹ As variantes demográficas exercem uma influência negativa sobre os sistemas de pensões na medida em que se verifiquem situações de decréscimo populacional, ditadas por baixas taxas de natalidade, e necessariamente refletidas numa baixa do número de contribuintes do sistema; ou situações de envelhecimento, ditadas pelo aumento da esperança média de vida, e traduzidas num crescente número de beneficiários.

¹¹² Como sintetiza Nicholas BARR (2002: 1): “this demographic time bomb has set off an intense debate about pension reform in general, and particularly about whether it is necessary or desirable to move away from government pay-as-you-go pensions toward private or public funded plans”.

¹¹³ Fazendo-se dos efeitos nefastos do envelhecimento populacional um exclusivo da SS, os FP têm sido apresentados como uma verdadeira alternativa: “pension privatization offers a way out of this dilemma by linking retirement income to individual earnings and savings. This insulates an individual’s pension income from the impact of demographic trends that may be favorable or unfavorable at different points in time. Demographic change thus helps to explain why countries opt for pension privatization to solve long-term fiscal problems generated by population aging. Without demographic aging and the fiscal difficulties aging imposes on social security-type systems, pension privatization would be unlikely if not unimaginable” (ORENSTEIN, 2008: 29).

¹¹⁴ Conforme se pode ler (303): “as the resources of fewer workers are stretched to support a larger old population, pay-as-you-go schemes will inevitably yield rapidly diminishing payoffs to future generations, unless productivity rises fast enough to offset the effects of demography”.

No entanto, e sem deixar de reconhecer o seu peso, parece-nos, em primeiro lugar, que a ‘questão demográfica’ tem sido relativamente sobredimensionada. Desde logo, porque não devemos reduzir o tendencial desequilíbrio orçamental da SS à desproporção entre população ativa e população inativa, mas antes considerá-lo, em termos mais precisos, como uma desproporção entre classe contributiva e classe não contributiva, calculando assim a taxa de dependência enquanto relação entre o número de contribuintes efetivos e o número de pensionistas. Ou seja, de pouco importa a existência de uma elevada proporção de jovens em idade ativa, se grande parte desses jovens não integrarem a classe produtiva, de modo a realizarem contribuições regulares para o sistema de pensões de reforma. O mesmo é questionar: de que vale uma taxa positiva de crescimento da população que é superada pelo aumento da taxa de desemprego? (GRAHL, 2009; HUFFSCHMID, 2009; MARTINS, 2013¹¹⁵).

Neste sentido, e partindo da ideia de que “*an increase in the proportion of older people in the population raises a question of resources, not a question of financial techniques*”, John GRAHL (2009: 189) sustenta, como muitos outros autores, que tendências demográficas, por si só, pouco dizem acerca da sustentabilidade do sistema público; as variáveis que verdadeiramente concorrem para a viabilidade financeira da SS são, antes, o emprego e o desenvolvimento económico. Até porque, considera o autor que o esforço adicional exigido às finanças públicas em virtude do envelhecimento populacional não é assim tão significativo¹¹⁶.

¹¹⁵ Como escreve esta última autora (195), “o que releva para aferir da sustentabilidade financeira de um sistema de repartição não é a relação entre sujeitos em idade activa e sujeitos que não a integrem, mas sim a relação entre o número de sujeitos que financiam o sistema e o número de sujeitos que é por ele financiado”.

¹¹⁶ Jörg HUFFSCHMID (2009) defende, igualmente, que o que está em causa é, antes de mais, um problema de desemprego; como tal, as medidas políticas tomadas neste âmbito deveriam estar centradas em aumentar o emprego, a remuneração salarial e a segurança do trabalho, já que é esta a base de financiamento das reformas. Considera o autor que a intensidade das mudanças demográficas tem sido exagerada de uma forma alarmista, já que os países desenvolvidos têm experienciado mudanças na estrutura etária da população desde a industrialização e, apesar disso, têm sido capazes de melhorar os seus sistemas públicos de pensões. Assim, a base para o sucesso de um esquema de pensões estável é mais o emprego e a produtividade, e não tanto a população – mais importante do que a taxa de dependência demográfica é a taxa de dependência económica, que se mede pela relação entre os ativos e os inativos de uma população, pelo que os problemas financeiros da SS são consequência do desemprego e dos baixos salários.

Na mesma linha, CESARATTO (2005: 325) rotula de excessivo o peso que as economias desenvolvidas põem sobre a demografia, apresentando algumas alternativas que vão além das inevitabilidades que parecem resultar de uma perspetiva exclusivamente baseada em cálculos atuariais (325): “perhaps the labour services of old folk will be in such demand that, at least for the more pleasant and better paid jobs, the idea of going on working until a very old age will become an accepted habit. Perhaps social and technical evolution will make work more pleasant in general so some people will like to work longer hours. Perhaps a tide of mechanization will make labour more and more superfluous in many industries.

Sobre este raciocínio (com o qual, em parte, até concordamos) devemos, porém, dizer, que atender aos desafios financeiros da SS com base em políticas tão estruturais como o emprego não nos parece, pelo menos no curto e médio prazo, uma solução viável (ou, talvez melhor, uma solução ‘alcançável’). Além disso, altas taxas de emprego com remunerações salariais igualmente elevadas, criariam o ambiente económico ideal para o sucesso, não só da SS, mas de qualquer modelo de pensões, independentemente da técnica financeira utilizada.

Por outro lado, e mesmo assumindo a preponderância das questões da demografia na sustentabilidade financeira da SS, não podemos dizer, com convicção, que a alternativa da capitalização representa uma solução para esses problemas – tal perspectiva apenas parece razoável numa lógica individual, mas já não macroeconómica. Como veremos, os desafios demográficos são transversais a qualquer dos modelos, gerando dificuldades financeiras a que nenhum deles é imune¹¹⁷.

- *A redução da natalidade*

No que respeita às taxas de natalidade, é geral a crença de que a sua redução afeta essencialmente os modelos PAYGO, em que o rendimento a auferir pela geração de aposentados depende diretamente da riqueza produzida pela geração de trabalhadores, estando em causa, desde logo, a dimensão dessa geração de trabalhadores.

Ora, havendo um decréscimo substancial no volume de nascimentos, a parcela de indivíduos em idade produtiva da geração seguinte cairá em conformidade, ocorrendo um aumento relativo do grupo dos pensionistas; sendo substancialmente superior o número de

Ageing is perfectly affordable and manageable by a rational society. The real threat in the case of ageing, as in the case of the environmental crises or of world peace, still lies in the dominance of the vested interests of the few”.

¹¹⁷ Quanto a este ponto, FRIJNS e PETERSEN (1992: 99) assumem que estamos perante um problema de maturação do sistema, qualquer que ele seja, quando aumenta substancialmente o número de pensionistas em relação ao número de trabalhadores.

No mesmo sentido, Álvaro MATIAS (1999: 173) considera que a introdução da técnica da capitalização no sistema de SS permite apenas mitigar e atrasar os efeitos do envelhecimento demográfico, mas já não eliminá-los – “embora seja correcto dizer-se que os regimes de repartição são directamente sensíveis à evolução demográfica (por meio da evolução da taxa de dependência), a verdade é que também os regimes de capitalização, após atingida a maturidade (após 3 ou 4 dezenas de anos a pagarem pensões completas), serão igualmente afectados pelo desequilíbrio entre activos e reformados”.

inativos em relação à massa de população ativa, fica posta em causa a capacidade de autofinanciamento do sistema.

Por seu lado, a lógica dos FP escaparia a este dilema, por pressupor que os rendimentos que determinado indivíduo auferir ao atingir a idade da reforma dependem das contribuições que ele próprio realizou durante o período de atividade (THOMPSON, 1998; MATIL, 2006: 41).

Contudo, não devemos acreditar que os planos de pensões financiados por fundos estão isentos dos efeitos nefastos da quebra na natalidade; pelo contrário, também sofrem as repercussões da desproporcionalidade entre a população dependente e a população em idade contributiva. A explicação reconduz-se, essencialmente, às regras da oferta e da procura no mercado. Assim formula Matilde LAVOURAS (2003: 208): *“na verdade, quando uma determinada geração atinge a idade da reforma torna-se necessário que possa transaccionar os activos em que investiu as suas poupanças com a geração que se encontra num primeiro estágio, ou seja, com a geração que pretende realizar investimentos e que pertence agora à população activa. (...) A geração actual teria de ser capaz de produzir não só para financiar o seu consumo e aforro, mas também para adquirir os activos resgatados pelos actuais pensionistas, e deste modo financiar o consumo daqueles que já não contribuem de forma activa para o processo produtivo”*.

Como tal, a quebra no número de jovens trabalhadores interessados em investir e/ou provisionar as suas próprias reformas provoca uma diminuição da procura de ativos nos mercados financeiros, exercendo uma pressão descendente sobre o seu preço; perante uma desvalorização dos ativos detidos pelos FP, os rendimentos dos reformados serão, em consonância, negativamente afetados¹¹⁸.

¹¹⁸ No mesmo sentido, escrevem HUTEAU e LE BONT (1997: 303): *“la capitalisation n’apporte pas non plus de garantie absolue face aux évolutions démographiques puisque la valeur des titres varie en fonction de l’offre de vente et la demande d’achat, eles-mêmes dépendantes du nombre de personnes qui se constituent une retraite et du nombre de retraités. On peut donc raisonnablement penser que la dégradation du rapport actifs/retraités conduirait à un excès d’offre de titres qui aboutirait à une baisse des prix et à un amoindrissement du rendement de ces regimes”*.

E ainda MATIAS (1999: 187-188): *“mesmo considerando a hipótese de a capitalização dos fundos acumulados ser suficiente para custear as despesas acrescidas com o aumento do número de prestações, há que notar que as vendas massivas de títulos por parte das entidades gestoras (para fazer face aos pagamentos crescentes) gerarão um excesso de oferta passível de fazer baixar os preços dos activos nos mercados financeiros e mesmo no mercado imobiliário (já que são também comuns os investimentos nesta área)”*.

Birgit MATIL (2006: 41) desvaloriza, no entanto, este fenómeno: *“since the market of pension assets constitutes only a fraction of the capital market, especially in a small open economy, changing demographic structures can only have limited effects on the overall asset prices. Thus, demographic risk is limited in a funded scheme”*.

- ***O aumento da esperança média de vida***

Quando pensamos na variável do aumento da esperança média de vida, a questão assume contornos semelhantes, partindo do pressuposto de que o aumento do tempo de vida da população corresponde a um aumento do seu tempo de inatividade, e não da sua carreira contributiva.

Se a viabilidade financeira de um modelo de pensões está, por um lado, relacionada com o volume de receitas que se conseguem captar, por outro, é determinada pelo volume de prestações que têm de ser pagas. Ora, a crescente esperança média de vida dos pensionistas determina, inevitavelmente, um aumento dos encargos, no caso de manterem inalterados, quer o montante dos benefícios a pagar, quer os requisitos de acesso a esses benefícios. Como tal, estamos perante um desafio financeiro que afeta a SS, mas também os esquemas de capitalização, na medida em que a obrigação de pagamento das responsabilidades assumidas pelos FP se estende por um período mais longo¹¹⁹.

Pode até dizer-se que se trata de um agravamento generalizado do ‘risco de velhice’, causado tanto pela maior probabilidade de atingir a idade da reforma, como pelo facto de se ter tornado um risco cada vez mais duradouro. Sob esta ótica, igualmente se vê que não pode obstar-se aos efeitos do aumento da esperança média de vida com a substituição de um esquema de repartição por um esquema de capitalização – afinal, o funcionamento dos FP baseia-se na lógica seguradora, em que a solidez das contas da instituição depende da frequência e intensidade com que se verifica o risco segurado¹²⁰.

¹¹⁹ De acordo com Álvaro MATIAS (1999: 173), “pode mesmo notar-se que o aumento regular da esperança de vida exerce uma pressão ascendente sobre as contribuições (ou “preços de venda”) para estes sistemas de protecção complementares para a reforma dos indivíduos, uma vez que a combinação do carácter vitalício das pensões com o alongamento da vida implica o crescimento dos compromissos pecuniários dos fundos de pensões (encarece a sua actividade)”.

¹²⁰ A este propósito, sustentam HUTEAU e LE BONT (1997: 301 e ss.): “s’il s’agit d’une formule de capitalisation financière et viagère, l’intéressé reçoit en outre les sommes libérées par le décès des cotisants avant l’âge de la retraite et celles afférentes aux retraités décédés plus tôt que la moyenne. Cette seconde solution ajoute donc une technique d’assurance qui nécessite la péréquation des sommes épargnées en fonction des espérances de vie.” *A contrario*, quando cresce o número de beneficiários que vivem para além da média, isso repercutir-se-á de forma negativa nos rendimentos que os outros participantes poderão esperar auferir, se estivermos a considerar os fundos de contribuição definida (e benefício indefinido), ou no equilíbrio financeiro do próprio fundo, se pensarmos em fundos de benefício definido, como adiante melhor entenderemos.

- *Uma questão de produtividade*

Nestes termos, a crença de que as alterações demográficas prejudicam exclusivamente os sistemas de repartição, e que a capitalização financeira é a melhor maneira de lhes fazer face, não passa de um mito amplamente difundido (PRUVOST, 2002; MURTEIRA, 2011)¹²¹.

A ideia de que os FP se mantêm imunes à evolução demográfica é falaciosa, além de redutora, porque baseada numa visão de curto prazo – é claro que no momento em que um fundo se constitui, as entidades gestoras não-de preocupar-se apenas com a aplicação mais rentável das contribuições entregues pelos participantes, numa perspectiva de eficiência financeira. Porém, no momento em que se vence a obrigação de pagamento das prestações aos beneficiários, já se fará notar o impacto do envelhecimento populacional na contabilidade dos fundos.

A verdade é que o aumento da esperança média de vida, associado a baixas taxas de natalidade, afeta a sustentabilidade financeira de qualquer sistema, até porque os pensionistas estarão inevitavelmente dependentes daquilo que a camada ativa da população consiga produzir – a lógica subjacente a um esquema de pensões será sempre a da transferência de uma parcela do produto para uma parte da população (e quanto mais se produzir mais se pode distribuir) (MATTIL, 2006: 28 e ss.)¹²². Na síntese de Pierre CONCIALDI (2010: 128), *“tout système de retraite organise une distribution de la production courante entre actifs et retraités car, à long terme, il n'existe pas de moyen de «stocker» du pouvoir d'achat. En ce sens, on peut dire que tout système de retraite est un système de repartition (meme s'il n'est pas finance en repartition)”*¹²³.

¹²¹ Subscrevemos, por exemplo, o discurso de CONCIALDI (2010: 82-83): “face à un «choc démographique», aucun système – que ce soit en répartition ou en capitalisation – n'apporte de solution miracle. Ce mythe a été dénoncé de longue date par le FMI et la Banque mondiale, deux institutions peu suspectes d'être des avocats acharnés des systèmes en répartition”.

Também Nicholas BARR (2002: 6) sustenta firmemente: “the argument that funding by itself resolves adverse demographics is a myth.”

¹²² No entanto, se as condicionantes demográficas são determinantes em matéria de pensões, independentemente do esquema adotado, o certo é que o equilíbrio entre população inativa e população ativa sempre será muito difícil de conseguir. Basta pensarmos que um acréscimo pontual na taxa de natalidade só produzirá um efeito positivo no momento em que a geração nascida nesse momento se tornar contribuinte, mas já não quando passar a beneficiária do sistema.

¹²³ Não obstante, a ideia mais difundida tem sido a de que, enquanto o financiamento de um sistema de repartição depende daquilo que a camada ativa da população consiga produzir, num sistema de capitalização as necessidades de cada pensionista serão colmatadas por via das provisões que ele próprio acumulou. Isto mesmo se deduz, *a contrario*, das palavras de Medina CARREIRA (1996: 87): “vigorando o regime de

Para responder à ‘questão demográfica’, é, por isso, necessário que os rendimentos produzidos durante o período ativo sejam substancialmente superiores (através de salários e contribuições mais elevadas), ou então, que o período de atividade seja substancialmente mais longo (o que corresponderá a um aumento da idade efetiva da reforma): numa sociedade em que não se consegue produzir mais durante o mesmo período de tempo, será imperioso que se produza durante mais tempo¹²⁴. Por isto mesmo, são vários os autores, entre os quais destacamos Nicholas BARR (2002: 6-7), a sustentarem que, perante as contingências demográficas atuais, os planos de pensões, independentemente da sua tipologia, devem incentivar uma aposentação mais tardia¹²⁵.

repartição, a garantia dos meios necessários para a sustentação dos inativos só pode provir dos rendimentos gerados pelo setor ativo da população”.

Discordando desta posição, assumimos que, em último termo, é sempre a população economicamente ativa que garante o pagamento das pensões num dado momento; embora isto seja mais notório no quadro de um esquema PAYGO, não deixa de se verificar quando é aplicada a lógica dos fundos, em que o valor dos ativos detidos oscila de acordo com a evolução das variáveis económicas.

Assim escreve EUROPEAN COMMISSION (2012: 61): “even if these contributions were put into an individual fund or account which later is drawn upon in order to pay for that person’s pension, retirees always depend on younger, active people producing enough to meet their own needs and those of the retired population. In fact, the cost of the pensions paid at any one point in time falls on those who are economically active at that time”.

No mesmo sentido, WOLFSON (2006: 321): “it is, however, impossible to “save up” today the real goods and services that future retirees will need; these goods and services will have to be provided by workers in the future”. Também MATIAS (1999: 169): “não existe, no campo macroeconómico, uma transferência intertemporal de poder de compra, tratando-se antes de, em cada momento, repartir os recursos existentes (capitalizados ou não) entre indivíduos activos e reformados”. Ou ainda GRAHL (2009: 188): “as has been frequently pointed out, a financial claim (on the state, on an enterprise or, usually via a financial intermediary, on households) and a public pension entitlement are two logically equivalent devices for transferring current output to the holder of the claim: neither of them as such generates the output in question”.

¹²⁴ Isto mesmo parecem sugerir SCHWARZ *et al.* (2014: 236): “the first is by increasing LFP [labor force participation] in order to stem the shrinkage of the labor force – by having more people in work, having more people work longer, and having more people contributing to pension systems, as well as by expanding the contributory base through immigration. The second option is to enable people to work more productively so they stay in the labor force and so that each worker produces more, earns more, and contributes more to the pension system. More active, productive, and longer working lives are no panacea, but they can contribute substantially to mitigating the impacts of indispensable reforms in the pension system”.

¹²⁵ Quanto a este ponto, Maria Inês de Oliveira MARTINS (2013: 196-197) considera que, mais do que o aumento da idade legal de reforma, o dado verdadeiramente relevante é a idade efetiva da reforma, que está sobretudo associada à “viabilidade da permanência dos trabalhadores mais velhos no respectivo posto de trabalho”.

2.2. Rendibilidade

Sem deixar de considerar os riscos inerentes a cada um dos sistemas, a questão que aqui se põe, em particular, é a de saber qual das técnicas de financiamento – a repartição ou a capitalização – se mostra mais eficiente ao nível dos rendimentos gerados e, por consequência, distribuídos entre os pensionistas.

Em linhas gerais, defender um sistema de capitalização passa essencialmente por assumir que a taxa de rendimento dos investimentos (isto é, a taxa de juro) é superior à taxa de crescimento económico (traduzida na taxa de crescimento da massa salarial); nos casos em que se verifique a hipótese inversa, deve considerar-se mais rentável um modelo de repartição (SAMUELSON, 1958; CREEDY, 1998; NEVES, 1998: 126; THOMPSON, 1998; PEDRAS, 2000). Seguir este raciocínio é também admitir que “*se estivermos perante uma economia em que a taxa de juro real for igual à taxa de crescimento da economia, estamos perante uma situação em que, qualquer que seja o sistema adoptado, estaremos perante situações equivalentes*” (LAVOURAS, 2003: 94)¹²⁶.

Esta enunciação deve-se originalmente a Paul SAMUELSON (1958), que, no seu famosíssimo texto *An exact consumption loan model with or without the social contrivance of money*, demonstrou que a taxa de retorno da massa de contribuições num esquema de repartição que já tenha atingido a maturidade, isto é, cujos beneficiários já tenham sido contribuintes durante toda a sua vida ativa, corresponderá à taxa de crescimento líquido da massa salarial global, obtida a partir da soma da taxa de crescimento da mão-de-obra (isto é, do número de trabalhadores) com a taxa de crescimento da produtividade – ou seja, as contribuições para a SS terão como correspondente a soma do aumento da produtividade com o aumento da força de trabalho. Assume-se, desta forma, que a taxa de retorno de um modelo de repartição é equivalente ao crescimento da base contributiva do sistema¹²⁷.

¹²⁶ Pondo a questão nestes termos, Lawrence THOMPSON (1998) considera que a lógica subjacente aos FP encontrou terreno fértil para a sua disseminação precisamente num momento em que o aumento das taxas de juro superou o crescimento dos salários.

¹²⁷ Neste sentido, veja-se também Aaron (1966) *apud* DAVIS (1995): “Aaron’s rule’ shows that, under simplifying assumptions of a constant population and population distribution, the return to pay-as-you-go depends on the growth of average earnings (which determines growth in total contributions)”.

Assim, só em contextos de aumento da remuneração do trabalho ou de crescimento da população, o retorno esperado de um sistema PAYGO será tendencialmente superior ao retorno oferecido pelos mercados, e traduzido no valor da taxa de juro¹²⁸.

Partindo deste entendimento, o próprio Banco Mundial antecipa que, num contexto, como o atual, de quebras demográficas, os FP tenderão a apresentar rendibilidades superiores. Ao adotar uma perspetiva baseada nos custos, o Banco segue a ideia de que, para obter o mesmo montante de pensão, os planos de capitalização privada exigem um menor esforço contributivo – *“in sum, any cost advantage that pay-as-you-go plans might have had in the past was the result of demographic factors that no longer hold in many countries. In the future, if interest rates and earnings growth maintain their relative positions, and especially if pension funds are able to benefit from equity investments, capital mobility, and international diversification, a fully funded system will require lower contribution rates than a pay-as-you-go system to achieve the same pension benefits”* (WORLD BANK, 1994: 302)¹²⁹.

Ao discurso do Banco Mundial aderem muitos outros autores, argumentando no sentido de que os FP são aptos a gerar melhores rendibilidades, sobretudo quando comparados com um esquema PAYGO após algumas décadas de funcionamento¹³⁰. Como tal, estarão em melhores condições para cumprir a função social associada a qualquer

¹²⁸ A estes fatores, SETTERGREN e MIKULA (2006) entendem dever acrescentar-se a evolução dos padrões de mortalidade, isto é, da esperança média de vida. Assim, por exemplo, o retorno não acompanhará o crescimento do volume de contribuições num momento em que a esperança média de vida tende a crescer mais rápido do que a duração média da carreira contributiva.

¹²⁹ Veja-se ainda WORLD BANK (1994: 88): “data from several countries show that when the time period for investment is long, the rate of interest on a combination of debt and equity has generally exceeded the rate of earnings growth by approximately 2 to 3 percent. This means that because of the productivity of capital the same benefits can be paid to each generation with a lower contribution rate under full funding, unless the population is growing by 2 to 3 percent”.

Onze anos após a publicação deste primeiro relatório, o Banco reafirma a sua posição, concluindo: “then the funded pension after a full career would be two-thirds higher than the equilibrium pay-as-you-go pension from the same contribution” (WORLD BANK, 2005: 6).

No mesmo sentido, Daniel SHAPIRO (2007: 160-161) assume que as condições sob as quais um sistema de repartição tende a apresentar melhores resultados do que um sistema de capitalização não se mantêm por muito tempo. Conclui, por isso: “except during periods of unanticipated inflation, interest rates and the return on capital investments are usually significantly higher than the growth in wages, and population growth drops as living standards increase”.

¹³⁰ Neste sentido apontam, desde logo, os dados apresentados pela OCDE: “the OECD average for replacement rates of an average earner from public schemes alone is 41%, compared with 54% with mandatory private pensions included. When voluntary private pensions, under typical rules, are added, the average replacement rate is 68% for an average earner” (OECD, 2013: 136).

esquema de pensões: garantir uma mais elevada taxa de substituição dos rendimentos do trabalho durante o período de inatividade.

Enquanto alguns justificam essa tendencial superioridade com as pressões demográficas que atingem essencialmente, segundo se diz, os regimes de repartição¹³¹, outros veem-na sobretudo como resultado da aplicação da lógica do investimento financeiro. Até porque, em comparação com outras formas de investimento, o retorno proporcionado pelos FP é tradicionalmente considerado mais elevado, na medida em que a natureza dos benefícios a distribuir lhes permite construir *portfolios* à base de produtos de longo prazo (DAVIS, 1995; KOTLIKOFF, 1997; WORLD BANK, 2005). Neste sentido discorre Rui PEDRAS (2000: 9): “*devido à natureza de longo prazo das suas responsabilidades e à possibilidade de compensação interna do risco assumido, podem concentrar as suas aplicações nos activos com maturidades mais longas, conseguindo desta forma potenciar taxas de rendibilidade mais elevadas*”.

Posto isto, Louise FOX e Edward PALMER (2001: 114) sugerem que a questão da rendibilidade do método de financiamento chega a desencadear, ao nível dos sistemas públicos de participação obrigatória, um problema de legitimidade. Apenas e só na medida em que garantissem melhores rendimentos seria viável impô-los coativamente aos cidadãos: “*if the rate of return on PAYGO contributions is below the net rate of return on other savings, the difference becomes a tax, and if the individual were to choose freely how to use his or her funds, the investment alternative would be the preferred alternative*”.

No entanto, podem ser levantadas algumas objeções a este entendimento.

Em primeiro lugar, pode dizer-se que o atual declínio nas taxas de retorno dos esquemas de repartição não deve ser visto como um indício de fraca eficiência, mas antes como uma característica natural: os primeiros beneficiários contarão com uma taxa de retorno mais elevada do que aquela que o sistema permite na sua fase de maturidade, pela simples razão de que contribuiram durante menos anos da sua vida ativa (ORSZAG e STIGLITZ, 2001; BROOKS e WEAVER, 2006).

¹³¹ De acordo com Philip DAVIS (1995: 36), “in practice, slower population growth and ageing of the population will put increasing strain on pay-as-you-go systems. In terms of the analysis above, the dependency ratio [ratio of contributing workers to pensioners] is set to rise sharply relative to the passivity ratio [the number of years of retirement relative to working age], driving down the rate of return to pay-as-you-go relative to funding, even if asset returns and average earnings growth are unaffected by ageing”.

Além disso, conforme salientam ORSZAG e STIGLITZ (2001: 23-28), esta visão simplista ignora dois aspetos fundamentais: os custos administrativos (mais elevados fora do sistema público centralizado) e os custos de transição entre sistemas. Quanto a este último ponto, assumem que um eventual aumento na taxa de retorno de uma geração de pensionistas será sempre conseguido à custa das gerações seguintes (porque a transição é financiada com receitas públicas), concluindo: “*the comparison of rates of return is thus misguided because higher return in the long run can be obtained only at the expense of reduced consumption and returns for intervening generations*”¹³².

Apesar de ver a SS como menos eficiente na valorização das contribuições recebidas, por atingir frequentemente taxas de retorno negativas, Teresa GHILARDUCCI (1995) entende, no entanto, que a componente de segurança conferida pelo sistema deve também ser ponderada e, por isso, pode a SS ser preferível a um sistema privado que, embora apresente rendibilidades superiores, não deixa de estar exposto a indesejáveis níveis de risco.

Exatamente porque os investimentos financeiros mais rentáveis estão associados a um maior risco, é impensável que, num horizonte de tão longo prazo, se obtenha o pagamento de riscos que nunca se concretizam; por isso, é de esperar que, por exemplo, os lucros que se geram pela valorização da cotação de uma empresa, acabem por ser anulados pela falência de outra. A este propósito, deve notar-se que os mais crentes na eficiência dos mercados são até os primeiros a admitir que o retorno de um investimento será proporcional ao risco assumido, numa ideia de preço justo de mercado (GHILARDUCCI, 1995).

Em último termo, e conforme salienta Fabrice PRUVOST (2002), os potenciais ganhos decorrentes dos investimentos realizados pelos FP não são, pelo menos, universalizáveis: para que uns ganhem, é necessário que outros percam – é esta a lógica de funcionamento dos mercados financeiros.

Perante isto, somos levados a considerar que a resposta sobre o retorno associado a cada tipo de modelo de pensões irá variar de acordo com as condições socioeconómicas verificadas em dado momento, de tal forma que, a longo prazo, as rendibilidades tenderão

¹³² No mesmo sentido, Fernando Ribeiro MENDES (2005: 273) considera que, embora os FP sejam aptos a gerar melhores rendibilidades, os elevados custos de transição de um modelo para outro, como atrás enunciámos, desaconselham o seu acolhimento, neste caso sob o ponto de vista da eficiência.

a ser equivalentes. Esta é a perspectiva apresentada por Gilles HUTEAU e Éric LE BONT (1997: 302), quando assumem que a diminuição da base salarial e da população ativa empregada (dados preponderantes no seio de um sistema PAYGO) será compensada por um aumento das taxas de juro (elemento decisivo na lógica dos FP), e vice-versa, o que faz com que vá alternando no tempo o modelo que permite obter melhores resultados. Concluem, por isso, os autores: “*ce théorème de l'équivalence accentue le regain d'intérêt en faveur de la capitalisation mieux armée, a priori, pour amortir les chocs démographiques futurs et les contraintes financières qui pèsent actuellement sur les régimes de retraite*”.

Cremos, assim, que apenas numa perspectiva individual e para os indivíduos com rendimentos mais elevados, um plano gerido em capitalização se pode mostrar, logo à partida, mais desejável. Para eles, a taxa de retorno será tendencialmente mais elevada num modelo de FP sem qualquer componente redistributiva, na medida em que não vão precisar de diluir os seus benefícios no financiamento das pensões dos mais pobres. No entanto, isto não se deve à lógica de financiamento, mas antes à ausência de mecanismos de redistribuição do rendimento – é esta nota, e não o modelo de gestão, que marca, de facto, a diferença.

2.3. O problema da inflação

Na ótica dos beneficiários dos planos de pensões, a inflação constitui uma das principais ameaças à manutenção do nível de vida pós-reforma: se o custo de vida aumentar e o valor nominal das prestações se mantiver, verificar-se-á uma erosão do seu poder de compra e, por isso, uma diminuição do rendimento real de que dispõem.

Nestes termos, é importante notar que se trata de um problema significativo mesmo com níveis modestos de inflação, na medida em que o recebimento da pensão se prolonga por um longo período de tempo. Acresce ainda que este ‘dilema inflacionista’ é muitas vezes subestimado pelas entidades que gerem os planos de pensões, independentemente da sua natureza, mas também pelos próprios beneficiários¹³³. Conforme se tem constatado, os

¹³³ Para Maria Teresa GARCIA (2003: 139), “o relativo pouco interesse dos fundos de pensões em produtos de investimento protegidos contra a inflação, como obrigações indexadas ao índice de preços do consumidor, é uma evidência clara de que não vêem as suas responsabilidades indexadas à inflação”.

pensionistas, ou futuros pensionistas, não têm absoluta consciência da perda real de rendimento de que são alvo, na medida em que sofrem de ‘ilusão monetária’¹³⁴, isto é, tratam o valor nominal das pensões como se fosse real; por isso, tendem a desconsiderar os efeitos da inflação no montante das suas pensões de reforma (BODIE, 1990: 36 e ss.; FRIJNS e PETERSEN, 1992: 108).

A partir daqui, a taxa de inflação é comumente apresentada como um elemento que ajuda a explicar o sucesso do modelo de repartição em determinadas épocas¹³⁵ - durante os períodos inflacionistas, mostra-se desaconselhável a manutenção de um elevado volume de ativos pelos FP, por aumentar substancialmente o risco de desvalorização, na medida em que o retorno dos investimentos financeiros não está absolutamente relacionado com o nível de preços dos bens¹³⁶.

Com efeito, autores como François CHARPENTIER (1996: 180) ou R. BEATTIE e M. MCGILLIVRAY (2000: 284) assumem que é precisamente o perigo representado pelos surtos inflacionistas que aconselha a que as pensões resultem de transferências entre trabalhadores e pensionistas – *“como o crescimento dos preços se reflecte nas remunerações nominais e, por essa via, na base de incidência das contribuições, nada impede que as pensões nominais cresçam ao ritmo da inflação, mantendo o seu valor real”* (MURTEIRA, 2011: 43).

Assim, enquanto as pensões da SS, porque pagas através das contribuições deduzidas da massa salarial do mesmo período, estão, por natureza, indexadas ao valor dos salários e, por isso, protegidas contra a inflação, o mesmo não se pode dizer das pensões pagas pelos fundos. Estas últimas não fornecem garantias contra a erosão do seu valor nominal, que afeta o rendimento dos beneficiários essencialmente no (longo) período pós-aposentação: sendo a prestação futura fixada em termos nominais, pelo menos após a reforma, o seu valor real é incerto, por ser também incerta a evolução do nível de preços.

¹³⁴ O fenómeno da ‘ilusão monetária’ tem sido estudado no domínio das finanças comportamentais, e pode definir-se, em termos simples, como a tendência para deixar que as decisões que envolvem dinheiro sejam influenciadas pelos montantes nominais, e não pelos valores reais que eles representam.

¹³⁵ Referimos, a título de exemplo, o caso português, em que, no período que vai de 1974 a 1984, a taxa de inflação atingiu valores superiores a 20%.

¹³⁶ Como sustenta Ilídio das NEVES (1998: 130), “de facto, a inflação é inimiga da capitalização, pois torna muito mais difícil a gestão, suficientemente bem rentabilizada, dos activos, faz aumentar consideravelmente os riscos das aplicações financeiras e cria situações de incerteza susceptíveis de dificultar gravemente o planeamento financeiro”.

Além disso, parece que não estamos perante um fenómeno em relação ao qual os mercados privados de seguros possam oferecer proteção: numa abordagem adaptada à lógica seguradora, podemos dizer que a inflação não é um risco ‘segurável’. Por um lado, porque não se trata de um risco em sentido próprio, mas de uma variável pautada pela incerteza, já que a probabilidade da sua ocorrência não é determinável; por outro, porque a inflação representa um ‘choque comum’ que afeta todas as pessoas em simultâneo (não funciona um mecanismo de compensação entre perdas de uns e ganhos de outros, na ótica da seguradora), e por isso contraria o pressuposto de que “*a probabilidade de ocorrência de um evento para um indivíduo deve ser independente da probabilidade de ocorrência do mesmo evento para os outros indivíduos*” (MURTEIRA, 2011: 33).

À partida, só o Estado poderá conceder garantias contra o risco de inflação, porque tem capacidade de obter receitas provenientes das contribuições atuais com o propósito de efetuar transferências simultaneamente – ao contrário dos planos de pensões geridos em capitalização, invariavelmente sujeitos a uma dilação temporal¹³⁷. Por isso, a inflação sobre as pensões tem sido apresentada como um problema relativamente ao qual os sistemas públicos de repartição estão imunes¹³⁸.

Contudo, não podemos cair na tentação simplista de considerar que os surtos inflacionistas são uma tragédia que afeta exclusivamente os beneficiários dos FP, sobretudo se considerarmos que o longo prazo das obrigações em causa é um dado incontornável, independentemente da técnica de financiamento.

Na perspetiva do Banco Mundial, a não indexação das prestações públicas à evolução do nível dos preços, além de bastante frequente, traduz-se num método simples de reduzir o valor real das pensões, particularmente utilizado em momentos de pressão

¹³⁷ De acordo com um levantamento recente feito pela OCDE, “although most OECD countries now index pensions in payment to prices, there are exceptions: Luxembourg, for example links pensions to average earnings, while six countries, comprising Australia, the Czech Republic, Estonia, Finland, the Slovak Republic and Switzerland, index to a mix of price inflation and earnings growth. In normal times, at least, earnings tend to grow faster than prices, so that pension wealth is higher with these more generous indexation procedures than with price indexation” (OECD, 2013: 146).

¹³⁸ A este propósito, expõe Lawrence THOMPSON (1998: 155): “in an adequately financed pay-as-you-go pension program, pension benefits can easily be adjusted periodically to reflect changes in the average wage level of contributors. No matter how sharp the wage changes might be, at a constant contribution rate they will automatically cause pension program receipts to change by the same percentage amount as the wages changed, thereby allowing an equal, simultaneous change in pension benefits. A number of OECD countries use an index of average earnings to adjust benefits in their public pension programs, thereby insuring that benefit changes also reflect trends in living standards among the working-age population”.

orçamental (WORLD BANK, 1994: 11). Isto mesmo sugere Fernando Ribeiro MENDES (2005: 249), quando nota que uma das formas que o poder público pode usar para enfrentar o aumento dos custos com a manutenção do rendimento dos pensionistas assenta, precisamente, em políticas inflacionistas. Nestes termos, uma subida do nível médio de preços será igualmente prejudicial aos beneficiários das pensões públicas, enquanto titulares de rendimentos fixos, na medida em que se evitem as atualizações periódicas dos montantes nominais das prestações.

A própria OIT (ILO, 2014: 91 e ss.) vem reconhecer que os ajustamentos das pensões ao custo de vida são muitas vezes apresentados como um detalhe técnico, ignorando-se o seu grande impacto nos *standards* de vida dos reformados, sobretudo porque a suspensão ou adiamento dessa indexação tem como consequência imediata uma redução significativa da despesa pública. Na conclusão apresentada pela COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998: 209), “*este tipo de risco é de facto um risco político. A história demonstra que os sistemas de repartição são muito susceptíveis a este risco. Os momentos de inflação são exactamente os momentos em que é muito difícil a um governo resistir à tentação de reduzir em termos reais as pensões, embora subindo-as em termos nominais*”.

Na perspetiva inversa, muitos apologistas da capitalização privada entendem que os FP têm ao seu dispor métodos para mitigar os efeitos da inflação, que não existem nos esquemas PAYGO.

Entre essas alternativas estão o investimento em ativos ‘reais’, como participações em investimentos imobiliários, cujos valores nominais aumentam geralmente com a inflação; ou o investimento em ativos estrangeiros, para obstar aos choques inflacionistas restritos às fronteiras de determinado país. Da mesma forma, há ainda autores que veem a estratégia de diversificação dos investimentos como suficiente para controlar o risco de inflação, até porque o fenómeno da inovação financeira facilita a aquisição de instrumentos que garantem a obtenção de uma taxa de juro real, imune a este tipo de perdas (BODIE, 1990b; PESANDO, 1992: 126; JAMES e VITTAS, 1996: 157; JAMES, 2000; GARCIA, 2003: 139)¹³⁹.

¹³⁹ Esta ideia é expressamente contestada, por exemplo, por FRIJNS e PETERSEN (1992: 108).

Contudo, a solução mais destacada para obstar aos efeitos da inflação sobre os FP tem sido a emissão, pelo Estado, de títulos indexados ao nível de preços ou aos salários¹⁴⁰. Trata-se da imposição de um *plafond* mínimo de investimento em obrigações do Estado, que se traduz, no fundo, numa transferência para a esfera pública do risco de inflação não antecipada. Na verdade, este é um risco que os apologistas dos sistemas de capitalização preferem deixar nas mãos do Estado, assumindo-o como entidade responsável pelo controlo da inflação (BODIE e MERTON, 1993: 221 e ss.; WORLD BANK, 1994; BLAKE, 2003).

No entanto, esta proposta também tem, em si, debilidades. Por um lado, e penalizando a regra da diversificação do risco de investimento, faz com que uma parte substancial dos ativos dos fundos seja constituída por obrigações de natureza pública. Por outro, deixa o poder de compra dos pensionistas sujeito, em todas as circunstâncias, às garantias do poder público¹⁴¹. A isto acresce que, mesmo tratando-se de uma hipótese relativamente razoável no quadro de um governo que tem total domínio sobre a condução da sua política macroeconómica, e por isso pode controlar as oscilações no nível de preços, já é mais difícil de conceber em economias integradas e interdependentes, a que muitas vezes escapa a própria soberania monetária.

2.4. O desenvolvimento dos mercados financeiros

Mais do que instrumentos ao serviço da política de proteção social, os FP têm sido vistos como meios privilegiados de dinamização dos mercados de capitais, realizando, enquanto operadores em grande escala, um papel de intermediação financeira, através da canalização da poupança privada para o investimento económico¹⁴². Trata-se de um

¹⁴⁰ Maria Teresa GARCIA (2003: 124-140) discute vários modelos de indexação à evolução dos preços, que têm como denominador comum, no entanto, a necessidade de serem provisionados pelo Estado.

¹⁴¹ A título ilustrativo, leia-se (THOMPSON, 1998: 159): “public pay-as-you-go pension systems are sometimes criticized because they create implicit promises of future government payments and pass the responsibility for fulfilling these promises on the future taxpayers. Indexed bonds have the same characteristics. Using them to ensure adequate inflation protection in a retirement income system that is built around individual accounts reintroduces a pay-as-you-go element into the system and creates a floor below which the volume of the public sector debt cannot fall”.

¹⁴² A este propósito, quase se pode falar numa verdadeira instrumentalização dos objetivos que primariamente devem presidir à organização de um esquema de pensões de reforma – e que giram em torno da ideia de garantir um rendimento de substituição durante a velhice – às finalidades relacionadas com o desenvolvimento dos mercados financeiros. Conforme regista HUFFSCHMID (2009: 254): “it is interesting and

raciocínio que parte do pressuposto, como atrás deixámos antever (no *ponto 1.2 – investimento*), de que os mercados financeiros constituem os verdadeiros ‘motores da economia’, na medida em que providenciam os capitais necessários ao investimento e, por isso, ao desenvolvimento do tecido produtivo (HOLZMANN, 2006: 238¹⁴³).

Este potencial impacto positivo dos FP no crescimento económico, diz-se tradicionalmente, radica sobretudo nos horizontes temporais de investimento: a natureza das obrigações assumidas permite que os FP construam os seus *portfolios* essencialmente com ativos de longo prazo, neutralizando, assim, os efeitos das oscilações regulares da economia (DAVIS, 1995: 158-179).

No entanto, sabemos hoje que esta crença é quase um mito, por ser falaciosa a ideia de que os FP se orientam verdadeiramente por objetivos financeiros de longo prazo. Assim nos diz António Manuel HESPANHA (2012: 15), que “*num mercado volátil, em contínuo e rápido movimento, os objetivos são as vantagens a curto prazo, já que o médio e longo prazo se tornam imprevisíveis e, por isso, aleatórios*”.

Acresce que, na lógica da popularizada ‘economia de casino’, as aplicações financeiras puramente especulativas têm sido preferidas ao investimento na ‘economia real’. Conforme sustenta Ben FINE (2010: 118), a financeirização “*criou uma dinâmica em que a acumulação real é temperada e até acaba por ser asfixiada pela acumulação fictícia (embora isto possa ser precedido por bolhas de acumulação excessiva, fictícia ou real)*”.

Por outro lado, e para autores como CHARLTON e MCKINNON (2001), esta relação entre FP e desenvolvimento financeiro e económico é mais uma bandeira dos entusiastas da reforma do que uma evidência comprovada. Questionam, aliás, se essa interação não operará no sentido inverso, ou seja, se não será, afinal, a solidez dos mercados financeiros a condição de eficiência do modelo dos FP¹⁴⁴. E assumem ainda que, no caso das economias emergentes, a dinâmica financeira gerada pelos FP será tendencialmente mais

depressing at the same time to note that the key directive on pension funds in Europe starts not with a declaration that safe pensions in the EU are its main purpose but with the sentence ‘A genuine internal market for financial services is crucial for economic growth and job creation in the Community’”.

¹⁴³ Na síntese do autor (2001: 145): “given the impact of pension funds on the demand for capital market instruments, they may affect instrument innovation, and the market structure to make the capital markets deeper, more liquid and competitive. A shift towards funded retirement provisions could importantly accelerate such a development”.

¹⁴⁴ Como oportunamente problematiza Philip DAVIS (1995: 174): “countries with large pension-fund sectors tend to have well-developed securities markets, while others do not. There is a question of which comes first?”.

proveitosa para o Estado do que para a economia privada, na medida em que a política de investimentos será orientada para a aquisição de títulos de dívida pública.

O certo é que, independentemente do sentido da abordagem, e partindo do pressuposto de que os FP são postos ao serviço do desenvolvimento do sistema financeiro, verdadeira base de sustentação teórica da lógica capitalista, parece inegável a relação direta entre o bom funcionamento do mercado financeiro e a capacidade de os FP cumprirem as obrigações que assumiram perante os beneficiários. A financeirização da economia, na qual é incontestável o papel de destaque dos FP, vem, de certa forma, transmitir as responsabilidades assumidas pelas entidades gestoras para o domínio dos mercados de capitais (FINE, 2010).

Neste sentido, as principais fraquezas que as vozes críticas apontam aos fundos radicam, antes de mais, na dinâmica do próprio mercado de capitais – a maioria dos riscos de solvabilidade que se associam aos FP são riscos transversais a todo o setor do investimento, muito embora não nos caiba aqui debruçar-nos sobre os problemas que atingem o sistema financeiro tomado como um todo.

Em geral, podemos assumir que os riscos das aplicações financeiras estão essencialmente ligados à instabilidade do rendimento expectável¹⁴⁵. A exposição da carteira dos FP ao risco de mercado oscila de acordo com variáveis financeiras, tais como a volatilidade do preço das ações e dos imóveis, as taxas de juro e os *spreads*, mas também as taxas de câmbio (quando a carteira é composta por ativos expressos em moeda estrangeira) ou os ratings dos emitentes, no caso de aplicações obrigacionistas.

Quanto a este ponto, cabe particularizar o risco de concentração, que surge de exposições excessivas a um qualquer ativo, sector, classe de ativos, fator macroeconómico (por exemplo, as taxas de juro) ou até área geográfica. De facto, a fragilidade de uma carteira de ativos concentrada é muito maior, já que o potencial risco de perdas devido ao incumprimento de uma dada contraparte aumenta substancialmente. A exposição a este risco, em concreto, pode ser eficazmente combatida através de uma estratégia de gestão

¹⁴⁵ De acordo com Martin SULLIVAN (2005: 9): “first, there is the risk that the amount of retirement income they ultimately receive will be substantially less than they had hoped for or expected; second, there is the possibility that achieving their desired level of retirement income will turn out to be more costly than was originally anticipated”.

prudente, que dê particular atenção à política de diversificação de ativos; porém, a diversificação pouco pode fazer contra os riscos macroeconómicos¹⁴⁶.

Por tudo isto, é duvidoso que os resultados desta conexão entre FP e mercados financeiros sejam sempre positivos. Como conclui o grupo de avaliação independente das propostas do Banco Mundial: “*multi-pillar pension reforms have not yet increased savings or substantially developed capital markets. High rates of interest on government bonds and regulatory limits on domestic equity investments may have stifled capital market expansion*” (IEG, 2006: 41). Acresce que os problemas que daqui advêm não se restringem aos episódios de crise financeira, mas permanecem para além deles - “*although private pension funds in OECD countries have, on average, now recovered all of the pre-crisis losses the markets are still volatile and negative growth is still not uncommon*” (OECD, 2013: 144)¹⁴⁷.

Em contraposição, parece poder dizer-se, numa primeira análise, que o sistema público está imune a estes riscos, na medida em que a lógica da repartição não permite que se tomem más decisões de investimento, simplesmente porque não há investimento, mas apenas uma transferência corrente de rendimentos (ROSNER, 2003: 166). A este propósito, Jörg HUFFSCHMID (2009: 248) sustenta que os sistemas PAYGO são muito mais estáveis e sustentáveis do que os sistemas de capitalização, pois apesar de também sofrerem as oscilações do ciclo económico, o risco que enfrentam é muito mais controlado, não estando sujeitos a verdadeiros colapsos.

No entanto, mesmo aqui persistem algumas dúvidas, sobretudo se considerarmos que as contas públicas estão cada vez mais ligadas aos destinos dos mercados financeiros. Desde logo, quando hoje nos referimos a crises da dívida soberana, sabemos tratar-se, na origem, de um fenómeno causado pelos movimentos de capitais à escala global, que afetou

¹⁴⁶ A este propósito, veja-se GRAHL (2009: 194), quando realça a problemática do risco sistémico – “but, after diversification, systemic risk (that affecting all securities) remains, and it is clear that this risk was substantial. To cope with systemic risk is a public function since only governments are in a position to defend pension entitlements in the face of generalized decline in investment returns”.

¹⁴⁷ Para maiores detalhes, veja-se OECD (2013: 198): “in 2009 and 2010 buoyant stock markets brought good returns for pension funds and public pension reserve funds after the steep declines at the height of the global financial crisis. Renewed uncertainty in the world economy in 2011 reversed the positive trend in stock markets and impacted negatively on many pension funds and reserve funds, especially those most exposed to equities. Performance was also hampered by bond portfolios in pension funds and reserve funds most exposed to the European sovereign debt crisis. On the other hand, pension funds and reserve funds with high exposure to sovereign bond safe havens benefited from major revaluation gains”.

inicialmente o sistema financeiro e depois contagiou os orçamentos públicos. Por outro lado, os credores dos Estados são precisamente instituições financeiras, da mesma forma que os indicadores de solvabilidade das contas públicas são avaliados por entidades que operam no mercado.

Assim sendo, parece-nos que, a partir do momento em que os Estados se endividam em largos montantes, e procuram financiar-se no mercado de capitais, que absorve a dívida pública, estarão também sujeitos aos riscos emergentes desse mercado. Em consequência, as pensões da SS, porque inscritas, mesmo que de forma indireta, nos orçamentos públicos, não são completamente imunes aos perigos que tradicionalmente se têm associado às pensões pagas pelos FP.

- ***Os FP como investidores institucionais***

Sob a ótica da sua intervenção nos mercados financeiros, os FP são instituições que se dedicam ao investimento profissional em larga escala, estando, por isso, no centro do fenómeno da institucionalização dos mercados de capitais.

A presença de investidores institucionais nos mercados, em contraponto com os investidores a título individual, é muitas vezes vista como essencial à eficiência do sistema financeiro, na medida em que permite a prestação de determinados serviços (por ex., corretagem) que apenas estão ao alcance deste tipo de intermediários. Por outro lado, além de operarem com custos de transação mais baixos (em resultado das economias de escala que decorrem da sua larga dimensão) e poderem dispersar eficazmente o risco (o elevado número de ativos detidos permite-lhes seguir uma estratégia de diversificação), os investidores institucionais estarão em melhor posição para tratar mais eficientemente a informação disponível, porque dispõem de melhores conhecimentos, maior poder de mercado e prática profissional. Desta forma, será menor a sua exposição aos riscos associados ao próprio funcionamento dos mercados (DAVIS, 1995: 91 e ss. e 1996: 64 e ss.; PEDRAS, 2000: 11; BLAKE, 2003: 575; J.M.G.S. QUELHAS, 2012: 85 e ss.).

A este propósito, leia-se, em síntese, o quadro apresentado pelo Instituto de Seguros de Portugal: *“as empresas de seguros e os fundos de pensões assumem um papel relevante enquanto investidores institucionais. Contribuem para a estabilidade dos mercados financeiros, por tenderem a assumir posições estáveis e duradouras nos ativos em que investem, tendo em conta que a respetiva atividade ocorre num horizonte temporal*

alargado. Potenciam, desta forma, o crescimento e o desenvolvimento do setor financeiro em Portugal e contribuem para a redução da sua volatilidade” (ISP, 2012: 179).

Uma questão que, neste âmbito, se tem colocado é a de saber se os investidores institucionais (e, por consequência, os FP) devem ser vistos como responsáveis pela volatilidade nos mercados de capitais, que é, no fundo, um efeito perverso de ‘virtualização da economia’, já que as oscilações que afetam os ativos financeiros são muito superiores às da economia real. Na verdade, e apesar da sua vocação de longo prazo, as estratégias de investimento seguidas pelos fundos são muitas vezes acusadas de *short-termismo*, com preponderância de elementos especulativos¹⁴⁸. Como nos diz Maria Teresa Medeiros GARCIA (2003: 251), as entidades gestoras desistem com frequência de “*levar avante os projectos de investimento mais rentáveis, escolhendo, ao contrário, aqueles com o período de resultados mais pequeno*”.

A resposta parece ser afirmativa, sendo vários os argumentos que para ela concorrem. Desde logo, assume-se que este tipo de investidores não é imune aos célebres ‘comportamentos de manada’, o que multiplica o impacto da sua atividade nos mercados¹⁴⁹. Trata-se de uma tendência para a verificação de atitudes de imitação, que se deve, em primeiro lugar, ao facto de a performance dos FP ser avaliada com grande regularidade, levando-os a agir de forma semelhante para não apresentarem performances piores do que a do fundo mediano, isto é, resultados abaixo da média – num contexto de disputa de posição de mercado, as entidades gestoras dos FP, constantemente sujeitas à atribuição de *ratings* pelo mercado, podem ser desencorajadas a apostar em sólidas políticas de investimento, preferindo comportamentos de imitação, que melhor as

¹⁴⁸ No mesmo sentido escreve Álvaro MATIAS (1999: 165): “o carácter privado da gestão destes fundos leva a que, na generalidade dos casos, os objectivos de gestão se limitem a uma visão de curto prazo (focalizada para os ganhos imediatos), sem atender às perspectivas de crescimento a longo prazo da economia”. Sobre a tendência para a verificação de fenómenos especulativos no domínio do investimento institucional dos FP, veja-se também PRUVOST (2002), que nos diz que, em contextos de especulação, com subavaliação ou sobreavaliação de ativos, muitas vezes, de modo deliberado, os FP são vítimas (ou agressores), por excelência, das ‘armadilhas’ financeiras construídas em torno de ativos meramente ‘virtuais’. Conforme notam IMPAVIDO e TOWER (2009: 16): “over a decade, U.S. pension funds and endowments have bought 7 percent of all the “toxic waste” investment banks and hedge funds had on offer because of high returns”.

¹⁴⁹ O *herd behavior* é um fenómeno estudado no âmbito das finanças comportamentais, e que se reconduz, neste âmbito, à ideia de que os gestores dos FP tendem a imitar-se uns aos outros quando tomam decisões financeiras, adotando estratégias de investimento semelhantes. Por estarmos perante investidores que mobilizam grandes quantidades de ativos, a sua atuação é suscetível de definir o rumo dos mercados, tanto mais quanto mais concertada for.

Para mais desenvolvimentos, veja-se, por exemplo, J.M.G.S. QUELHAS (2012: 93 e ss.).

imunizem de perdas relativas. Por outro lado, os gestores dos FP tendem a concluir que as transações realizadas por outros fundos têm por base decisões racionais, assentes em informações verídicas, que devem, por isso, ser seguidas (BODIE, 1990b; PESANDO, 1992: 126; DAVIS, 1995: 166-170; GHILARDUCCI, 1995; SANTOS *et al.*, 1998: 298; GARCIA, 2003: 251)¹⁵⁰.

Por isto mesmo, os FP têm sido identificados como os principais responsáveis pela acentuação das quedas nos índices dos mercados de capitais, em virtude das estratégias cruzadas que se repercutem em transações massivas de ativos, e, em último termo, nas sucessivas crises bolsistas que a história vai relatando¹⁵¹.

Acresce que, pela dimensão do conjunto de ativos que detêm, os FP podem tornar-se coletivamente acionistas dominantes de muitas empresas não financeiras, o que origina problemas relacionados com os conflitos de interesses no governo das sociedades, cada vez mais discutidos.

Em suma, e pese embora a controvérsia que a questão suscita, dizemos, nas palavras de David BLAKE (2003: 576): “*the bad influences of pension funds are at least as great as the good influences. They can be summarized in one word: short-termism, the concentration on short-term performance at the expense of long-term investment, and a resulting destabilizing effect on capital markets*”.

¹⁵⁰ Nos termos em que expõe Álvaro MATIAS (1999: 188), “a partir do momento em que as carteiras de activos dos fundos de pensões atingem valores particularmente elevados (...), a movimentação dessas massas financeiras tem potencial para influenciar os movimentos internacionais de capitais, as taxas de câmbio das moedas e o curso dos mercados bolsistas”.

¹⁵¹ Philip DAVIS (1995: 166-170) sobrepõe a esta crítica dados que permitem concluir que a preponderância dos investidores institucionais num dado mercado pode obstar à instabilidade do valor dos ativos. Considera o autor que as reações financeiras em massa por parte das instituições nem sempre desestabilizam os mercados, podendo até acelerar o processo de ajustamento a novos preços de equilíbrio e atenuar o impacto das decisões irracionais tomadas por outros investidores, como sejam os investidores individuais ou estrangeiros.

Max ALIER e Dimitri VITTAS (2001: 418) também desvalorizam o problema, porque assumem que um *portfolio* suficientemente diversificado, tal como a aquisição de produtos financeiros destinados à cobertura de riscos, são estratégias eficazes na contenção dos efeitos da volatilidade dos mercados. Partindo do exemplo americano, os autores demonstram que, em termos históricos, o maior impacto das flutuações dos preços de mercado tem sido sentido pelos fundos que escolhem concentrar riscos, investindo exclusivamente em ações ou em obrigações. E acrescentam que a ‘engenharia financeira’ tenderá a desenvolver técnicas sofisticadas para ir de encontro às necessidades dos investidores de longo prazo.

- ***A inovação financeira***

“A maior parte dessas inovações verificadas desde os anos 70 tiveram origem no aumento do nível e da volatilidade das taxas de juro e de câmbio, tendo sido os Fundos de Pensões, nos mercados onde já assumem alguma importância, as principais forças motoras da inovação financeira. Novos instrumentos foram desenhados para as exigências de gestão dos Fundos de Pensões, tais como Obrigações de Cupão Zero, com cupão indexado à taxa de inflação, Obrigações Hipotecárias, Futuros e Opções sobre Índices, Contratos com Rendimento Garantido e Fundos indexados” (PEDRAS, 2000: 14).

De facto, a criação e desenvolvimento de novos instrumentos financeiros aparece intimamente ligada à afirmação dos investidores em massa, entre os quais se destacam os FP. Neste sentido, a inovação financeira tem sido vista como uma verdadeira solução para obstar aos riscos que tradicionalmente se associam ao carácter de longo prazo das obrigações assumidas pelos fundos (BLAKE, 2003).

Perante os desafios colocados pela incerteza do funcionamento dos mercados, investir a título profissional, e especialmente assumir compromissos para um futuro longínquo, vem a exigir que se procurem estratégias de imunização face a determinados riscos¹⁵². Desenvolvem-se, por isso, produtos vocacionados para a transação de riscos económico-financeiros, que assim podem ser segmentados e comercializados separadamente. Falamos, nomeadamente, dos títulos derivados (que se associam ao fenómeno da securitização de créditos), das técnicas de indexação à evolução de determinadas variáveis, e das estratégias de seguro de carteira.

Com a ‘inovação financeira’, os produtos derivados começam a assumir um papel primordial na política de investimento dos fundos, ultrapassando, muitas vezes, as vias tradicionais. *“Anecdotal evidence shows that pressure to decreased DB funding gaps and raise returns is driving a move into alternative investments with pension funds increasingly using derivatives to hedge risks and as an alternative to direct investment in the underlying markets”* (OECD, 2013: 196).

¹⁵² Conforme expõe Philip DAVIS (1995: 163), “the requirement of a fixed duration for investment instruments has stimulated innovations in the USA and Canada tailored to funds’ needs, such as zero coupon bonds, collateralized mortgage obligations, and guaranteed income contracts (offered by life insurers); immunization strategies have also spurred the development of markets for index options and futures, which in turn facilitate sharing of risk”.

Sob a égide da partilha de risco entre os operadores de mercado, estes novos instrumentos vieram permitir a transformação de créditos sem liquidez em ativos transacionáveis, o que, sabe-se agora, esteve na origem do escândalo do *subprime* que irradiou dos EUA para o mundo a partir de 2008¹⁵³.

Assim, se para uns estão em causa mecanismos de cobertura, para outros trata-se, pelo contrário, de estratégias de exposição deliberada ao risco. Acima de tudo, porque os produtos derivados estão sujeitos aos mesmos riscos de mercado do que os ativos que se propõem proteger – *“a volatilidade do preço e do rendimento do derivado pode ser muito maior do que a do activo subjacente, de modo que um desempenho fraco no produto derivado pode ser muito pior do que aquilo que um investidor poderia antecipar, mesmo que a possibilidade de desempenho fraco no activo subjacente tivesse sido correctamente avaliada”* (GARCIA, 2003: 199).

Independentemente da discussão que o tema suscita, cabe lembrar que a proliferação de novos produtos gera, inevitavelmente, um aumento de custos com a remuneração dos intermediários. No fundo, pode dizer-se que estamos perante uma cobertura de riscos de mercado pelo próprio mercado, que tende a revelar-se bastante dispendiosa (GRAHL, 2009: 193).

- ***A internacionalização***

Os FP estiveram na linha da frente no que toca ao desenvolvimento de políticas de investimento além-fronteiras: a ausência de barreiras físicas nos mercados financeiros permitiu apostar na estratégia da internacionalização como forma de potenciar maiores retornos e dispersar o risco.

Precisamente por isso, alguns autores, como Zvi BODIE (1990b: 453-454), Estelle JAMES e Dimitri VITTAS (1996: 172-173) ou Robert HOLZMANN (2006: 238), sustentam que a diversificação internacional dos ativos oferece maiores ganhos aos FP, ao mesmo tempo que evita os riscos específicos de determinado país. Com efeito, enquanto a

¹⁵³ A ‘crise do subprime’ nasceu da tomada excessiva de risco pelos bancos americanos, que concediam crédito hipotecário insuficientemente garantido, desconsiderando as consequências de um eventual incumprimento. A partir daqui, particularmente através do processo de ‘titularização’ dos créditos detidos pelos bancos, e que constituíam já verdadeiros ‘produtos tóxicos’, os títulos representativos de uma dívida que nunca chega a ser paga são vendidos nos mercados do mundo inteiro, e adquiridos em massa por instituições que se dedicam ao investimento financeiro, entre as quais se destacam os FP. De facto, a exportação de créditos malparados por via de derivados financeiros é sentida como a grande causa de uma crise financeira que rapidamente se mundializou, destruindo os balanços de instituições financeiras um pouco por todo o mundo.

diversificação dos investimentos no seio de uma determinada economia permite eliminar os riscos que resultam das diferentes performances das empresas e/ou sectores económicos, a internacionalização faz com que se atenuem os riscos macroeconómicos que afetam essa mesma economia na sua globalidade.

Assim: abre-se a possibilidade de investir em sectores que não estão presentes no mercado nacional; elimina-se o risco de concentração ligado ao facto de a economia doméstica poder ser dominada por um pequeno número de empresas ou estar excessivamente exposta a um determinado tipo de risco; permite-se a aplicação dos ativos em países onde os maiores índices de produtividade asseguram um maior retorno; em geral, é mais ampla a possibilidade de conter a exposição a determinados riscos, por via da estratégia de compensação (por ex., pode obstar-se às variações no preço do petróleo investindo simultaneamente em países importadores e exportadores). Há também quem entenda que o fenómeno da internacionalização vem permitir a aplicação da lógica da capitalização financeira mesmo em países com mercados subdesenvolvidos, abrindo-lhes a possibilidade de investirem os seus ativos em geografias mais seguras (PESANDO, 1992: 123). Além disto, o investimento no estrangeiro é ainda apresentado como solução para os países desenvolvidos com populações envelhecidas, permitindo aos FP multiplicar os seus ativos noutros lugares do mundo, onde não se façam sentir os efeitos de uma conjuntura demográfica adversa (DAVIS, 1995: 205)¹⁵⁴.

Não obstante, estes fundamentos perdem consistência num contexto de mercados globalizados, em que, como temos vindo a observar, as crises económico-financeiras nascidas numa certa geografia rapidamente ultrapassam fronteiras e se mundializam. Hoje, o risco já não está ‘nas’ economias, mas ‘na’ economia¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Quanto a este ponto, cabe evidenciar que, de facto, os problemas demográficos que atrás expusemos afetam exclusivamente uma parte do mundo, o que abre espaço a uma ‘cooperação internacional’ neste domínio, entre nações desenvolvidas mas envelhecidas e nações pouco desenvolvidas mas com um crescimento populacional contínuo.

Numa outra perspetiva, e contra a ideia de que a política de investimento internacional pode ser uma solução para conjunturas demográficas adversas, Miguel MADEIRA (2013: 177) vem dizer que se trata de um argumento que apenas vem negar a superioridade abstrata dos modelos de capitalização, já que não pode ser mobilizado em termos globais, nem vale para todos os cenários demográficos, mostrando “*que as vantagens da capitalização face à repartição só existem num país que esteja mais envelhecido que o conjunto dos países*”.

¹⁵⁵ Birgit MATTIL (2006: 31) sustenta, em paralelo, que, sendo o investimento realizado no estrangeiro, será menor a previsibilidade sobre o desenvolvimento macroeconómico e social dos países em que se investe e, por isso, a eficácia da estratégia seguida.

Além disso, não podemos ignorar o risco de taxa de câmbio, que faz com que o retorno dos ativos investidos no estrangeiro se mostre mais instável. Embora se possa dizer que existem produtos financeiros destinados, precisamente, a cobrir as flutuações cambiais, a verdade é que esses produtos não estão isentos de custos, o que irá subtrair os lucros finais e prejudicar, ou a solidez financeira do fundo, ou os benefícios a distribuir pelos participantes.

Por último, e conforme sustenta Nicholas BARR (2002: 9), se os investimentos forem realizados exclusivamente no exterior, não se promovem o investimento e o emprego internos, duas das supostas vantagens comumente associadas à capitalização¹⁵⁶.

¹⁵⁶ Este é também o problema identificado, na perspectiva inversa, por Jacques NIKONOFF (2000), quando denuncia o peso excessivo dos investidores estrangeiros nos fundos nacionais, que acaba por se refletir numa transferência de rendimentos para o país de origem desses investidores.

3. Garantias dos beneficiários: entre a promessa social e o direito contratual expresso

Sob a ótica dos direitos que atribuem aos beneficiários, os dois modelos de pensões que temos estado a confrontar também parecem, à partida, impor distinções relevantes.

“*Enquanto que nos sistemas de repartição o que existe é um direito imaterial que só uma entidade dotada de ius imperium pode garantir*”, conforme escreve Matilde LAVOURAS (2003: 94), nos FP já estamos perante verdadeiros direitos de propriedade sobre as participações detidas. O mesmo é dizer que, se a SS oferece uma garantia social resultante de um contrato implícito entre os cidadãos e o Estado, os FP conferem o direito ao recebimento de uma pensão por via contratual expressa.

Nas palavras de Pierre CONCIALDI (2010: 129), “*dans un système en répartition, les droits de tirage acquis par les retraités sont des droits de tirage sociaux, alors qu’en capitalisation ils reposent sur des droits de propriété*”.

Assim, o que neste ponto nos propomos averiguar são as consequências práticas destas premissas, avaliando cada um dos modelos à luz daquilo que podem oferecer àqueles a quem realmente se destinam: os pensionistas (ou, pelo menos, futuros pensionistas).

3.1. Benefícios (in)definidos

Quanto à natureza dos compromissos assumidos perante os beneficiários, os FP podem ser de contribuição definida ou de benefício definido.

Se o valor das contribuições para o fundo for fixo e o valor da pensão indeterminado, está em causa um plano de pensões de contribuição definida; se, ao invés, o montante da prestação a receber estiver previamente determinado, então estaremos na presença de um plano de benefício definido.

Em benefício definido, a fórmula de cálculo da pensão de reforma é estabelecida *a priori*, ficando o quantitativo a pagar indexado a um rendimento de referência, que é normalmente o último salário (nesse caso, o montante da prestação corresponderá a uma percentagem do valor do salário). Em contribuição definida, o montante da prestação varia

de acordo com o sucesso financeiro dos investimentos realizados – quanto maior o rendimento dos ativos detidos pelo fundo, maior o valor da pensão de reforma, e vice-versa. Nas palavras de Álvaro MATIAS (1999: 170), “*enquanto os primeiros tomam um objectivo para as prestações, frequentemente através de uma fórmula de cálculo das pensões, os segundos fazem depender as prestações do volume de contribuições cobradas e dos recursos globais do regime*”.

Trata-se, essencialmente, de uma questão de assunção do risco. Nos planos de benefício definido, mais do que uma obrigação de meios, os instituidores do plano assumem uma verdadeira obrigação de resultado. Ao invés, os planos de contribuição definida transmitem o risco de investimento ao próprio beneficiário.

No domínio das escolhas públicas, a SS nasceu associada à ideia de benefício definido. Por um lado, porque, num momento em que ainda não se põem desafios orçamentais, facilmente se cede ao propósito de dar maior segurança aos direitos dos beneficiários. Por outro lado, porque foi uma solução mais rápida (os benefícios começam por ser distribuídos a uma geração que não chegou a contribuir para a sua formação) e, por isso, mais atrativa para Governos desejosos de mostrar resultados aos seus eleitores.

Como tal, prevê-se a atribuição de um montante a título de pensão de reforma que é encontrado a partir dos salários auferidos durante a vida ativa – cumpridos os prazos legais, os cidadãos veem reconhecido o direito ao recebimento de uma prestação, cujo montante é determinado pela aplicação de critérios previamente estipulados. Desta forma, e embora se gere nos beneficiários a perceção de que as pensões que recebem correspondem às contribuições já realizadas, a verdade é que estão em causa variáveis independentes para efeitos de atribuição do direito à pensão: enquanto o tempo de vida contributiva garante o acesso ao direito, a tabela remuneratória da atividade profissional passada determina o *quantum* desse direito¹⁵⁷.

Em consequência, ainda hoje se fala, no seio do sistema de SS, numa espécie de ‘princípio do benefício definido’, enquanto “*princípio estruturante do modelo de formação do direito à pensão, depois de ele ter sido legitimamente adquirido pelo seu titular*” (TRIBUNAL CONSTITUCIONAL, 2014: 4703).

¹⁵⁷ Para maior clareza sobre esta configuração, veja-se TRIBUNAL CONSTITUCIONAL (2014: 4705): “assentando o nosso sistema previdencial numa «lógica de repartição» (pay as you go) e não numa «lógica de capitalização», não existe uma corresponsabilidade necessária entre o quantum com que no passado se contribuiu para o sistema e o quantum que dele, enquanto beneficiário, no presente se recebe”.

Nestes termos, a distinção entre planos de contribuição definida e planos de benefício definido está tradicionalmente circunscrita ao âmbito dos FP empresariais, ligados ao segundo pilar das pensões de reforma, já que, enquanto os planos individuais de reforma seriam exclusivamente de contribuição definida, aos sistemas PAYGO corresponderia naturalmente um benefício definido.

No entanto, por hoje serem mais ténues as fronteiras, esta terminologia tende a estender o seu campo de aplicação¹⁵⁸. Concretamente, o que se tem verificado é uma rejeição progressiva da ideia de benefício definido, independentemente da natureza do modelo em causa. Com efeito, a lógica da contribuição definida tem vindo a impor-se tanto ao nível das pensões públicas como dos planos privados, na medida em que se mostra mais adaptável aos condicionalismos económicos e demográficos adversos; são esses condicionalismos que acabam por definir o montante da prestação a auferir na idade da reforma, pois deixam de se garantir expectativas baseadas na ideia de uma taxa de substituição fixa entre salários e pensões (MATIAS, 1999: 169 e ss.; CABRAL, 2013).

No âmbito dos FP, Arnaldo Filipe OLIVEIRA (2003: 100) fala mesmo num “*movimento mundial no sentido dos planos de contribuição definida*”. Trata-se, pelo menos, de um exponencial aumento da sua importância relativa, que se sobrepõe às naturais resistências históricas (OECD, 2013: 190)¹⁵⁹.

Esta tendência para a transição de fundos de benefício definido para fundos de contribuição definida estará relacionada com uma maior consciencialização, por parte das entidades instituidoras dos planos de pensões, dos riscos associados ao pagamento das suas responsabilidades; o que explica que comecem a seguir uma política de transferência do risco para a esfera dos beneficiários¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Ao mesmo tempo, importa referir que estamos perante uma distinção que tem vindo a ganhar relevo. Hoje, já há muito quem considere que a opção verdadeiramente essencial ao nível dos esquemas de pensões não deve situar-se tanto entre modelos de repartição e modelos de capitalização, públicos ou privados, mas mais entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida (MENDES, 2005: 273; CABRAL, 2013).

¹⁵⁹ Note-se, no entanto, que o exemplo português ainda não é representativo desta tendência. De acordo com dados do ISP de Março de 2014, o volume de benefícios pagos por FP ascendeu a 116 041 000 € quanto aos fundos de benefício definido, mas ficou-se pelos 151 000 € no que toca aos fundos de contribuição definida.

¹⁶⁰ Assim sugere John GRAHL (2009: 193): “the widespread refusal by employers to accept pension fund risks demonstrated how important the risks were that could not simply be diversified away across security markets”.

Na mesma linha, Fabrice PRUVOST (2002) entende que esta mudança na natureza dos compromissos assumidos traz consigo uma acentuação dos fenómenos especulativos ao nível da estratégia de gestão dos FP,

No quadro das pensões públicas, a atual preferência por um sistema de contribuição definida pode ver-se na difusão da uma proposta recente: os planos nocionais, que atrás expusemos. Neste caso, e embora não se perca a natureza pública da prestação, não há definição prévia de um critério de determinação do montante a atribuir – o valor da pensão de reforma está umbilicalmente ligado à história contributiva de cada cidadão, e já não à sua remuneração enquanto trabalhador.

Contudo, e mesmo sem chegar à implementação de um modelo deste género, a verdade é que são vários os indícios que nos permitem concluir que o montante das prestações atribuídas pela SS tende a ser, de facto, cada vez mais indefinido.

A este propósito, invocamos a discussão que se tem travado em Portugal em torno, precisamente, da proteção jurídica que deve ser dada ao *quantum* do ‘direito à pensão de reforma’¹⁶¹. A tendência tem sido a de considerar que não está em causa um direito adquirido que possa fundar expectativas fortes nos cidadãos, mas antes um direito em formação, decorrente de uma simples expectativa não protegida e sujeito a um juízo de proporcionalidade, que relativiza a sua proteção em relação a outros bens constitucionalmente garantidos (HESPANHA, 2012: 47). Aliás, este entendimento tem sido justificado com a necessidade de preservar a justiça intergeracional que um sistema público de pensões, por natureza, deve promover; é esse compromisso entre gerações que condiciona os direitos que podem ser atribuídos em cada momento (LOUREIRO, 2010: 109 e ss.; SILVA, 2013: 37; TRIBUNAL CONSTITUCIONAL, 2014)¹⁶².

Assim, e nas conclusões do Tribunal Constitucional, “*afirmar o reconhecimento, autónoma e imediatamente decorrente do texto constitucional, do direito à pensão, não significa que se possa afirmar o direito a uma determinada pensão*” (TRIBUNAL CONSTITUCIONAL, 2014: 4697).

precisamente porque os riscos de investimento passam a correr por conta dos beneficiários. Como tal, a gestão do fundo, assumindo apenas uma obrigação de meios, mais facilmente segue estratégias arriscadas, caracterizadas por uma elevada rotação de ativos e pensadas para o curto prazo.

¹⁶¹ Além do ponto que especificamente aqui salientamos, remetemos para o número 3.5 da primeira parte deste estudo, onde, numa referência concreta ao caso português, expomos o quadro das estratégias políticas que operam no sentido da diminuição do valor das pensões de reforma.

¹⁶² Quanto a este ponto, e embora configure os direitos sociais como verdadeiros direitos fundamentais à luz da Constituição, divergindo da doutrina dominante, Jorge Reis NOVAIS (2010: 91) invoca uma ideia de ‘reserva do financeiramente possível’ para justificar as limitações a que um direito como o direito à pensão de reforma naturalmente está sujeito – “a reserva do possível passa a ser essencialmente entendida como constituindo essa limitação imanente a este tipo de direitos: mesmo quando a pretensão de prestação é razoável, o Estado só está obrigado a realizá-la se dispuser dos necessários recursos”.

Tudo isto concorre, conforme se vê, para que possamos dizer que os sistemas públicos de pensões, inspirados pela prudência da gestão privada, estão a deixar de se vincular a um resultado; pelo contrário, procuram ligar-se cada vez mais à história contributiva dos beneficiários, ao mesmo tempo que se salvaguardam dos constrangimentos demográficos e económicos, repercutindo-os no valor das pensões a pagar. Nas palavras de Nazaré da Costa CABRAL (2010: 180), “*afigura-se-nos que o sistema público de pensões pretende deixar, ele mesmo, de se assumir como sistema de benefício definido (ou de prestação definida), para se assumir, cada vez mais – à semelhança, hoje, do que sucede com a generalidade dos regimes privados e complementares de pensões –, como um sistema de contribuição definida*”.

3.2. O risco político

O (aqui designado) risco político pode sintetizar-se como a suscetibilidade de os planos de pensões sofrerem, quer o impacto de alterações legislativas e mudanças de estratégia política em virtude da sucessão de governos, quer o impacto dos favorecimentos de determinados grupos, que invariavelmente se vão traduzir em perdas para outros. Para Robert HOLZMANN (2001: 143), por exemplo, o risco político radica na garantia de benefícios sem que se assegurem as receitas necessárias para lhes fazer face, o que pode vir a inviabilizar o cumprimento dos compromissos assumidos. No mesmo sentido escreve Peter ROSNER (2003: 166): “*whereas funded systems are obliged to show future obligations in their balances public PAYG systems have no balance where wealth and obligations are confronted. This allows public systems to promise payments without thorough calculations of future debts*”. Este risco traduz-se, assim, numa fonte de incerteza, que torna demasiado vagas as promessas feitas pelo poder político aos contribuintes¹⁶³.

¹⁶³ O conceito é adotado por vários autores, tais como BODIE (1990), DAVIS (1995), COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998: 209) ou SHAPIRO (2007). Zvi BODIE (1990: 34) chama-lhe ‘risco da segurança social’, e descreve-o nestes termos: “while you may know the rules governing your expected benefits from the Social Security system now, those rules have a history of changing in unpredictable ways. Most of the changes in the past have increased benefits, but few observers expect that to happen again in foreseeable future”.

Para Daniel SHAPIRO (2007: 176), “SS and mixed systems subject everyone to political risks: benefits may be reduced or the benefit formula recalculated, taxes may be increased, government investment

No entendimento de Zvi BODIE e Robert MERTON (1993: 197), o risco político associado à SS advém do poder próprio do Estado – o *ius imperium*, por si só, confere credibilidade à generalidade das reformas que os governantes pretendam implementar no sistema. Em oposição, os autores destacam a incapacidade do sector privado para repudiar unilateralmente as obrigações assumidas.

Por outro lado, a falta de autonomia da SS relativamente a outras políticas públicas também pode constituir uma fonte de risco político. Robert HOLZMANN (2001), por exemplo, considera que, mesmo no âmbito das pensões de reforma, o facto de se agregarem objetivos de segurança dos rendimentos com propósitos redistributivos prejudica a própria transparência do sistema, o que torna o direito à pensão de reforma bastante mais vulnerável.

O certo é que, independentemente da abordagem, estamos perante uma ameaça séria, e bastante atual, aos direitos (ou, talvez melhor, expetativas) dos pensionistas. Conforme constatou o grupo de avaliação independente do Banco Mundial, “*while parametric and multi-pillar pension reforms have improved the financial balance of PAYG systems, additional reforms are often needed. Multi-pillar systems remain open to political influence, especially in times of economic crisis*” (IEG, 2006: 41)¹⁶⁴.

Ora, pelo próprio conceito se vê que se trata de um risco tradicionalmente atribuído, em exclusivo, à SS (em virtude da sua natureza pública) e, por isso, apresentado como elemento dissuasor da continuidade deste tipo de sistema. Paralelamente, um dos argumentos usados na defesa dos planos em capitalização é, precisamente, a sua tendencial imunidade às manipulações políticas diretas.

of SS taxes may be mismanaged or used to fund other government programs, and indexing may be readjusted or suspended, and so forth”.

¹⁶⁴ A este propósito, veja-se também o levantamento apresentado pela OIT: “several countries (including Canada, Germany, Japan, Portugal and Sweden) have explicitly linked indexation to certain indicators of sustainability. The problem is that – as became clear during the recent economic and financial crisis – such mechanisms may result even in absolute benefit cuts in times of crisis” (ILO, 2014).

De facto, e se quisermos servir-nos do exemplo português, verificamos que, a partir da publicação do Livro Branco da Segurança Social, em 1998, várias têm sido as estratégias que, autorizadas pelas duas Leis de Bases da Segurança Social adotadas desde então (uma em 2002 e outra em 2007), acabam por restringir os benefícios a auferir pelos reformados. Falamos, nomeadamente, do aumento da idade legal da reforma, da revisão do método de cálculo das pensões (passa a considerar-se a totalidade da carreira contributiva, e não apenas os seus melhores anos, como acontecia anteriormente), da introdução do chamado ‘fator de sustentabilidade’ (no fundo, um imposto indexado ao aumento da esperança média de vida). Simultaneamente, ainda têm sido tomadas medidas que, embora de carácter pontual, concorrem para o mesmo fim: por exemplo, os cortes nos subsídios de férias e de natal dos pensionistas.

Não obstante, e embora tenhamos uma percepção mais imediata do impacto das orientações governativas sobre os sistemas públicos de pensões, o certo é que os sistemas privados também sofrem as consequências das opções políticas.

Parece-nos, na verdade, que se trata de uma ameaça que paira tanto sobre a SS como sobre os FP, considerando que as mutações de natureza política ou institucional são fontes de risco acrescido para qualquer plano que preveja responsabilidades com pensões de reforma; pelo menos de forma indireta, nenhum é imune às políticas públicas de regulação macroeconómica (MATTIL, 2006: 32-34, 52).

Para Maria Clara MURTEIRA (2011: 37), “*os esquemas privados podem ser directamente afectados por alterações regulamentares relativas ao seu enquadramento e, indirectamente, pela intervenção do Estado na regulação dos mercados financeiros, na protecção dos direitos dos consumidores, etc.*”.

Pensemos, por exemplo, na política fiscal. Se o poder público decidir sujeitar os FP a uma maior carga tributária, teremos, por virtude de lei, um aumento do risco de solvabilidade financeira dos fundos ou de decréscimo de rendimento dos beneficiários, consoante se trate de regimes de benefício definido ou contribuição definida.

Numa perspetiva mais ampla, basta considerarmos os avultados montantes que os FP tradicionalmente aplicam em dívida pública para percebermos a sua exposição aos condicionamentos políticos¹⁶⁵. Indermit GILL *et al.* (2008), partindo do exemplo dos países reformistas da América Latina, destacam precisamente a vulnerabilidade dos FP às orientações políticas quando sujeitos ao investimento forçado em obrigações do Estado.

3.3. Justiça intergeracional

A lógica das transferências intergeracionais está na génese do sistema de SS. SAMUELSON (1958) cedo identificou a SS como uma invenção inteligente baseada num pacto de gerações, que permitia transferir rendimento entre grupos de cidadãos de idades distintas. Assim, “*as pensões pagas à população inactiva dependem inteiramente das receitas que em cada momento a segurança social possa obter junto da população activa. Havendo transferência directa do poder de compra de um grupo etário para o outro,*

¹⁶⁵ Para referirmos o exemplo português, em Março de 2014, e de acordo com dados do Instituto de Seguros de Portugal, os títulos de dívida pública tinham um peso de 26% na composição das carteiras de investimento dos FP (ISP, 2014).

supõe-se a existência de um contrato implícito entre as sucessivas gerações” (A.P.S. QUELHAS, 1999: 50). Trata-se de um contrato que, por um lado, pressupõe o acordo das várias gerações, mas sobretudo a cooperação da geração mais nova, que sustenta financeiramente o sistema; por outro lado, requer a intervenção do Estado, que é “o garante do cumprimento da promessa de pagamento futuro de prestações, visto que, a qualquer momento, pode impor a obrigação contributiva aos trabalhadores e seus empregadores, requisito necessário para assegurar o pagamento das pensões aos reformados” (MURTEIRA, 2011: 48).

Operando numa lógica de repartição, o modelo público de pensões baseia-se, de facto, num conceito de solidariedade coativa entre gerações sucessivas, em que a contribuição financeira que, em determinado momento, se exige à população ativa é o preço da sua legítima expectativa em vir a auferir um rendimento no momento da aposentação. A este propósito, diz-nos Álvaro MATIAS (1999: 178): *“trata-se de um sistema que, no caso específico do risco de velhice, pressupõe um contrato inter-gerações implicitamente aceite pelos indivíduos que compõem a sociedade, uma vez que é sempre a geração mais nova que suporta o ónus com as reformas da geração envelhecida, e fá-lo na expectativa de que a próxima geração de pessoas venha ulteriormente a suportar os encargos futuros com a reforma da actual geração activa”*¹⁶⁶.

Com efeito, quando aqui se fala em solidariedade, não se tem em mente uma perspectiva altruísta, mas antes uma espécie de troca contínua de rendimentos entre gerações. Garantir a equidade intergeracional passará, então, por assegurar alguma proporcionalidade entre o esforço contributivo exigido e os benefícios distribuídos a cada geração de participantes no sistema público de pensões, com base na ideia de que os limites aos direitos de uns constituem a condição de existência dos direitos de outros¹⁶⁷.

Neste seguimento, a questão que atualmente se põe é a de saber até que ponto este implícito contrato intergeracional que foi, e ainda é, fundamento da repartição de encargos e benefícios com pensões de reforma no âmbito da SS, será, no futuro, renovável. O

¹⁶⁶ Do mesmo modo, HUTEAU e LE BONT (1997: 310): “dans un regime par répartition, la revalorisation doit assurer une évolution comparable de la situation des retraités par rapport à celle des actifs. Si la pension constitue une créance objectivement déterminée par la contribution antérieure des retraités, il convient également de respecter un contrat entre générations de sorte qu’actifs et retraités soient équitablement associés aux fruits de la croissance tout comme aux aléas susceptibles de l’hypothéquer”.

¹⁶⁷ João Carlos LOUREIRO (2010: 134) fala mesmo de um ‘princípio da justiça intergeracional’, sobre o qual deve assentar a configuração prática do ‘direito à pensão de reforma’.

desafio é, por isso, o de garantir um padrão de transferências intergeracionais que seja socialmente acolhido¹⁶⁸.

No entanto, e num momento em que as contas dos sistemas públicos de pensões dão sinais de debilidade, o ‘acordo social’ em torno das prestações de reforma parece cada vez mais difícil de manter. Assistimos, então, a uma espécie de conflito social entre os reformados que auferem pensões públicas e os jovens trabalhadores que pagam taxas cada vez mais elevadas para conseguir assegurar as responsabilidades presentes com essas pensões, sem garantias de virem a obter uma compensação justa, no futuro, pelo esforço contributivo atual. Nas palavras de Yuichi SHIONOYA (2005: 292): *“the implicit social contract underlying the welfare state verges on disintegration. If social conflict in the past involved the capitalists versus workers or rich versus poor, it presently focuses on the young versus the old. This raises the issue of intergenerational justice, which includes a complexity of economic, sociological, and moral problems”*.

Tratar-se-á, no fundo, de uma posição de desvantagem relativa em que a geração mais jovem se vê colocada, e que contribui largamente para a proliferação dos discursos a favor do desmantelamento dos esquemas de SS e da organização de modelos de pensões geridos em capitalização, numa lógica individual de autofinanciamento. Por oposição, a dinâmica dos FP parece obstar à problemática da (in)justiça intergeracional, na medida em que pressupõe que cada indivíduo faça provisões no sentido de assegurar a sua própria reforma. Trata-se do entendimento que, desde cedo, presidiu às propostas do Banco Mundial: *“policymakers need to know that when a population and earnings are not growing rapidly, the financing method chosen affects the distribution of lifetime income between present and future generations. If they want to favor the present generation of workers, pay-as-you-go has an advantage. If they want to be distributionally neutral, full funding is preferred”* (WORLD BANK, 1994: 89).

Também nesta perspetiva se fala em insustentabilidade do sistema de SS, considerando sobretudo a possibilidade de defraudar uma geração de contribuintes, que financiou um sistema do qual poderá não vir a usufruir, pelo menos na medida do

¹⁶⁸ Numa referência ao caso português, é de notar que os cortes no rendimento real dos pensionistas têm sido sustentados, precisamente, com base na ideia de assegurar a justiça entre gerações num momento de graves contingências orçamentais. Ilustrativamente, veja-se MINISTÉRIO DAS FINANÇAS (2013: 56): “uma opção por não reduzir o valor das pensões implica sobrecarregar a geração atual de trabalhadores com mais impostos ou com mais contribuições. Assim, foi opção do Governo repartir os custos deste ajustamento pela geração de pensionistas e de trabalhadores, segundo princípios de equidade intergeracional”.

desejável. Na conclusão apresentada pela OCDE, “*workers who enter the labour market today will be promised lower pension benefits than previous generations due to the series of reforms OECD countries implemented over the last 20 years*” (OECD, 2013: 53).

Coloca-se, assim, um problema de legitimidade política, ou, mais concretamente, um problema de legitimidade tributária, começando a pôr-se em causa a política redistributiva do Estado, que exige recursos a uma geração com o intuito de os distribuir a outra. A este propósito, Birgit MATTIL (2006: 17) introduz o conceito de ‘sustentabilidade política’, para designar a necessária sensação de confiança no sistema de pensões, que os governos têm de despertar na geração que para ele contribui¹⁶⁹.

Todavia, esta não é uma ameaça recente: pela lógica que preside ao seu funcionamento, os esquemas públicos de pensões são, em si mesmos, suscetíveis de criar iniquidades intergeracionais, intrinsecamente associadas ao financiamento em repartição, e que as atuais dificuldades orçamentais apenas vêm expor.

Nos anos que se seguiram ao seu surgimento, os sistemas de SS criaram pensões sociais mínimas que beneficiaram mesmo os que pouco ou nada tinham contribuído. Conforme nos diz Maria Matilde LAVOURAS (2003: 180): “*nos anos 60 e 70 assistimos um pouco por toda a Europa ao nascimento de regimes não contributivos e de regimes que, não obstante serem considerados contributivos, exigiam como período de garantia lapsos de tempo e contribuições reduzidas, ao mesmo tempo que conferiam pensões relativamente elevadas*”¹⁷⁰.

Como se vê, a justiça intergeracional é negada logo desde a implementação da SS, precisamente porque a construção de um modelo PAYGO implica que a primeira geração abrangida seja uma geração de privilegiados, no sentido em que auffer benefícios para os quais pouco ou nada contribuiu. Ou seja, por permitirem a concessão imediata de pensões sem a prévia acumulação de contribuições, os regimes de repartição beneficiam a primeira geração de reformados em detrimento das seguintes (KOTLIKOFF, 1997: 3; BROOKS e WEAVER, 2006: 354; SHAPIRO, 2007: 156-157).

¹⁶⁹ Como escreve a autora, “if members of the working-age population do not perceive the existing mandatory pension system, especially the public pension scheme(s), as just and capable of providing adequate pensions, they will try to avoid participation in the system”.

¹⁷⁰ No mesmo sentido, veja-se o exemplo apresentado por Medina CARREIRA (1996: 68), tendo por base o panorama português: “o direito à pensão de velhice começou por depender de 10 anos de inscrição e de 5 de pagamento de contribuições. Em 1973 estava reduzido, respectivamente, para 3 anos e 2 anos”.

Assim, enquanto a transição abrupta para um modelo de capitalização privada traz consigo, como vimos, aquilo a que a doutrina tem chamado ‘défice de primeira geração’, não é menos verdade que a SS gerou já, no momento em que foi erigida, aquilo que optamos por designar de ‘superavit de primeira geração’, e que não tem custos menores¹⁷¹.

Não obstante, há quem desvalorize este problema, contestando a ideia de que o princípio da justiça intergeracional deve ser um imperativo em matéria de pensões. Neste sentido, Daniel SHAPIRO (2007: 156-157), por exemplo, assume que a qualidade de vida com que uma geração pode contar será sempre, em virtude de vários fatores, distinta da geração seguinte¹⁷². A mesma perspetiva se deduz do conceito de equidade intergeracional apresentado por Birgit MATTIL (2006: 14): sustenta a autora que a equidade será alcançada se as gerações futuras puderem usufruir de um padrão de vida semelhante ou melhor do que as gerações precedentes; embora reconhecendo a dificuldade de uma comparação rigorosa entre as oportunidades concedidas a cada geração, considera tratar-se de uma análise que deve exorbitar a matéria das pensões – “*for evaluating intergenerational justice, all transfers between generations would have to be taken into account*”.

Do mesmo modo, Pierre CONCIALDI (2010: 77-88) não vê fundamento para uma ‘guerra de gerações’, por entender que a comparação não pode restringir-se exclusivamente a duas gerações (ativos e reformados), nem incidir apenas sobre a temática das pensões de reforma. De acordo com o autor, só uma visão simplista pode ignorar a permanente coexistência, no seio de uma sociedade, de várias gerações que, tendo nascido em tempos diferentes, devem esforçar-se por repartir entre si os recursos disponíveis em determinado momento¹⁷³. Também Álvaro MATIAS (1999: 166) se questiona “*sobre o verdadeiro sentido desta comparação meramente aritmética das transferências inter-*

¹⁷¹ Veja-se MATTIL (2006: 41): “pay-as-you-go systems can pay pensions immediately when being established; the first generation of pensioners receives pensions even without having contributed to the system. In contrast, funded pension schemes can only pay pensions in the second period, namely to those people who had contributed in the first period. Therefore, when introducing a funded scheme, the first generation of pensioners have to receive their pension from outside the scheme”.

¹⁷² Nas palavras do autor (171): “even though later generations do worse vis-à-vis SS than earlier generations, all things considered later generations will be better off (due to the effects of economic growth, science, and technology, etc.) than earlier generations”.

¹⁷³ O autor não perspetiva a equidade do lado das contribuições, mas antes do lado das prestações recebidas, pelo que considera existir justiça intergeracional quando o montante de rendimentos da população reformada é semelhante ao da população ativa, o que não se verificou no início dos anos setenta, quando o nível médio de vida dos reformados era marcadamente inferior ao dos cidadãos ativos, sem que se levantassem vozes contra essa realidade.

gerações, sem levar em linha de conta os contextos profundamente diferentes, quer sociais quer económicos, que atravessam as gerações em causa”.

3.4. Redistribuição e solidariedade

Dir-se-á, à partida, que, funcionando numa lógica de mercado, em que o preço seleciona os potenciais aderentes, o modelo dos FP põe em causa uma justa redistribuição dos rendimentos, tradicionalmente associada à SS; porque projetado para determinado público-alvo (constituído apenas por aqueles cujos rendimentos presentes ultrapassam as necessidades de consumo, e por isso lhes permitem acautelar o futuro mediante a constituição de provisões), ignora as razões que fundamentam a universalização da proteção no âmbito dos sistemas públicos.

Por isto mesmo, pode assumir-se que a política de privatização das pensões tende a favorecer, nomeadamente através da estratégia dos benefícios fiscais, aqueles que menos precisam de ser favorecidos e, por isso, a estimular uma política redistributiva regressiva¹⁷⁴. Consequentemente, será ineficaz no combate às situações de pobreza entre os mais idosos (MATIL, 2006: 48).

Com efeito, e porque os planos privados pressupõem uma conexão íntima entre as contribuições realizadas durante a vida ativa e os benefícios auferidos no período de aposentação, os trabalhadores mais bem remunerados serão também os pensionistas com melhores rendimentos; os trabalhadores mais pobres tenderão a acentuar a sua situação de fragilidade económica no momento em que se reformam¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Neste domínio, a concessão de benefícios fiscais àqueles que optem por aderir a planos privados de pensões é especialmente contestada, na medida em que se põe um problema de regressividade da política fiscal, orientada no sentido de favorecer os contribuintes de maiores rendimentos. Como salienta, por ex., Álvaro MATIAS (1999: 167 e ss.), trata-se de um mecanismo que beneficia, antes de mais, o conjunto dos indivíduos mais esclarecidos e, por isso, já socialmente mais favorecidos.

¹⁷⁵ A este propósito, Jörg HUFFSCHMID (2009: 248) vem dizer que os sistemas de capitalização não fazem mais do que acentuar, durante a idade da reforma, as desigualdades que já existem durante a vida ativa; pelo contrário, a SS, que normalmente incorpora um elemento redistributivo, permite reforçar os rendimentos dos pensionistas mais carenciados.

Da mesma forma, Hélène INTRATOR (1997: 28) denuncia a incapacidade dos FP no combate às desigualdades sociais que, pelo contrário, acentuam, gerando uma classe de ‘excluídos’ do sistema. Conforme escreve a autora: “les fonds de pension restent des produits réservés aux salariés aisés. Ils approfondissent des inégalités sociales devant la vieillesse et la mort que les régimes de répartition tentent de réduire. Ils créent de véritables régimes spéciaux professionnels et accroissent la discrimination entre les individus”.

Por seu lado, a SS tem sido elogiada pelo seu papel central na política redistributiva de rendimentos. Enquanto que a capitalização privada privilegia a distribuição de receitas ao longo dos diferentes estádios da vida de cada pessoa, o modelo de repartição é comumente visto como aquele que pode diminuir as assimetrias sociais, partilhando as receitas entre os beneficiários. O mesmo é dizer que, se o modelo dos FP opera uma redistribuição intertemporal dos rendimentos de cada indivíduo, a SS funcionará, por acréscimo, de acordo com uma lógica, não só de redistribuição intergeracional (entre indivíduos de gerações distintas), mas também de redistribuição intrageracional (entre indivíduos da mesma geração mas com diferentes níveis de rendimento).

Assim, e porque a distribuição dos rendimentos levada a cabo pelo mercado não tem necessariamente em conta preocupações de justiça social, defende-se tradicionalmente a intervenção pública, como forma de assegurar a existência de elementos redistributivos no domínio das pensões de reforma. Somos levados a concluir, então, que o problema da ‘imunidade’ dos FP a critérios de justiça social vem afetar, não apenas os cidadãos mais pobres, mas também o próprio Estado, que terá de acabar por lhes fornecer a proteção social que o mercado lhes negou.

Com efeito, e assumindo as pensões de reforma como instrumento crucial à manutenção de um nível de vida digno entre os mais idosos, a OIT (ILO, 2014) reconhece a preponderância da SS na atribuição desses rendimentos de substituição, divulgando dados que expõem uma correlação entre a maior dimensão dos esquemas públicos de pensões e os mais baixos níveis de pobreza, no conjunto dos países da OCDE.

Não obstante, este raciocínio não deve ser tomado em termos absolutos.

Em primeiro lugar, e se a SS tem na sua génese uma ideia de solidariedade intergeracional, entre cidadãos ativos e pensionistas, não é forçoso, no entanto, o seu papel ao nível da redistribuição de rendimentos entre os próprios pensionistas, isto é, no seio de uma mesma geração.

R. BEATTIE e M. MCGILLIVRAY (2000: 287) acentuam esta nota de ‘exclusão’, assumindo que, num modelo em que as pensões da generalidade da população provêm de fundos privados, será residual a contestação a eventuais cortes nas prestações atribuídas pelo Estado aos pensionistas que delas dependem. Estes acabarão por constituir uma minoria sem poder negocial, oprimidos por todos os que lutam por ver a sua carga fiscal diminuída e que, indiretamente, fragilizam as bases financeiras da política redistributiva.

Para Avelãs NUNES (2010), um modelo sujeito às regras do mercado é, por natureza, contrário ao ideal de justiça social distributiva.

De facto, assim não acontece numa estrutura puramente contributiva, em que o montante auferido a título de pensão de reforma corresponde à história dos rendimentos da vida profissional, e as pensões mais elevadas são pagas aos trabalhadores que receberam também os salários mais elevados. Nesse caso, as pensões de reforma apenas perpetuam as assimetrias na distribuição de rendimentos que já existiam no mercado de trabalho (CHARPENTIER, 1996: 315; JAMES, 2000). A este propósito, ironiza Peter DIAMOND (1977: 278): *“to tax all workers, rich and poor, to give benefits to retirees both rich and poor would make little sense. Similarly to give larger benefits to those with less need (as measured by their lifetime earnings) would also make little sense”*.

Em consequência, mesmo nos países com modelos de SS bastante sólidos e alargados, permanecem assimetrias sociais que chegam a ser apontadas como a debilidade essencial dos sistemas públicos de repartição¹⁷⁶.

Paralelamente, também são muitas as vozes que vêm alertar para os potenciais efeitos perversos da política redistributiva levada a cabo pelo Estado.

Por um lado, se a componente de solidariedade da SS é financiada por impostos em vez de contribuições sobre o trabalho, constitui um encargo para a generalidade dos contribuintes fiscais, normalmente com menores rendimentos do que a classe dos trabalhadores, e, por isso, terá um carácter tendencialmente mais regressivo (DIAMOND, 1977: 278; JAMES e VITTAS, 1996: 167).

Por outro lado, a combinação entre SS e sistema fiscal leva normalmente a que as taxas de substituição (relação entre a primeira pensão e o último salário da vida ativa) sejam geralmente mais altas nos salários mais elevados. Este efeito será mais evidente quando o cálculo do montante das pensões é feito com base nos últimos anos da carreira contributiva, o que aproveita sobretudo aos titulares de rendimentos mais elevados, já que os trabalhadores mais mal remunerados tendem a auferir um salário mais estagnado, que

¹⁷⁶ Como exemplo, apresentamos a reflexão de John GRAHL (2009: 189) sobre o caso português, que o autor identifica como paradigmático quando expõe a ideia de que as desigualdades na distribuição do rendimento são um desafio muito maior para a política da SS do que as questões demográficas: *“Portugal does seem to be one case where ageing will give rise to tight constraints. The Portuguese situation is marked by very high degrees of inequality both among pensioners and for the population as a whole; increased spending per head of the older population will be necessary to relieve poverty”*.

pouco aumenta ao longo do tempo de trabalho (CHARPENTIER, 1996: 179; COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL, 1998: 99)¹⁷⁷.

A isto se junta a tese de que entre os indivíduos com maiores rendimentos é maior a esperança média de vida, o que faz com que, vivendo mais anos após a reforma, se tornem beneficiários da SS durante mais tempo; simultaneamente, e como tendem a entrar mais tarde no mercado de trabalho, são, relativamente às camadas mais pobres da população, contribuintes do sistema durante menos tempo. Desta forma se atenuam os desejáveis efeitos das políticas redistributivas a favor dos mais carenciados, que retiram um menor benefício líquido do sistema (COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL, 1998: 97; JAMES, 2000; SHAPIRO, 2007: 162)¹⁷⁸.

Por tudo isto, e na perspetiva do Banco Mundial, a crença generalizada de que os programas públicos de pensões constituem um instrumento ao serviço da redistribuição da riqueza não passa de um mito, já que, na prática, as fórmulas de atribuição de benefícios têm um carácter regressivo¹⁷⁹.

¹⁷⁷ Da mesma forma, pode assumir-se que os benefícios associados às reformas antecipadas irão beneficiar essencialmente as classes de maiores rendimentos, que mais facilmente preenchem os requisitos de mínimos contributivos (WORLD BANK, 1994: 323; JAMES e VITTAS, 1996: 167).

¹⁷⁸ Embora a SS opere uma redistribuição de rendimentos entre grupos com esperanças médias de vida distintas, essa redistribuição não vai propriamente de encontro a objetivos de equidade social, podendo até, no confronto entre esforço contributivo e pensão atribuída, revelar-se injusta. A isto serve de exemplo a ‘subsidição’ dos homens relativamente às mulheres no quadro da SS, precisamente porque os homens tendem a ter carreiras contributivas mais longas e as mulheres tendem a viver mais (ORENSTEIN, 2008: 183; OECD, 2013: 146).

¹⁷⁹ Expondo, de forma literal, a súmula dos argumentos apresentados: “even if benefit formulas look progressive, four factors neutralize most of the progressive effect. The first people to be covered when new plans are started are invariably middle- and upper-income groups, and they typically receive large transfers. The longer life expectancy of the rich severely reduces or eliminates the apparent progressivity of social security programs when redistribution is calculated on a lifetime rather than an annual basis. Ceilings on taxable earnings keep the lid on tax differences between rich and poor. And when benefit formulas are earnings-related or subject to strategic manipulation, as in many countries, upper-income groups benefit even more, so the net redistributive effect can be regressive” (WORLD BANK, 1994: 11).

No mesmo sentido, Daniel SHAPIRO (2007: 155-156) considera que os mecanismos de capitalização privada acabam por funcionar com maior progressividade na captação de receitas. Argumenta, sem deixar de assumir a existência de alguns mecanismos redistributivos dentro dos sistemas públicos, que as contribuições pagas, em geral, se traduzem num método de financiamento regressivo: em primeiro lugar, porque se fixam tetos máximos de rendimentos tributáveis; por outro lado, porque um verdadeiro sistema redistributivo não deveria basear-se nas contribuições feitas pelos cidadãos, mas antes nas reais necessidades que eles apresentam. Levando as suas conclusões ao extremo (172), deduz que a SS não passa de um mecanismo de transferência de rendimentos dos membros mais pobres de uma geração para os membros mais ricos da geração anterior.

Assim, podemos pelo menos dizer que, para além da contestada redistribuição intergeracional tradicionalmente atribuída aos modelos de repartição, é também duvidosa a própria redistribuição intrageracional.

Reflexões finais

A questão das pensões de reforma tem-se bipolarizado e, mais do que isso, tem sido instrumentalizada por um debate político em que tanto a SS como os FP são usados como bandeira ideológica (ou, ao invés, como arma de arremesso), conquistando gerações de eleitores crentes nas suas virtualidades.

De um lado estão aqueles que veem a SS como um valor absoluto, que se impõe perante qualquer condicionalismo. Porque a consideram uma conquista civilizacional histórica, sustentam que esta estrutura deve ser preservada a todo o custo – acima de tudo, importa garantir que o Estado mantém um papel interventivo no domínio das prestações de reforma, enquanto única entidade capaz de acautelar verdadeiramente os direitos dos pensionistas, de usar a proteção social como estabilizador macroeconómico, e de promover a justiça e a solidariedade entre os cidadãos. Contra a fragilidade financeira dos sistemas públicos de pensões, dizem que o crescimento económico e o emprego são condições suficientes para obstar às contingências orçamentais que atualmente se verificam.

Do outro lado, foi sendo desenvolvido um discurso típico dos economistas liberais que liga os sistemas públicos de pensões a efeitos nefastos sobre a economia. Diz-se, por exemplo, que a SS consome uma fatia significativa do orçamento dos Estados, onerando os cidadãos com uma pesada carga tributária e desviando recursos que seriam destinados ao aforro; que aumenta os custos marginais do trabalho, o desemprego e, por consequência, a despesa social (associada a uma quebra nas receitas contributivas) do Estado, provocando um ciclo ininterrupto de externalidades negativas. Pelo contrário, os FP são vistos como um meio eficaz na captação de poupança que, entregue à intermediação dos mercados financeiros, vem a ser posta ao serviço do investimento produtivo, do crescimento económico, do emprego e do bem-estar em geral; ao mesmo tempo, o retorno dos investimentos realizados garantiria um melhor rendimento de substituição aos pensionistas.

Nestes termos, o debate reconduz-se, no essencial, à eterna e fraturante questão em torno da intervenção do Estado na economia (mais do que isso, na vida dos cidadãos), a tal ponto que se esbatem as singularidades do problema das pensões. Podemos dizer, então, que o que está em causa são, antes de mais, posições ideológicas sobre o grau de liberdade que deve ser deixado aos intervenientes nos mercados.

No entanto, se o tema divide opiniões quando perspectivado sob o filtro da ideologia, as diferenças já não são tão significativas quando procuramos uma análise mais objetiva.

Com efeito, e sob a ótica dos riscos que cada um dos sistemas comporta, deve salientar-se que o problema fundamental radica na própria natureza da prestação, o que nos leva a concluir que, em termos de sustentabilidade financeira, e numa perspetiva de longo prazo, a SS e os FP dependem essencialmente do mesmo condicionalismo: uma estrutura demográfica rejuvenescida e uma taxa de produtividade que garanta emprego e salários elevados.

Acresce que nenhum deles é imune à dinâmica macroeconómica, já que o desempenho global da economia afeta, quer a taxa de crescimento da massa salarial que sustenta a SS, quer a taxa de lucro dos investimentos realizados pelos FP. A provar isto mesmo está o cenário de recessão económica deixado pela crise de 2008: se o desemprego e, por consequência, o decréscimo no volume de contribuições, acentuaram o desequilíbrio orçamental dos sistemas públicos de pensões, a queda do valor dos ativos financeiros destruiu os balanços dos FP.

No final, e em termos globais, os resultados a que um e outro sistema de pensões conduzem são, assim, mais equivalentes do que à partida poderíamos pensar.

Em consonância, não nos parece que cada um dos modelos em confronto constitua uma verdadeira alternativa às debilidades que o outro apresenta, até porque, como vimos, os argumentos tradicionalmente mobilizados escondem falácias que não devem ser ignoradas, mas que os discursos mais rígidos tornam impercetíveis, na tentativa de reduzir a questão aos termos simplistas que seduzem a opinião pública.

Na verdade, cremos que se tem insistido numa falsa dicotomia, bipolarizando uma questão onde o campo de soluções é bastante mais alargado: o quadro das opções que podem ser tomadas no domínio das pensões de reforma já não se restringe à discussão entre o carácter público ou privado da entidade prestadora, ou entre métodos de financiamento, ou entre a configuração formalmente dada aos direitos dos beneficiários.

Como tal, mais do que definir posições numa disputa argumentativa, devem procurar-se consensos e complementaridades, para problemas que são hoje inequívocos.

Neste sentido, propomos que se ultrapassem as controvérsias tradicionais, que parecem estar já esgotadas, e se procure perspetivar uma conquista social historicamente determinada face aos desafios de um novo mundo. De facto, o que hoje nos parece particularmente determinante é a adaptação de cada um dos modelos de pensões a uma realidade político-económica globalizada, em que as soluções só começam, mas nunca terminam, nas fronteiras dos países.

Assim, e sem deixar de considerar as lições que a história nos oferece, deve ponderar-se a compatibilidade entre um ‘direito à pensão de reforma’ construído sob condições históricas muito particulares, e um mundo em que as relações económicas, políticas e sociais se processam à escala internacional. Neste âmbito, e se nos é permitido deixar aqui algumas pistas, a relevância estará, nomeadamente, no papel de uma política de regulação e supervisão financeira ensaiada em moldes supranacionais, como meio de contenção das crises que põem em causa a solvabilidade dos FP e contagiam as contas da SS; ou, talvez antes disso, no espaço que deve ser dado à política de migrações, enquanto forma de compensar os desequilíbrios demográficos que, afinal, afetam exclusivamente algumas geografias.

Por último, cabe apenas dizer: pese embora todas as considerações que, num quadro de cientificidade, aqui possamos ter feito, a verdade é que estão em causa matérias que ultrapassam o domínio da análise técnica, e são particularmente sensíveis, não apenas à realidade económica, mas sobretudo aos valores sociais dominantes.

Em síntese, aquilo que foi criado por vontades políticas haverá de ser mantido, transformado ou extinto, igualmente por vontades políticas.

Bibliografia citada

ALHO, Juha M., LASSILA, Jukka e VALKONEN, Tarmo (2006), Demographic uncertainty and evaluation of sustainability of pension systems, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

ALIER, Max e VITTAS, Dimitri (2001), Personal pension plans and stock market volatility, New ideas about old age security – toward sustainable pension systems in the 21st century, editado por Robert Holzmann e Joseph E. Stiglitz, The World Bank.

APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (2012), Sistemas de segurança social em Portugal: arquitectura de um novo modelo social e contributos para o debate sobre a reforma do regime de pensões, disponível em http://www.apfipp.pt/backoffice/box/userfiles/file/Relat%C3%B3rio_APFIPP_Part2_Final.pdf (consultado pela última vez a 13/7/2014).

BARR, Nicholas (2002), The pension puzzle – prerequisites and policy choices in pension design, Economic issues, International Monetary Fund.

BEATTIE, R. e MCGILLIVRAY, M. (2000), On Averting the Old Age Crisis, The Welfare State reader, editado por Christopher Pierson e Francis G. Castles, Cambridge: polity press.

BLAKE, David (2003), Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom, second edition, Oxford University Press.

BODIE, Zvi (1990), Pensions as retirement income insurance, Journal of economic literature, Vol. XXVIII (Março de 1990).

BODIE, Zvi (1990b), Managing pension and retirement assets: an international perspective, *Journal of financial services research*, 4, December.

BODIE, Zvi e MERTON, Robert C. (1993), Pension Benefit Guarantees in the United States: A functional Analysis, *The future of pensions in the United States*, editado por Ray Schmitt, University of Pennsylvania Press for the Pension Research Council.

BONOLI, Giuliano, GEORGE, Vic e TAYLOR-GOUBY, Peter (2000), *European Welfare Futures – towards a theory of retrenchment*, Polity Press.

BÖRSCH-SUPAN, Alex H. (2006), What are NDC systems? What do they bring to reform strategies?, *Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes*, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

BRIDGEN, Paul e MEYER, Traute (2007), Private pensions versus social inclusion? Three patterns of provision and their impact, *Private pensions versus social inclusion? – non-state provision for citizens at risk in Europe*, editado por Traute Meyer, Paul Bridgen e Barbara Riedmüller, Edward Elgar.

BRIGGS, Asa (2000), *The Welfare State in Historical Perspective*, *The Welfare State Reader*, editado por Christopher Pierson and Francis G. Castles, Polity Press.

BROOKS, Sarah M. e WEAVER, Kent (2006), Lashed to the Mast? The politics of NDC pension reform, *Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes*, editado por Robert Holzmann and Edward Palmer, The World Bank.

CABRAL, Nazaré da Costa (2010), Contribuições para a Segurança Social – natureza, aspectos de regime e de técnica e perspectivas de evolução num contexto de incerteza, Cadernos do IDEFF, nº 12, Almedina.

CABRAL, Nazaré da Costa (2013), A reforma do Estado social: segurança social, Revista de finanças públicas e direito fiscal, Ano 6, nº1.

CAMPOS, António Correia de (2000), Solidariedade Sustentada – reformar a segurança social, Trajectos Portugueses, Edições Gradiva.

CANOTILHO, J. J. Gomes e MOREIRA, Vital (2007), Constituição da República Portuguesa anotada, volume I, 4ª edição revista, Coimbra Editora.

CARREIRA, Henrique Medina (1996), As políticas sociais em Portugal, Gradiva.

CESARATTO, Sergio (2005), Pension reform and economic theory: a non-orthodox analysis, Edward Elgar.

CESARATTO, Sergio (2006), Transition to fully funded pension schemes: a non-orthodox criticism, Cambridge Journal of Economics, vol. 30, number 1, January 2006, Oxford University Press.

CHARLTON, Roger e MCKINNON, Roddy (2001), Pensions *in* development, Ashgate Publishing company.

CHARPENTIER, François (1996), Retraites et fonds de pension – l'état de la question en France et à l'étranger, Ed. Economica.

CLARK, Gordon, STRAUSS, Kendra e KNOX-HAYES, Janelle (2012), Saving for retirement, Oxford University Press.

COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998), Livro Branco da Segurança Social – versão final, Instituto Nacional de Administração e Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social.

COMISSÃO EUROPEIA (2012), Livro Branco – uma agenda para pensões adequadas, seguras e sustentáveis, disponível em http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com%282012%290055_/com_com%282012%290055_pt.pdf (consultado pela última vez a 3/8/2014).

CONCEIÇÃO, Apelles J. B. (2008), Segurança social – manual prático, 8ª edição, Almedina.

CONCIALDI, Pierre (2010), Retraites, en finir avec le catastrophisme – idées neuves contre un déclin programmé, Collection ‘Des débats qui dérangent’, Éditions Lignes de Repères.

COOPER, Russel W. e ROSS, Thomas W. (2001), Pensions: theories of underfunding, Labour economics: an international journal, vol. 8, nº 6.

CREEDY, John (1998), Pensions and Population Ageing – an economic analysis, Edward Elgar.

DAVIS, Philip E. (1995), Pension Funds – Retirement-income security, and capital markets: an international perspective, Clarendon Press – Oxford.

DAVIS, Philip E. (1996), The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour, The future of the financial system: proceedings of a conference held at the H.C. Coombs Centre for financial studies, Kirribilli on 8/9 July 1996, editado por Malcolm Edey, Economic Group Reserve Bank of Australia.

DEVEREUX, Susan (2001), Pension system reforms in response to the growth in retired populations, Social Security at the dawn of the 21st century – topical issues & new approaches, editado por Dalmer Hoskins, Donate Dobbernack e Christiane Kuptsch, International Social Security Series – volume 2, Transaction Publishers.

DIAMOND, Peter A. (1977), A framework for social security analysis, Journal of public economics, 8, December.

DORFMAN, Mark, HINZ, Richard e ROBALINO, David (2008), The Financial Crisis and Mandatory Pension Systems in Developing Countries: Short-and Medium-Term Responses for Retirement Income Systems, World Bank, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/11130/468530WP0Box33111Crisis1Dec11012008.pdf?sequence=1> (consultado pela última vez a 6/8/2014).

DORFMAN, Mark e PALACIOS, Robert (2008), World Bank support for pensions and social security, Social protection & labor: discussion paper no. 1208, World Bank, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/13556/709250NWP0P12600Box370060B00PUBLIC0.pdf?sequence=1> (consultado pela última vez a 7/8/2014).

DORNBUSCH, Rudiger (1999), Parem de (se enganar), Economia Pura, nº 17, Ano II – Outubro de 1999.

DUPEYROUX, Jean-Jacques, BORGETTO, Michel e LAFORE, Robert (2008), Droit de la securité sociale, 16^e édition, Dalloz.

ENGEN, Eric M. e GALE, William G. (1997), Effects of social security reform on private and national saving, Social security reform: links to saving, investment and growth, editado por Steven A. Sass e Robert K. Triest, Conference series 41, Federal Reserve Bank of Boston.

EUROPEAN COMMISSION (2012), Demography, active ageing and pensions, Social Europe Guide, volume 3.

FINE, Ben (2010), Da financeirização da economia ao neoliberalismo, Financeirização da economia – a última fase do neoliberalismo, coordenação de Júlio Mota, Luís Lopes e Margarida Antunes, Coleção Questões de Economia, Livre.

FOX, Louise e PALMER, Edward (2001), New approaches to multipillar pension systems: what in the world is going on?, New ideas about old age security – toward sustainable pension systems in the 21st century, editado por Robert Holzmann e Joseph E. Stiglitz, The World Bank.

FRIJNS, Jean e PETERSEN, Carel (1992), Financing, administration and portfolio management: how secure is the pension promise?, Private pensions and public policy, OECD.

GARCIA, Maria Teresa Medeiros (2003), Economia e gestão dos fundos de pensões, Vida Económica.

GHILARDUCCI, Teresa (1995), Pensions in an international perspective: privatizing and contested control, Review of radical political economics, vol. 27, nº 3.

GILL, Indermit, OZER, S. Ceren e TATUCU, Radu (2008), What Can Countries in Other Regions Learn from Social Security Reform in Latin America?, World Bank Research Observer 23, The World Bank, disponível em https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4415/wbro_23_1_57.pdf?sequence=1 (consultado pela última vez a 25/7/2014).

GRAHL, John (2009), Financial markets and social security, Global finance and social Europe: new directions in modern economies, editado por John Grahl, Edward Elgar Publishing.

GUILLEMARD, Anne-Marie (2000), Aging and the Welfare-State crisis, University of Delaware Press.

HESPANHA, António Manuel (2012), A revolução neoliberal e a subversão do 'modelo jurídico'. Crise, direito e argumentação jurídica., Revista do Ministério Público, 130, Ano 33, Abril-Junho de 2012.

HINRICHS, Karl (2001), Elephants on the move. Patterns of public pension reform in OECD countries, Welfare state futures, editado por Stephan Leibfried, Cambridge University Press.

HOLZMANN, Robert (2001), On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions, The Welfare State in Europe – challenges and reforms, editado por Marco Buti, Daniele Franco e Lucio R. Pench, Edward Elgar.

HOLZMANN, Robert (2006), Toward a coordinated pension system in Europe: rationale and potential structure, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

HOSKINS, Dalmer (2001), The Redesign of Social Security, Social Security at the dawn of the 21st century – topical issues & new approaches, editado por Dalmer Hoskins, Donat Dobbernack e Christiane Kuptsch, International Social Security Series – volume 2, Transaction Publishers.

HUFFSCHMID, Jörg (2009), Protection of the elderly against the risk of capital markets: the advantages of public PAYGO pension systems, Global finance and social Europe: new directions in modern economies, editado por John Grahl, Edward Elgar Publishing.

HUTEAU, Gilles e LE BONT, Éric (1997), Sécurité sociale e politiques sociales, 2^e édition, Collection Concours Droit, Armand Colin.

IGLESIAS, Augusto e PALACIOS, Robert J., (2001), Managing public pension reserves: evidence from the international experience, New ideas about old age security – toward sustainable pension systems in the 21st century, editado por Robert Holzmann e Joseph E. Stiglitz, The World Bank.

IGFSS – Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (2014), Execução orçamental de Janeiro a Junho de 2014, disponível em http://www4.seg-social.pt/documents/10152/5535795/Relatorio_apoio_geral_junho_2014 (consultado pela última vez a 22/8/2014).

ILO – International Labour Organization (2014), World social protection report – building economic recovery, inclusive development and social justice, International Labour Office, disponível em http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_245201.pdf (consultado pela última vez a 19/6/2014).

IMMERGUT, Ellen M. e ANDERSON, Karen M. (2007), Editors' introduction: the dynamics of pension politics, The handbook of west European pension politics, editado por Ellen M. Immergut, Karen M. Anderson e Isabelle Schulze, Oxford University Press.

IMPAVIDO, Gregorio e TOWER, Ian (2009), How the financial crisis affects pensions and insurance and why the impacts matter, International Monetary Fund working paper,

disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09151.pdf> (consultado pela última vez a 5/8/2014).

IEG – Independent Evaluation Group (2006), Pension reform and the development of pension systems: an evaluation of World Bank assistance, The World Bank.

INTRATOR, Hélène (1997), L'expérience des fonds de pension américains, Problèmes économiques, n° 2525, juin 1997.

ISP – Instituto de Seguros de Portugal (2012), Relatório do sector segurador e dos fundos de pensões, disponível em http://www.isp.pt/NR/rdonlyres/A912EA79-589A-41A5-AD0D-64220728DFA5/0/ISP_RSSFP2012.pdf (consultado pela última vez a 19/8/2014).

ISP – Instituto de Seguros de Portugal (2014), Relatório de evolução dos fundos de pensões – 1º trimestre de 2014, disponível em http://www.isp.pt/Estatisticas/fundos/estatisticas_trimestrais/historico/Relatorio_1TrimFP_2014.pdf (consultado pela última vez a 19/8/2014).

JAMES, Estelle (2000), Social security around the world, The Welfare State reader, editado por Christopher Pierson e Francis G. Castles, Cambridge: polity press.

JAMES, Estelle e VITTAS, Dimitri (1996), Mandatory saving schemes: are they an answer to the old age security problema?, Securing employer-based pensions: an international perspective, editado por Zvi Bodie *et al*, Pension Research Council and the University of Pennsylvania Press.

KOTLIKOFF, Laurence (1997), Privatization of social security: how it works and why it matters, Tax policy and the economy, 10, editado por James M. Poterba.

LAVOURAS, Maria Matilde (2003), Financiamento da Segurança Social – problemas e perspectivas de evolução, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

LOUREIRO, João Carlos (2010), Adeus ao Estado Social? – a segurança social entre o crocodilo da economia e a medusa dos “direitos adquiridos”, Wolters Kluwer e Coimbra Editora.

MADEIRA, Miguel (2013), Ensaio sobre a falsa panaceia dos «sistemas de capitalização» ou fundos de pensões, A Segurança Social é sustentável – trabalho, Estado e Segurança Social em Portugal, coordenado por Raquel Varela, Bertrand Editora.

MARQUES, Fernando (1997), Evolução e problemas da Segurança Social em Portugal no após 25 de Abril, Edições Cosmos – Direito.

MARQUES, Fernando (2006), As reformas da Segurança Social na UE, Cadernos Sociedade e Trabalho, Direcção-Geral de Estudos, Estatística e Planeamento do Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social, VII.

MARTINS, Maria Inês de Oliveira (2013), Do direito à Segurança Social, Boletim de Ciências Económicas, volume LVI, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

MATIAS, Álvaro (1999), Economia da Segurança Social – teoria e política, Associação Portuguesa de Segurança Social.

MATTIL, Birgit (2006), Pension Systems – sustainability and distributional effects in German and the United Kingdom, Contributions to economics, Physica-Verlag.

MEDEIROS, Rui (2005), Anotação ao art. 63º, em Jorge Miranda e Rui Medeiros, Constituição Portuguesa anotada, Tomo I, Coimbra Editora.

MENDES, Fernando Ribeiro (2005), Conspiração grisalha – segurança social, competitividade e gerações, Celta editora.

MENDES, Fernando Ribeiro (2011), Segurança Social – o futuro hipotecado, Fundação Francisco Manuel dos Santos.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS (2013), Relatório do Orçamento de Estado para 2014, disponível em <http://www.dgo.pt/politicaorcamental/OrcamentodeEstado/2014/Proposta%20do%20Or%C3%A7amento/Documentos%20do%20OE/Rel-2014.pdf> (consultado pela última vez a 7/9/2014).

MOZZICAFREDDO, Juan (2002), Estado-providência e cidadania em Portugal, 2ª edição, Celta editora.

MURTEIRA, Maria Clara (2011), A economia das pensões, Angelus Novus Editora.

MURTEIRA, Maria Clara (2013), Privatização das pensões: as múltiplas faces de um projecto político, Revista de finanças públicas e direito fiscal, Ano 6, nº1.

NEVES, Ilídio das (1996), Direito da Segurança Social – princípios fundamentais numa análise prospectiva, Coimbra Editora.

NEVES, Ilídio das (1998), Crise e Reforma da Segurança Social – equívocos e realidades, Edições Chambel.

NIKONOFF, Jacques (2000), Des fonds de pension sous habillage tricolore, Le Monde diplomatique, février 2000.

NOVAIS, Jorge Reis (2010), Direitos sociais – teoria jurídica dos direitos sociais enquanto direitos fundamentais, Wolters Kluwer Portugal e Coimbra Editora.

NUNES, António Avelãs (2010), As voltas que o mundo dá... reflexões a propósito das aventuras e desventuras do Estado Social, Edições Avante!.

OECD (2013), Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators, OECD Publishing.

OLIVEIRA, Arnaldo Filipe da Costa (2003), Fundos de pensões – estudo jurídico, Centro de direito comercial e de direito da economia da faculdade de direito da Universidade Católica de Lisboa, Almedina.

ORENSTEIN, Mitchell A. (2008), Privatizing pensions – transnational campaign for social security reform, Princeton University Press.

ORSZAG, Peter R. e STIGLITZ, Joseph E. (2001), Rethinking pension reform: ten myths about social security systems, New ideas about old age security – toward sustainable pension systems in the 21st century, editado por Robert Holzmann e Joseph E. Stiglitz, The World Bank.

OSÓRIO, Victor (2003), Seguros de vida e fundos de pensões – case study: os fundos de pensões em Portugal – aspectos jurídicos da evolução do sector, Direito e cidadania, Ano V – nº 16/17, Cabo Verde.

PEDRAS, Rui (2000), A gestão dos fundos de pensões em Portugal, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 8, Agosto de 2000, CMVM, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/1e8e0059aa3844368ce9c0435f75dea9GestaoFundosPensoes.pdf> (consultado pela última vez a 12/8/2014).

PEREIRA, Alfredo Marvão (1997), Reforma do Sistema de Segurança Social em Portugal, Estratégias de Reforma do Estado Providência – saúde e pensões de reforma, Forum de Administradores de Empresas.

PESANDO, James (1992), The economic effects of private pensions, Private pensions and public policy, Paris: OECD.

PALIER, Bruno e BOLONI, Giuliano (1995), Entre Bismarck et Beveridge, Revue française de science politique, vol. 45, n° 4.

PALMER, Edward (2006), What is NDC?, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

PIERSON, Paul (1994), Dismantling the Welfare State? – Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment, Cambridge studies in comparative politics, Cambridge University Press.

PRUVOST, Fabrice (2002), Fonds de pension et démocratie des actionnaires, nouvel avenir du capitalisme?, Humanisme et entreprise, n° 254.

QUELHAS, Ana Paula Santos (1999), A refundação do papel do Estado nas políticas sociais: a alternativa do movimento mutualista, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

QUELHAS, Ana Paula Santos (2010), Seguros de vida e fundos de pensões: uma perspectiva financeira e actuarial.

QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos (2012), Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistémica, Almedina.

RIBEIRO, José Joaquim Teixeira (1997), Lições de Finanças Públicas, 5ª edição, Coimbra Editora.

RODRIGUES, Pedro G. e PEREIRA, Alfredo Marvão (2007), A reforma das pensões em Portugal – uma análise do equilíbrio geral dinâmico, Fundação Luso-Americana.

ROSANVALLON, Pierre (1984), A crise do Estado providência, Coleção Perspectivas, Inquérito.

ROSNER, Peter G. (2003), The economics of social policy, Edward Elgar Publishing.

RUTKOWSKI, Michat (2004), Home-made pension reforms in central and eastern Europe and the evolution of the World Bank approach to modern pension systems, Rethinking the welfare state, editado por Martin Rein e Winfried Schmähl, Edward Elgar.

SAMBORSKI, Adam (2013), Pension Fund Governance, Old-age crisis and pension reform – where do we stand?, editado por Marek Szczepanski, Publishing House of Poznan University of Technology.

SAMUELSON, Paul A. (1958), An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money, Journal of political economy, LXVI, December 1958.

SAMWICK, Andrew A. (2000), Is pension reform conducive to higher saving?, The review of economics and statistics, vol. 82, nº 2.

SANTOS, Boaventura Sousa, Maria Bento, António Maldonado Gonelha e Alfredo Bruto da Costa (1998), Uma visão alternativa da reforma da segurança social: o modelo social europeu e os seus desafios, em COMISSÃO DO LIVRO BRANCO DA SEGURANÇA SOCIAL (1998), Livro Branco da Segurança Social – versão final, Instituto Nacional de Administração e Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social.

SCHWARZ, Anita M. *et al.* (2014), The inverting pyramid – pension systems facing demographic challenges in Europe and Central Asia, Europe and Central Asia reports, The World Bank.

SETTERGREN, Ole e MIKULA, Boguslaw D. (2006), The rate of return of pay-as-you-go pension systems: a more exact consumption-loan model of interest, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

SHAPIRO, Daniel (2007), *Is the Welfare State justified?*, Cambridge University Press.

SHIONOYA, Yuichi (2005), *Economy and morality: the philosophy of the welfare state*, Edward Elgar.

SHUTT, Harry (2005), *O declínio do capitalismo – poderá um sistema de lucros auto-regulado sobreviver?*, Coleção Economia e Democracia, Produções culturais.

SILVA, Filipe Carreira da (2013), *O futuro do Estado social*, Fundação Francisco Manuel dos Santos.

SULLIVAN, Martin (2005), *Understanding Pensions*, Routledge – Taylor & Francis Group.

SUNDÉN, Annika (2006), How much do people need to know about their pensions and what do they know?, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

THANE, Pat (1996), *Foundations of the Welfare State*, Longman Social Policy in Modern Britain, 2nd edition.

THOMPSON, Lawrence (1998), *Older & Wiser - the economics of public pensions*, The Urban Institute Press – Washington.

TRIBUNAL CONSTITUCIONAL – Portugal (2013), Acórdão n.º 187/2013, Processo n.º 2/2013, 5/2013, 8/2013 e 11/2013, Relator: Conselheiro Carlos Fernandes Cadilha, disponível em <http://www.tribunalconstitucional.pt/tc/acordaos/20130187.html> (consultado pela última vez a 3/9/2014).

TRIBUNAL CONSTITUCIONAL – Portugal (2014), Acórdão n.º 575/2014, Processo n.º 819/2014, publicado em Diário da República, 1ª série, n.º 169, 3 de setembro de 2014.

TURNER, John A. e MUIR, Dana M. (2013), *Financial literacy and financial advice: weak links in social security privatization, Old-age crisis and pension reform – where do we stand?*, editado por Marek Szczepanski, Publishing House of Poznan University of Technology.

VALDÉS-PRIETO, Salvador (2006), *Conceptualization of non-financial defined contribution systems, Pension Reform – Issues and prospects for non-financial defined contribution (NDC) Schemes*, editado por Robert Holzmann e Edward Palmer, The World Bank.

VARELA, Raquel (2013), *A «eugenização da força de trabalho» e o fim do pacto social. Notas para a história do trabalho, da segurança social e do Estado em Portugal, A Segurança Social é sustentável – trabalho, Estado e Segurança Social em Portugal*, coordenado por Raquel Varela, Bertrand Editora.

WHITEHOUSE, Edward (2013), *Policies to encourage private pension savings: evidence from OECD countries, Matching contributions for pensions: a review of international experience*, editado por Richard Hinz, Robert Holzmann, David Tuesta e Noriyuki Takayama, The World Bank.

WIGGER, Berthold U. (2002), *Public Pensions and Economic Growth*, Springer.

WOLFSON, Martin H. (2006), Neoliberalism and social security, *Review of radical political economics*, volume 38, no. 3.

WORLD BANK (1994), *Averting the old age crisis: policies to protect the old and promote growth – a World Bank policy research report*, Oxford University Press.

WORLD BANK (2005), *Transition: Paying for a Shift from Pay-as-You-Go Financing to Funded Pensions*, World Bank, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/11242/333900rev0PRPNoteTransition.pdf?sequence=1> (consultado pela última vez a 27/7/2014).

WORLD BANK (2008), *The World Bank pension conceptual framework*, World Bank, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/11139/457280BRI0Box31Concept1Sept20081pdf.pdf?sequence=1> (consultado pela última vez a 13/6/2014).