


Os fundos de pensão como agentes do capital: estado da arte da literatura recente

Maira Magnani^I Maria Chaves Jardim^{II} Sidney Jard da Silva^{III} 

Introdução

Os fundos de pensão tornaram-se figuras importantes no capitalismo contemporâneo tanto por concentrarem grande parte da poupança dos trabalhadores ativos, como por serem agentes que participam efetivamente no constructo de uma mundialização financeira. A literatura produzida nas últimas décadas evidencia um movimento claro de construção de um ideário que sustenta um modelo de previdência “do” e “para” o mercado financeiro. Diversos grupos de interesse, inclusive sindicalistas — atores que representariam, em tese, uma oposição a esse movimento —, encontram-se alinhados à construção desse ideário, como mostram pesquisas recentes (Grün, 2003; Jardim, 2007; 2009; Sória e Silva, 2014; 2011; Jardim; Jard da Silva, 2016; Jard da Silva, 2018).

Na América Latina, a forte influência estatal sofrida pelos fundos de pensão alterou a trajetória desses agentes como investidores locais e como participantes-chave de uma ampla teia de investimentos (Datz, 2013), processo pouco compreendido pela academia. Considerando esse contexto, este artigo tem como objetivo sistematizar o que a literatura internacional e nacional diz a

respeito dos fundos de pensão e o entrelaçamento desse objeto com as reformas dos regimes previdenciários e as mudanças ocorridas em âmbito mundial no pós-década de 1980. Para tanto, utiliza-se de levantamento bibliográfico internacional e nacional de pesquisas já produzidas. Vale ressaltar que são relativamente escassos os estudos sobre o mercado financeiro que apontam para a importância dos investidores institucionais, em especial dos fundos de pensão, na chamada “financeirização” (Datz, 2014), o que torna ainda mais necessário um exercício de reflexão acerca do tema.

A primeira seção parte de uma discussão internacional e aponta o papel assumido pelos fundos de pensão no capitalismo contemporâneo. A segunda faz uma breve discussão das reformas previdenciárias latinas e ilustra a situação do mercado de previdência complementar na região na segunda década do século XXI. As próximas seções têm como foco o caso brasileiro, sendo que a terceira faz um retrato da experiência brasileira à luz da bibliografia recente sobre o tema e a quarta concentra-se na utilização dos fundos de pensão como instrumentos de política econômica pelos governos brasileiros.

^IUniversidade Federal Fluminense – Rio de Janeiro (RJ), Brasil. E-mail: mairamagnani@uol.com.br

^{II}Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho” – Araraquara (SP), Brasil. E-mail: maria.jardim@unesp.br

^{III}Universidade Federal do ABC – Santo André (SP), Brasil. E-mail: sidney.jard@ufabc.edu.br

Recebido em: 19/08/2019. Aprovado em: 13/04/2020.

Os fundos de pensão no capitalismo contemporâneo

O sistema capitalista passou por intensas mudanças após a década de 1970. A formação e a consolidação de um capitalismo contemporâneo muito específico foram estudadas por diferentes autores de diversas áreas do saber, sendo os autores franceses, em especial François Chesnais, um dos grandes teóricos desse período. Seus escritos permearam toda a compreensão do atual capitalismo, dominado, no século XXI, pela esfera financeira.

Marques e Nakatani (2010) concluem, com base na leitura dos trabalhos de Chesnais, que é a partir dos anos de 1980 que uma nova dinâmica econômica mundial surge, gerando transformações macroestruturais na sociedade, na economia e na regulamentação dos Estados-nação. O esgotamento do padrão de regulação do sistema Bretton Woods gerou uma desregulamentação monetária e financeira, além de um cenário de volatilidade das variáveis macroeconômicas, como câmbio e juros (Klink; Barcellos de Souza, 2017). Os Estados-nação, dentro desse contexto e impulsionados pelos Estados Unidos e Inglaterra, iniciaram uma sequência de descompartmentalização dos seus mercados financeiros nacionais, abrindo as “fronteiras” para a entrada do capital financeiro “portador de juros”. Essa abertura, ainda na visão de Marques e Nakatani (2010), foi acompanhada por um processo de resignificação das relações entre capital produtivo, capital comercial e capital financeiro. Para Plihon (2004), trata-se do “novo capitalismo”, baseado na ideia de governança corporativa, na transparência, na democracia e no poder dos investidores institucionais — como os fundos de pensão e *mutual funds*.

Nesse novo regime, a acumulação do dinheiro se faz ainda mais necessária se com-

parada ao período anterior, no qual o capitalismo mantinha sua estrutura em regime de acumulação produtiva, e não especulativa e financeira. A conversão do dinheiro acumulado, portanto, em capital de empréstimo portador de juros é, para a teoria marxista, função dos banqueiros, que por sua vez permitem que a forma dinheiro assuma valor de uso, produzindo lucro a outros agentes capitalistas quando transformado em capital (Marques; Nakatani, 2010). Contudo, segundo Chesnais (2005), conforme citado por Marques e Nakatani (2010), o mais novo traço do capitalismo contemporâneo foi a perda de proeminência dos bancos em benefício dos fundos de pensão na centralização e na valorização de dinheiro, em busca de aplicação como capital de empréstimo.

Os fundos de pensão funcionam por meio de um regime de previdência por capitalização, isto é, são contas dos empregados de uma empresa que contêm reservas financeiras de origem patronal ou salarial, ou ambas. Essas reservas são acumuladas e valorizadas no mercado financeiro até o momento do pagamento da aposentadoria do trabalhador assalariado (Sauviat, 2005). Nos anos de 1980 e 1990, em virtude de uma série de mudanças institucionais e legais que acometeram os regimes de capitalização, os fundos de pensão e os fundos mútuos surgiram como principais atores do mercado financeiro, transformando a amplitude, a estrutura e o funcionamento desses mercados. Estes adquiriram tamanho e força financeira ao centralizar a poupança coletiva e individual dos trabalhadores (Sauviat, 2005).

Maria Chaves Jardim (2011) denomina o modo de acumulação atual como “época das finanças”, ressaltando algumas características desse período, tais como: a desconexão entre a esfera produtiva e financeira, a governança corporativa, a responsabilidade social

como discurso predominante, o surgimento de novos agentes e a aposentadoria via capitalização. A autora ressalta, assim como François Chesnais e Catherine Sauviat, a intensa participação dos fundos de pensão no “novo capitalismo”. Segundo a autora, os investidores institucionais, tais quais os fundos de pensão, movimentam um enorme volume de recursos financeiros, e isso faz com que esses atores apresentem um papel central no financiamento da economia e na criação de critérios na gestão das empresas: “Investidores institucionais como os fundos de pensão se tornaram os operadores mais fortes dos mercados nacionais e internacionais, e são percebidos como atores centrais no ‘novo capitalismo’” (Jardim, 2011, p. 18).

Considerando que a financeirização é a incorporação de uma cultura financeira, não apenas nas institucionalidades, mas também na rotina de todo cidadão, Grün (2013) e Jardim (2007) chamam atenção para o papel de dominação simbólica realizado pelos fundos de pensão. Para esses autores, trata-se de uma dominação não apenas econômica, mas, sobretudo, cultural, no sentido de que afeta todas as esferas da vida social, uma vez que os fundos ajudam a reproduzir uma lógica individualizante, especialmente no caso das aposentadorias via capitalização, já que rompe com a solidariedade intrageracional.

Enquanto esses autores olham o tema baseados na cultura e na política, Montagne (2006) elege o direito para dar entrada no assunto. Para explicar a relação entre assalariado e fundos de pensão, a autora transita pelo conceito de truste, que são regras jurídicas que definem o funcionamento dos fundos e o eventual poder dos traba-

lhadores nesse processo; nessa perspectiva, na relação fundos de pensão e trabalhadores, os assalariados são colocados em uma posição estruturalmente passiva tanto com relação ao empregador como em relação ao intermediário financeiro (fundos de pensão). A autora aponta que os privilégios do truste são transferidos para os fundos de pensão, deixando os trabalhadores com poder limitado.

Segundo Datz (2014), que possui um olhar mais direcionado para o campo da economia política, examinar a dinâmica do capital financeiro pelo do foco nos fundos de pensão ainda não é a primeira inclinação quando se parte de uma discussão sobre poder das finanças e dos mercados: “quando alguém fala sobre ‘finanças’, a conexão implícita é quase sempre com o ‘global’ e o ‘privado’”. Contudo, conforme ressalta a autora, a discussão sobre o poder das finanças pode partir de uma análise de foco não mais no “poder financeiro de atores privados globais comumente guiados por estratégias voláteis”, mas sim nos fundos de pensão, que são “atores amplamente domésticos, também públicos, regulados, com horizontes de investimento de longo prazo” (Datz, 2014, p. 484).

Os fundos de pensão são atores regulados que desempenham um papel cada vez mais importante nos mercados domésticos dos países em desenvolvimento, ajudando a financiar não apenas dívidas públicas, mas também empresas públicas e privadas, bem como — recentemente — um grande número de projetos de infraestruturas e imobiliários¹ (Datz, 2014, p. 484).

1 Tradução livre. Texto original: “In fact, pension funds are regulated actors that play an increasingly crucial role in domestic capital markets in developing countries, helping to finance not only sovereign debt, but also public and private enterprise, as well as — recently — a larger number of infrastructure and real estate projects”.

Clark (2000), cuja contribuição passa não só o campo da economia política como da geografia econômica e financeira, analisa especialmente as diferenças entre os sistemas previdenciários da América Anglo-Saxã, da América Latina e da Europa, e conclui que foi a aposentadoria da geração *baby boom*, na primeira década do século XXI, e o aumento da competição global, marcada pelas mudanças estabelecidas no pós-década de 1980, que levaram os sistemas previdenciários a se tornarem uma importante e crescente área de pesquisa em economia e gestão.

Em *Pension fund capitalism: a casual analysis*, Gordon Clark (1998) detalha a intensa participação dos fundos de pensão no sistema econômico mundial e explora por que alguns países observaram extraordinárias taxas de crescimento nos ativos dos fundos de pensão (em especial os da América Anglo-Saxã) e outros não (em especial os países europeus, excluindo Holanda e Suíça). O autor conclui que a significância do agente fundo de pensão na economia é um fenômeno tipicamente norte-americano, em razão de diversos fatores históricos e institucionais que não serão tratados aqui. Clark (1998) denomina o capitalismo pós-década de 1980 de “capitalismo de fundos de pensão”. Nas palavras do autor, “capitalismo de fundo de pensão é um estágio adicional na evolução do capitalismo, em vez de uma ruptura profunda com o passado”² (Clark, 1998, p. 2). A proeminência desse ator pode ser analisada de duas formas: pelas extraordinárias taxas de crescimento de seus ativos e reservas

e pelo seu poder como agente, envolvido na manipulação da governança corporativa das empresas e das políticas públicas desenvolvidas pelo Estado. Analisando a primeira vertente, Clark (1998) reitera que os fundos de pensão anglo-americanos dominam os mercados de ação nacionais e internacionais, apesar de ainda investirem maciçamente em títulos da dívida pública.

Jean-Marc Siroen enfatiza um ponto muito interessante quanto à mundialização financeira e à inserção (diga-se de passagem, muito expressiva em termos quantitativos e qualitativos) do agente fundo de pensão nesse contexto. Para o autor, ao mesmo tempo em que a globalização financeira permitiu uma grande diversificação de ativos e formas de investimento, oferecendo a potencialidade de melhor alocação de carteira e gestão de riscos pelas administradoras, de maneira contraintuitiva, os fundos continuam investindo maciçamente em títulos da dívida pública nacionais. Apesar de ser um investimento considerado seguro (pouco volátil e com remuneração garantida), Siroen (2011) lembra que os títulos públicos também estão sujeitos à volatilidade dos mercados causada pelas crises, como a que ocorreu em 2008.³

No mundo, as taxas de crescimentos dos ativos e reservas dos fundos são expressivas: no Reino Unido, desde a década de 1980, os ativos individuais de pensão e aposentadoria aumentaram aproximadamente 10 vezes, chegando à casa de £ 1,1 trilhão; nos Estados Unidos, de 1980 a 1997, os ativos cresceram cerca de sete vezes mais, chegan-

2 Tradução livre. Texto original: “pension fund capitalism is a further stage in the evolution of capitalism rather than a profound break with the past”.

3 A crise financeira internacional de 2008 fez os recursos previdenciários acumulados pelos trabalhadores chilenos encolherem em 60%. No Peru, metade dos ativos dos fundos de pensão foi corroída pela mesma crise. Anos antes, na Argentina, a crise financeira de 2001 havia reduzido em 44% os recursos acumulados nos fundos de pensão (OIT, 2018).

do a somar mais de US\$ 5 trilhões (Clark, 1998). Nas palavras de Clark (2000, p. 3), “O impressionante crescimento dos ativos dos fundos de pensão durante os trinta passados anos na economia da América anglo-saxã pode ajudar a explicar a vitalidade de seus mercados financeiros”.⁴

O relatório anual da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2017), *Pension markets in focus*, registrou as seguintes estatísticas: os ativos em planos de previdência complementar ultrapassaram os US\$ 38 trilhões na área da OCDE no final de 2016, o mais alto valor já encontrado. Desses US\$ 38 trilhões, 66% estavam a cargo do sistema de previdência privada estadunidense. Assim como previa Clark (1998), os planos de previdência privada, assim como o total de reservas e ativos, continuaram a se expandir em países como Austrália, Canadá, Dinamarca e Holanda — neles, os ativos geridos por fundos de pensão excederam o produto interno bruto (PIB) nacional, o que reflete a tendência observada de que os ativos de pensão cresceram mais rapidamente que o PIB na maioria dos países na última década, em especial aqueles com grandes mercados de previdência privada. Com relação a seu poder como agente na estruturação de políticas públicas, Clark (1998) reconhece que os fundos de pensão são uma força a ser considerada quando o governo procura administrar taxas de juros e de câmbio e suas vozes são cada vez mais poderosas na manutenção de práticas de governança corporativa nas empresas e nas políticas públicas do país.⁵

A experiência latino-americana

A discussão sobre a reforma da previdência permeia a recente importância dos fundos de pensão no capitalismo contemporâneo. Na América Latina, as duas últimas décadas do século XXI foram marcadas por um longo e complexo processo reformista nos sistemas previdenciários da região. A chamada “crise da previdência” refere-se, sobretudo, a uma crise no regime de repartição, também conhecido como *pay-as-you-go* (paygo) ou regime de caixa — “no qual os trabalhadores (atualmente em atividade) pagam a aposentaria daqueles inativos, tendo como premissa a promessa que serão eles a receber no tempo devido” (Grün, 2003, p. 10). Nesse ponto, vale resgatar a importante ressalva feita por Jard da Silva (2007) quando afirma que, muitas vezes, de forma equivocada, conclui-se que a reforma da previdência nos países latino-americanos não passou de uma substituição do regime de repartição, com forte atuação e protagonismo do Estado, para um regime de capitalização, no qual cada indivíduo passa a ser responsável pelo seu próprio investimento previdenciário, em um sistema totalmente privatizado. Na realidade, conforme apontado por esse autor, “o que se verificou foi uma heterogênea combinação desses regimes” (Jard da Silva, 2007, p. 63).

Mesa-Lago (2001) propõe os seguintes modelos para a análise das reformas previdenciárias realizadas na América Latina:

- substitutivo;
- misto;

4 Tradução livre. Texto original: “[...] the astonishing growth of pension fund assets over the past thirty years in the Anglo-American economies can help explain the vitality of Anglo-American financial markets”.

5 Na mesma linha de argumentação, Grün (2003) admite que os fundos de pensão assumiram um grande protagonismo na cena econômica configurando-se como instituições importantes na “governança” do capitalismo contemporâneo.

- paralelo; e
- incremental.

O primeiro, como o próprio nome sugere, diz respeito aos casos nos quais o sistema público de repartição é substituído pelo sistema de capitalização comandado por empresas privadas — esse modelo foi adotado no Chile (1981), Bolívia (1997), México (1997), El Salvador (1998), Nicarágua (2000) e República Dominicana (2003). O modelo misto, por sua vez, apresenta uma predominância do modelo privado de previdência, enquanto o modelo público continua existindo, mas com pouca representatividade — esse é o modelo assumido pela Argentina (1994), Uruguai (1996), Venezuela (1997), Costa Rica (2001), Equador (2001) e Panamá (2008). Já no modelo paralelo o regime público passa por reformas paramétricas e é exposto à competição com o mercado privado de previdência — esse foi o modelo adotado pelo Peru (1993) e Colômbia (1994). O tipo de reforma “incremental” é o único modelo no qual não há uma substituição (total ou parcial) do sistema público de repartição por um sistema privado de capitalização. Nele a iniciativa privada oferece planos de previdência voluntários com o intuito somente de complementar o sistema gerido pelo Estado. O Brasil foi a principal economia latino-americana a adotar esse último modelo, em meio à onda de reformas estruturais que varreu o continente no final do século passado (Coelho, 2003; Kay; Sinha, 2008; Sinha, 2000).

Muito embora já se tenha passado mais de 30 anos da pioneira e controvertida experiência chilena, a atual situação do mercado de previdência na América Latina é um

assunto ainda pouco debatido na produção acadêmica brasileira. Com o intuito de realizar um balanço crítico quanto ao número total de investimentos, adesão, cobertura e eficiência da previdência privada latino-americana, utilizaremos os dados disponibilizados pelos recentes relatórios *Pension markets in focus*, da OCDE (OCDE, 2017), e *La reversión de la privatización de las pensiones: reconstruyendo los sistemas públicos de pensiones en los países de Europa Oriental y América Latina*, da OIT (Ortiz *et al.*, 2019).

O relatório da OCDE (2017) apresenta um bom indicador do número total de investimentos realizados pelas entidades de previdência privada e a parcela de sua participação no PIB dos países da região. Conforme revela o documento, o investimento total das entidades de previdência privada latino-americanas cresceu vertiginosamente de 2006 a 2016; em 2006, a região concentrava aproximadamente U\$ 434 bilhões, já em 2016 a região praticamente duplicou seu total de ativos investidos, chegando à casa de U\$ 921 bilhões.⁶ O Brasil, durante esse período, passou da casa dos U\$ 198 bilhões para aproximadamente U\$ 439 bilhões; o Peru, de U\$ 14 bilhões para U\$ 41 bilhões; a Colômbia, de U\$ 19 bilhões para U\$ 65 bilhões; o Uruguai, de U\$ 2 bilhões para U\$ 12 bilhões; e o Chile, de U\$ 47 bilhões para U\$ 116 bilhões. O padrão de alocação dos investimentos dos fundos latino-americanos não foge do padrão dos fundos de outros países. Segundo a OCDE (2017), em 2016, os títulos públicos foram os instrumentos preferidos para investimento direto por administradoras de fundo de pensão em 18 dos 34 países da OCDE e em 29 dos 44 países não pertencentes à OCDE;

6 O total refere-se à região da América Latina e Caribe.

no México, por exemplo, mais de 75% do total dos investimentos realizados pelas administradoras é em títulos públicos; no Chile, 54%; no Brasil, 42%; no Peru, 41%; e, no Uruguai, 72% (OCDE, 2017).

Com relação ao investimento no exterior dos fundos de pensão, a OCDE (2017) reitera que estes estão concentrados em poucos territórios. No Brasil, a legislação limita a possibilidade de investir em instrumentos do mercado internacional; contudo, vale o destaque para a situação que ocorre na América Latina no que tange a esse tipo de investimento: observa-se, entre os países que não compõem o bloco latino, uma propensão de as administradoras de fundo de pensão destinar seus recursos prioritariamente para países que estão em sua mesma região. Contudo, entre os países latinos (em especial Chile, Costa Rica, México, Peru e Uruguai), o destino dos investimentos das carteiras dos fundos de pensão, quando realizados no exterior, concentra-se na América do Norte, em especial nos Estados Unidos (OCDE, 2017).⁷

Não obstante a maioria das economias da região ter experimentado um elevado grau de financeirização da previdência social, grande parte desses países não experimentou as tão esperadas melhorias em seus sistemas previdenciários: avanço na adesão e cobertura dos planos, aumento da eficiência administrativa possibilitada pela concorrência entre fundos privados e pela diversificação de investimentos da carteira dos segurados, geração de resultados positivos para as contas públicas, entre outros (Jard da Silva, 2008a; 2008b; Jard da Silva; Ferraz, 2019).

Estudos recentes sobre a previdência social na América Latina apontam que houve um flagrante descompasso entre a expansão financeira e o acúmulo dos recursos nos fundos privados, de um lado; e a retração da quantidade e da qualidade dos benefícios previdenciários ofertados pelas administradoras de fundos de pensão, de outro (Ortiz *et al.*, 2019). Em linhas gerais, ao mesmo tempo em que aumentou a importância dos fundos de pensão nas economias latino-americanas, houve estagnação ou decréscimo da cobertura previdenciária e redução do valor dos benefícios pagos (aposentadorias e pensões).

Entre os balanços recentes mais importantes da privatização da previdência social na América Latina, destaca-se o relatório produzido pela Organização Internacional do Trabalho (OIT). Do ponto de vista das suas implicações sociais, a OIT é categórica em afirmar que a privatização da previdência social fracassou: “Após algumas décadas de implementação problemática, muitos países começaram a reformar seus sistemas de previdência. Porque a privatização da previdência não atendeu às expectativas, mas gerou frustrações” (OIT, 2018, p. 3-4). Na mesma linha de argumentação, Mesa-Lago (2019), uma das principais referências internacionais no estudo dos sistemas previdenciários latino-americanos, observa que foram muitas as promessas não cumpridas pelo processo de privatização da previdência social na América Latina. Segundo o autor, tal fato levou vários países que haviam privatizado seus sistemas previdenciários nas últimas duas décadas do século passado a reverterem seus

⁷ Apesar da concentração espacial apresentar-se como uma similaridade entre todos os países latinos analisados pelo relatório, o tipo de investimento realizado no exterior entre esses fundos difere: no México e no Peru, cerca de 80% do total investido é em ações estrangeiras; no Uruguai, 100% está destinado aos títulos da dívida estrangeiros; e, no Chile, a diferença, em termos percentuais, entre esses dois tipos de papéis financeiros é relativamente tênue.

processos de privatização e retornarem aos sistemas público de repartição, entre eles: Argentina, Bolívia, Equador, Nicarágua e Venezuela.⁸

Esse processo de reversão da privatização da previdência social e de retorno aos sistemas públicos de repartição em importantes economias da América Latina, bem como o crescente questionamento da eficiência das administradoras de fundos de pensão em substituir a administração estatal na gestão dos benefícios previdenciários, recoloca novamente os fundos de pensão no centro da polêmica sobre qual deve ser o papel do Estado e do mercado na provisão do bem-estar social para a população latino-americana.

A experiência brasileira

A Constituição brasileira prevê três tipos de regimes previdenciários: o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), pertinente aos servidores públicos concursados dos três níveis federativos (municípios, estados e União), o Regime Geral da Previdência Social (RGPS), obrigatório para todo trabalhador com vínculo formal empregatício e facultativo aos trabalhadores sem vínculo formal (contribuinte individual, trabalhador avulso e segurado especial), e o Regime de Previdência Complementar (fundos de pensão).

No Brasil, uma vasta literatura aborda a questão da previdência. Contudo, muito dessa produção acadêmica destina-se a examinar ou somente a previdência básica (RGPS ou RPPS) ou apenas a previdência complementar (PC). Apesar de os assuntos serem tratados de maneiras isoladas, a previdência privada surge como uma forma de proteção social

complementar ao RGPS, sendo a primeira responsável por garantir, em momentos de instabilidade econômica e atuarial, “renda similar ao padrão de contribuição sem ocasionar, porém, descompasso nas contas públicas como ocorreria com o sistema social” (Vaccaro, 2009, p. 41). Para Jardim (2009), a regulamentação dos fundos de pensão no Brasil, em 1977, atendia sobretudo aos interesses do governo militar, e não à demanda dos trabalhadores, tendo como objetivo estimular o mercado nacional de capitais, sobretudo a bolsa de valores. Pinheiro (2007) acrescenta que os fundos de pensão, além de fazerem parte do projeto político desenvolvimentista de estímulo ao mercado de capitais, atendiam às necessidades fiscais do governo de diminuir os gastos com a aposentadoria dos funcionários públicos.

No Brasil, o RGPS adota o modelo de repartição simples. De maneira complementar, a previdência privada funciona por meio de um regime de capitalização. A segunda é atendida no Brasil por Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). As EAPCs são administradas por instituições financeiras e estão disponíveis para todos que queiram aderir aos diversos planos como participantes. As EFPCs, denominadas comumente de fundos de pensão (do termo em inglês *pension funds*), são constituídas como fundação ou sociedade civil sem fins lucrativos. Esses fundos podem ser patrocinados por entidades classistas ou empresas e são voltados exclusivamente ao público de empregados ou associados, que podem aderir de maneira facultativa ao plano complementar.

8 Ainda segundo Mesa-Lago (2019, p. 2): “The Dominican Republic, Panama and Peru have unsuccessfully tried to pass re-reforms”.

Os planos oferecidos pelos fundos de pensão assumem natureza híbrida e podem ser divididos da seguinte forma:

- na fase de acumulação, o plano pode ser do tipo benefício definido, em que o trabalhador conhece previamente o valor do benefício futuro, e contribuição definida, em que “apenas é estipulado o valor da contribuição e o período contributivo, sendo o valor do benefício decorrente do desempenho das aplicações financeiras, podendo vir a sofrer alterações, inclusive durante a fase de sua percepção” (Vaccaro, 2009, p. 47);
- na fase de percepção, em que o plano pode ser vitalício, recebendo o assistido o valor de sua pensão até sua morte, ou por tempo determinado, no qual o assistido receberá sua pensão no tempo estimado pelo contrato do plano. Ainda na fase de percepção, os planos podem conter pensões com valor pré-fixados na fase de atividade, ou pós-fixados na fase de percepção (Vaccaro, 2009).

Existe um razoável consenso na literatura de que os fundos de pensão com característica de contribuição definida romperiam com a ideia de solidariedade intergeracional (Grün, 2003; Montagne, 2006; Sauviat, 2005), base que sustenta a ideia de repartição presente na previdência pública. Nessa perspectiva, os fundos de pensão possibilitariam no máximo uma solidariedade entre cotista do mesmo fundo (Jardim, 2007).

No Brasil, o regime complementar consolidou-se por meio de diversas regulamentações, atrelado primeiramente às empresas estatais na época do milagre econômico da década de 1970 (Jardim; Jard da Silva, 2016). Voltando alguns passos atrás, Jardim (2002) faz uma relação entre os atuais fundos de pensão e os *montepios*, instituições

que atuaram no Brasil desde os primeiros anos da colonização oferecendo ajuda aos pobres (caridade) e pequenos empréstimos a quem podia pagar.

No que se refere à legislação dos fundos de pensão, a regulamentação da previdência complementar veio, inicialmente, com a lei nº 6.435/1977, que estabeleceu os limites de atuação dos fundos de pensão como complementares ao regime público e como entidades sem fins lucrativos sob forma de sociedade civil. A partir de 2001, as EFP-Cs são reguladas pelas leis complementares nº 108 e nº 109, de 2001, as quais definem parâmetros internos e externos de sua atuação, como sua relação com o Estado, empresas patrocinadoras e instituidoras (Zanette, 2017).

Théret (2011) mostra de maneira esclarecedora que o debate sobre a previdência permeia, principalmente, três argumentos que procuram sustentar a hipótese de que o regime de capitalização é superior ao regime de repartição:

- argumenta-se, com relação à demografia, que o número de inativos (com maior expectativa de vida) será mais numeroso que o número de trabalhadores ativos, tornando o regime por repartição insustentável;
- com relação à taxa de rendimento comparando entre os dois sistemas, argumenta-se que o regime por capitalização, via fundos de pensão, é mais rentável se comparado ao do regime de repartição, o que possibilita que para um mesmo montante de contribuição seja auferido aos assistidos um valor mais generoso (ou mais duradouro); e
- a suposta capacidade do sistema de capitalização gerar poupanças, aumentando a possibilidade de crescimento econômico do país.

Apesar dos crescentes argumentos econômicos em prol da alteração do regime, Thérét (2011) ressalta a necessidade de se pensar modelos híbridos que considerem, necessariamente, as especificidades de cada país. Ademais, o autor revela que o debate sobre qual modelo de previdência é melhor parece mais sobredeterminado por preferências ideológicas do que por considerações econômicas e atuariais.

É nesse contexto social que os fundos são propagados como forma complementar ao sistema oficial, capazes de oferecer proteção extra ao trabalhador. Devem, por imperativo legal, oferecer benefícios de natureza programada (não necessariamente quanto ao recebimento da quantia, mas tão somente quanto à sujeição ao interregno temporal determinado) e não programada (quando não há previsibilidade da ocorrência do evento). Por constituírem programas de investimento em previdência em longo prazo, a sua viabilidade técnica compete ao atuário, que deve considerar os regimes financeiros, as tábuas biométricas e de secessão, as taxas de juros, as taxas de administração e o limite máximo de responsabilidade, mantendo obrigatoriamente a independência patrimonial, contábil e financeira (Vaccaro, 2009).

É dentro desse contexto complexo de assegurar os compromissos atuariais e de analisar a viabilidade técnica dos investimentos que surge um ponto central na discussão sobre os fundos de pensão: o controle da gestão por parte dos diferentes grupos de interesse e os diferentes tipos de investimentos nos quais essas grandes reservas de capital serão alocadas (Jardim; Jard da Silva, 2016). Segundo Sauviat (2005), os sindicatos reivindicam cada vez mais o direito de administrar a poupança dos fundos de pensão dos trabalhadores. Esse engajamento sindical baseia-se fundamentalmente no suposto interesse des-

se grupo por garantir um investimento ético dessas reservas. No entanto, a mesma autora ressalta que o ativismo sindical é muitas vezes inócuo, já que há uma sobreposição da lógica financeira sobre a lógica sindical. Jardim (2009), por sua vez, analisa a participação sindical no gerenciamento dos fundos de pensão por meio da inserção no mercado das finanças. Partindo de um estudo empírico, a autora ressalta que a ideia de proteção social tem sido ligada à figura dos fundos de pensão, ou seja, que essa estrutura, esse modelo de previdência e esses agentes buscam incorporar a ideia de proteção e segurança. Nesse contexto, os fundos são entendidos como ferramenta de inclusão social pela sociedade, pelo Governo Lula e até mesmo pelos sindicalistas. Dessa forma, os fundos de pensão são legitimados pela negação da sua natureza financeira e capitalista, fazendo com que o modo operante do mercado financeiro seja entendido e utilizado não só como mercadoria, mas como um ideário moral e de inclusão social. Além disso, Jardim (2009) também ressalta, verificando o caso brasileiro, que existe por parte do governo e dos sindicatos que se envolvem com os fundos de pensão uma reprodução do modo operante do mercado financeiro, quando esses agentes repercutem, por exemplo, os ideários da governança corporativa na forma de administrar os fundos. Esse processo é chamado pela autora de reconversão dos sindicalistas via mercado, e seria típico de uma nova forma de solidariedade para os trabalhadores: uma solidariedade marcada pela aliança entre o mercado, o trabalho e o Estado.

Apesar das intensas tentativas mediante a “educação financeira” dos sindicalistas envolvidos com a administração dos fundos de pensão, a gestão dos ativos foi e continua sendo comumente delegada a bancos ou a administradoras profissionais de fundos de

investimento que gerenciam os riscos iminentes à aplicação desses recursos de acordo com a natureza do regime (benefícios definidos ou contribuições definidas). A política adotada por tais agentes na aplicação desses recursos orientou-se em direção a ativos cada vez mais arriscados, como ações, mas também na intensa diversificação de portfólio de investimento, prezando a garantia de liquidez e ganhos financeiros em diferentes mercados de ativos (Sauviat, 2005).

Em pesquisa de campo realizada no Brasil, gestores dos fundos de pensão do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal e da Petrobras foram contundentes com a entrevistadora, Maria Chaves Jardim (2007), quando afirmaram que há casos em que é possível conciliar responsabilidade social e investimento, mas, quando não é possível, a escolha do fundo de pensão será sempre pelo lucro, com a justificativa de que os fundos precisam pagar as aposentadorias de seus cotistas. A procura pela liquidez, justificada sob o cerne do compromisso atuarial, coloca em evidência a orientação, por parte dos gestores dos fundos de pensão, de realizar investimentos enfatizando somente os aspectos financeiros e econômicos — uma visão de mercado cega, ou ao menos com menor preocupação com a possibilidade de conciliar a responsabilidade social com o investimento atuarial. Com essa e outras práticas, a assimetria de poder entre fundos de pensão e trabalhadores é cada vez mais evidente, como alertou Montagne (2006).⁹

Nesse processo, a literatura destaca o papel econômico e social dos fundos de pensão brasileiros. Dantas (2014) informa sobre a participação dos maiores fundos de pensão brasileiros na Vale, Ambev, Embraer, Oi,

Brasil Foods, em empresas de energia elétrica como CPFL e Neenergia, bem como em outras companhias atuantes em diversos setores, tais como Usiminas, Invepar e Random. Segundo o autor, essas atuações garantem aos fundos uma posição privilegiada na medida em que podem estar presentes em vários conselhos corporativos, participando de suas decisões. Em diálogo com a tese de Jardim (2007), o autor afirma que os fundos de pensão passaram a fazer parte de uma coalizão envolvendo governo, setores do empresariado e quadros sindicais. Os representantes desses fundos, atuando no âmbito dos conselhos corporativos, tenderiam a adotar decisões estratégicas voltadas ao interesse de uma agenda de desenvolvimento identificada com a do Partido dos Trabalhadores (PT). Na mesma perspectiva, em dissertação de mestrado, Santana (2017) informa que durante os Governos Lula e Dilma, os fundos de pensão foram mais que um mero segmento da previdência complementar, ou seja, tornaram-se investidores institucionais, exercendo papel cada vez mais central nos mercados internacionais e no próprio Brasil. O mesmo autor também reforça o papel sindical no processo. Nesse sentido, enquanto nos anos Collor e Cardoso, os fundos de pensão foram usados em leilões de privatização das estatais (Grün, 2003), nos anos Dilma e Lula eles foram usados como instrumento de política econômica, como será exposto a seguir.

“Engajamento colaborativo”: fundos de pensão como instrumentos de política econômica

Analisar a atuação dos fundos de pensão na escala latino-americana envolve

9 Lordon (2000) concorda com Montagne (2006) e intitula os fundos de pensão como “armadilha” do capitalismo.

compreender as diferenças dos processos nos quais esses agentes estão envolvidos. Giselle Datz (2013; 2014) sugere uma tipologia diferenciada, oriunda da escola de Capitalismo de Fundos de Pensão de Gordon Clark, a saber, sobre o tipo de poder (financeiro e ideológico) que os fundos de pensão exercem nas economias latino-americanas.

Datz (2014) compreende que há arranjos heterogêneos quando analisamos o caso das reformas previdenciárias latinas, sendo, dessa forma, equivocadamente compreender o papel dos fundos de pensão dentro desse arranjo como algo homogêneo e sem especificidades próprias, distintas daquelas conhecidas pelas experiências anglo-saxãs. Para a autora, os processos de reformas previdenciárias que aconteceram na América Latina durante as últimas décadas do século XX colocaram em evidência uma variação institucional na estrutura de governança dos fundos e no significado econômico, político e social que esses agentes assumiram nos mercados emergentes.

A discussão de alguma forma de capitalismo de fundos de pensão na América Latina pode ser justificada se entendermos que o processo ainda está na sua infância e, crucialmente, que não é uma marca do retraimento estatal, mas sim uma forma de gestão guiada com vários graus de intervenção direta que

pode envolver, em alguns casos, em algo mais apropriadamente denominado de “Desenvolvimentismo de Fundos de Pensão”¹⁰ (Datz, 2014, p. 489).

O “desenvolvimentismo de fundos de pensão”¹¹ ocorre em situações em que fundos de pensão desempenham um papel de “alavancas financeiras, não em virtude da retração do Estado, mas com a sua intervenção em um engajamento colaborativo”¹² (Datz, 2014, p. 489). Nesse contexto, “fundos de pensão agem como alinhados do Estado, ajudando a financiar investimentos domésticos que não são só economicamente relevantes, como politicamente significantes para os governantes no poder”¹³ (Datz, 2014, p. 490). Na América Latina e, em especial, no Brasil, conforme sugere Datz (2013; 2014), os fundos de pensão são responsáveis pelo financiamento da dívida pública (por meio da compra de títulos) e pelos investimentos em projetos politicamente visíveis, geralmente ligados ao setor de infraestrutura. O “engajamento colaborativo” surge, portanto, à medida que o Estado, sem ter que depender exclusivamente do crédito estrangeiro ou de fontes inflacionárias de financiamento (como créditos de instituições privadas), utiliza os fundos de pensão como “alavanca” financeira, da mesma forma como os fundos de pensão necessitam do Estado

10 Tradução livre. Texto original: “The discussion of some form of pension fund capitalism in Latin America may be justified if we understand the process to be still in its infancy and, crucially, not a mark of state retreat, but rather a form of guided management with varying degrees of direct intervention that may evolve, in some cases, into something more appropriately termed pension fund developmentalism”.

11 A autora usa o termo desenvolvimentismo, elaborado por Bresser Pereira, no qual o Estado é a chave para garantir o desenvolvimento econômico (Datz, 2014).

12 Tradução livre. Texto original: “[...] financial levers not in lieu of the Stat as a consequence of its retreat, but along with state interventionism in a collaborative engagement [...]”.

13 Tradução livre. Texto original: “pension funds function as state allies, helping to finance domestic investments that are not only economically relevant but politically significant to governments in power”.

para ter à sua disposição investimentos de longo prazo, responsáveis e com passivo garantido — “O horizonte de investimento de longo prazo dos fundos de pensão os torna investidores naturais em ativos menos líquidos e de longo prazo, como infraestrutura, geralmente incluídos na parte de investimentos alternativos de suas carteiras”¹⁴ (Della Croce, 2012 *apud* Datz, 2014, p. 488).

A adoção de um modelo baseado nesse “engajamento colaborativo”, assim como a opção de seguir um modelo previdenciário cada vez mais capitalizado, é uma escolha política não isenta de consequências (Grün, 2003; Théret, 2011). No Brasil, foi somente nos Governos Lula (2007-2011) que os fundos de pensão assumiram seu papel como entidades “parceiras” do Estado (Datz, 2013). Em período anterior, conforme observam Grün (2003) e Jardim (2007; 2011), os fundos eram usados somente na viabilização de esquemas financeiros, indispensáveis para a manutenção das políticas econômicas, tal como ocorreu durante os Governos Collor de Mello (1990-1992), Itamar Franco (1992-1994) e Fernando Henrique Cardoso (FHC) (1995-2002). Durante o Governo Collor, os fundos de pensão funcionaram como integrantes de um esquema corporativo que visava à privatização das empresas estatais — viabilizavam os lances dos leilões e também se tornaram coproprietários de algumas das empresas no período (Grün, 2003). Os Governos FHC I e II também não mostraram grandes diferenças quanto à utilização das reservas dos fundos de pensão, em sua maioria estatais, como instrumento para a consecução das políti-

cas que constavam na agenda do governo, tal qual as privatizações (Datz, 2013; Grün, 2003, Jardim, 2009, Lazzarini, 2018).¹⁵ Segundo Grün (2003), nos Governos Collor e FHC, os fundos de pensão contavam com uma estruturação e *modus operandi* um tanto quanto peculiar, formando um paradoxo: ao mesmo tempo em que eram considerados atores proeminentes em um capitalismo globalizado, controlavam grandes reservas de dinheiro e desempenhavam papel de destaque na consecução das políticas econômicas; em contrapartida, contavam com políticas internas e quadro profissional ultrapassados, que revelavam (e ainda revelam) uma lógica pouco aderente à realidade dos trabalhadores participantes. Esse paradoxo, acompanhado de um processo contínuo de deslegitimação para com a sociedade e o crescimento, no período, de bancos e seguradoras que ofereciam planos previdenciários mais aderentes com os anseios da maior parte dos trabalhadores, além da própria perda de importância na estratégia de investimento dos governos, fez com que os fundos de pensão diminuíssem sua capacidade de participação e sensibilização da agenda do país (Grün, 2003).

Contudo, o quadro muda em 2002, com a eleição do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), quando os fundos de pensão entraram em cena como agentes protagonistas de uma política de inclusão social baseada na “moralização e/ou domesticação do capitalismo” (Jardim, 2009; Datz, 2013). Nesse novo cenário, a previdência complementar seria legitimada pela utilização de sua poupan-

14 Tradução livre. Texto original: “The long-term investment horizon of pension funds makes them natural investors in less liquid, long-term assets such as infra-structure, often included in the alternative investments part of their portfolios”.

15 Não existe uma bibliografia sociológica expressiva sobre o tema para o período Itamar Franco (1992-1994).

ça em favor dos trabalhadores. Para tanto, Jardim (2007) observa que existe uma convergência, em forma de convenção social, que remete a um discurso da moralização das finanças, ou como a própria autora diz, da “domesticação do mercado” (Jardim, 2011). O Governo Lula inicia, então, uma forte consolidação do mercado dos fundos de pensão, o que perpassa não somente uma série de regulamentações expedidas no período, como também um amplo processo discursivo que orienta a necessidade dessa reconversão do capital em favor do trabalhador, da geração de emprego e da utilização da poupança de maneira sustentável e em prol da inclusão via mercado (Jardim, 2009). Para permitir essa utilização pró-trabalhador das reservas dos fundos de pensão, Jardim (2009) descreve um processo intitulado por ela de “reconversão das elites”. Trata-se de um processo no qual sindicalistas, que se apropriam do discurso da ética, da responsabilidade social, da educação financeira e atuarial e participam ativamente do processo decisório dos fundos de pensão, passam a agir no mercado financeiro em nome dos trabalhadores. Essa convergência da elite sindical e da elite financeira, desenhada e impulsionada pelos Governos Lula, conforme destaca Jardim (2007; 2011), é essencial para se entender a relação capital e trabalho que se estabeleceu naquele período. Concretamente, Jardim (2007; 2011) observa que o Governo Lula fez diversos usos dos recursos dos fundos de pensão em prol de seus projetos de governo, sendo os principais: investimento nas obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), gerando emprego e renda e estímulo

aos fundos para que estes fizessem a aquisição dos títulos públicos do governo.¹⁶

Sobre a aquisição de títulos da dívida pública, Márcio Rogério da Silva (2017) aponta que, durante os Governos Lula, os fundos de pensão compraram esses títulos, facilitados por uma engenharia monetária via Banco Central. Dito de outra forma, o governo mudou, ao mesmo tempo, o perfil da dívida pública, deixando de emitir títulos com base na Selic e passando a investir em títulos pré-fixados com juros menores, sendo os principais compradores os bancos públicos e privados, focados no financiamento de infraestrutura. Nesse processo, o governo influenciou diretamente as tomadas de decisão do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e dos fundos de pensão de empresas públicas, elevando dessa maneira os ativos, as operações de crédito, as obras do PAC e as taxas de retorno das estatais ao tesouro. O autor conclui que essas estratégias levaram à redução da taxa básica de juros, estimulando o comércio, a indústria e gerando emprego e renda. O governo de Dilma Rousseff (2011-2016), por sua vez, seguiu praticamente a agenda de seu antecessor no que se refere aos fundos de pensão (Jard da Silva, 2018). O destaque do período foi a criação do novo sistema de aposentadoria e pensões para os servidores públicos federais: a Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (FUNPRESP). Tal reforma, conduzida e negociada com sucesso no Congresso Nacional, foi uma das prioridades do governo, pois “isso significa[va] que um novo e considerável conjunto de riqueza [seria] configurado para abraçar projetos de longo prazo

16 Uma simples análise temporal demonstra que o total investido em títulos da dívida pública pelas entidades fechadas de previdência complementar passou de cerca de R\$ 90 bilhões em 2011 para R\$ 143 bilhões durante o período de ações do PAC.

que o governo brasileiro [estava] tão ansioso para promover¹⁷ (Datz, 2013, p. 125).

O papel dos fundos de pensão como “alavancas financeiras” dos projetos conduzidos pelo Estado brasileiro desde a década de 1990 coloca em destaque a necessidade de estudos que aprofundem a intensa relação entre o desenvolvimento e o crescimento econômico ocorrido nas últimas décadas e o agenciamento entre o governo e os fundos de pensão. Como ressalta Datz (2013), o crescimento das últimas décadas contou com uma influência estatal direta sobre os fundos de pensão, que por sua vez estão cada vez mais envolvidos em projetos de grande interesse político e com características longo-prazistas, a exemplo do setor de infraestrutura.

Por fim, apesar de haver certo consenso na literatura sobre uma inalterada compatibilidade entre os interesses governamentais latino-americanos e as estratégias de investimento dos fundos de pensão, alguns autores (Clark, 2000; Sauviat, 2005; Theurillat; Corpataux; Crevoisier, 2010; Van Loon; Aalbers, 2017) apontam que a financeirização, iniciada no pós-década de 1980, tem permitido aos fundos de pensão alterar a aplicação de seus recursos, que passam a ser orientados mais pela relação risco-retorno do que para a relação de ciclos econômicos e políticos.

Considerações Finais

A formação e a consolidação do capitalismo contemporâneo é um tema amplamente estudado por autores de diversas áreas do conhecimento. Conforme ressaltado por Clark (1998; 2000), Grün (2003), Jardim

(2009) e Jardim e Jard da Silva (2016), os fundos de pensão são importantes agentes na organização do capitalismo contemporâneo. Não obstante a adoção de um modelo econômico e financeiro baseado no padrão anglo-saxão de capitalismo, nos ideais de governança corporativa, na condução de políticas neoliberais e na expansão da previdência por capitalização é uma escolha política que não é isenta de consequências (Grün, 2003; Théret, 2011).

Ao longo deste artigo, denominamos “financeirização” as mudanças ocorridas no pós-esgotamento do modelo de regulação do sistema monetário internacional Bretton Woods, a tendência de reestruturação dos Estados-nação e a guinada neoliberal da economia ocorrida no pós-década de 1970. Nessa perspectiva teórica, podemos apontar pelo menos três vertentes na literatura acadêmica que abordam essa temática: a vertente da economia política, a da contabilidade crítica e a da financeirização da vida cotidiana (Grün, 2003; Klink; Barcellos de Souza, 2017). A primeira vertente, denominada “economia política”, trata das transformações macroestruturais que “ocorreram no sistema de acumulação (a economia) e no modo de regulação (a atuação dos Estados nas múltiplas escalas, a relação salarial, o regime monetário, as formas de competição e a inserção no sistema internacional)” (Klink; Barcellos de Souza, 2017, p. 382). A segunda vertente, denominada “contabilidade crítica”, desmistifica o processo racional da tomada de decisão dos agentes que procurariam maximizar o chamado *shareholder value*. Por essa perspectiva, a corporação moderna sofre com assimetrias de informação e compartilha de di-

17 Tradução livre. Texto original: “This means that a new and sizeable pool of wealth will be set to embrace long-term projects that the Brazilian government is so eager to promote”.

ferentes racionalidades. Assim, não podemos assumir de antemão que os agentes formadores de opiniões são “homens econômicos maximizadores”, como a economia ortodoxa previa. Essa desmistificação do “agente racional” nos leva à terceira vertente, a da financeirização da vida cotidiana. Para os autores dessa vertente, “o recuo do Estado de bem-estar social e o aperfeiçoamento do mercado de capitais transformaram o próprio indivíduo em um analista que deveria passar a gerenciar os riscos de sua própria vida como uma espécie de ativo financeiro” (Klink; Barcellos de Souza, 2017, p. 387). Desse modo, os indivíduos passam a empregar modelos econômicos utilizados no mercado financeiro para descrever, medir e basear suas ações. Denominamos de performatividade essa “modelação da vida privada” e entendemos que ela pode estar relacionada com narrativas, estratégias e práticas materiais, discursivas e “calculistas” de agentes públicos e privados (Henriksen, 2009 *apud* Klink; Barcellos de Souza, 2017). Nessa vertente, podemos enquadrar a financeirização exposta por Roberto Grün, que, segundo o autor, estaria presente em todas as esferas da vida social, criando um determinado “bom senso e/ou senso comum” e fabricando visões de mundo ou racionalidades econômicas. Em Grün (2013), a dominação é cultural, porque passa a fazer parte do *habitus* dos indivíduos.¹⁸ Essa terceira vertente, que entende a financeirização como um processo que impacta na vida cotidiana das pessoas, é a que consideramos ser a mais adequada para compreender as relações estabelecidas no pós-década de 1980, quando procuramos examinar as reformas da previdência

latino-americanas e a construção de um ideário que preconiza políticas públicas redistributivas, a exemplo do regime de repartição, no qual o indivíduo é inteiramente responsabilizado por gerir seus ativos previdenciários em uma lógica financeira. Como ativo, as aposentadorias e pensões são então geridas de formas distintas daquelas relacionadas com o período pré-financeirização.

Magnani (2019), ao examinar o papel dos fundos de pensão na produção do espaço urbano, por meio de sua atuação no mercado imobiliário comercial, analisa a literatura internacional acerca do tema e retoma aspectos importantes quanto às mudanças que os fundos de pensão vêm sofrendo em um contexto de financeirização. Segundo a autora, a literatura internacional mais recente (Clark, 2000; Corpoutaux *et al.*, 2009; Sauviat, 2005; Theurillat; Corpataux; Crevoisier, 2010; Van Loon; Aalbers, 2017) oferece detalhes sobre como a financeirização possibilitou aos fundos de pensão desenvolverem estratégias de investimento mais complexas, o que foi amplamente responsável pelo rápido crescimento de seus *portfólios* e ativos e pelo seu importante papel na economia mundial. Essa transformação trazida pela financeirização demonstra como os investidores institucionais deslocaram seus investimentos do setor econômico “real”, no qual os riscos e retornos são pensados em relação a espaços e tempo — que por sua vez são particulares aos ciclos econômicos e de produção —, para a esfera financeirizada da economia, na qual a dicotomia risco-retorno corresponde a um exercício de engenharia financeira (Corpataux; Crevoisier; Theurillat, 2009 *apud* Magnani, 2019).

18 *Habitus* é entendido por esse autor no sentido aplicado por Pierre Bourdieu (2013), a saber, uma visão de mundo profundamente incorporada no corpo e na mente.

Para Sauviat (2005), os fundos de pensão passaram não só a orientar a aplicação de seus recursos para ativos mais arriscados, como ações, mas também a adotar uma estratégia de diversificação de portfólio. Segundo Magnani (2019), o modelo de “Modern Portfolio Theory” (Markowitz, 1952 *apud* Van Loon; Aalbers, 2017) é então seguido pela maioria dos fundos de pensão estudados pela literatura internacional. A partir desse modelo — que prevê a criação de métricas e números padronizados —, os fundos de pensão seriam capazes de participar de diferentes mercados e comparar diferentes classes de ativos (como títulos públicos, ações, debentures, veículos lastreados em imóveis e hipotecas etc.), construindo, assim, um portfólio amplo, com alta diversificação e positiva relação risco-retorno (Van Loon; Aalbers, 2017 *apud* Magnani, 2019). A participação em novos mercados, impacto direto do “Modern Portfolio Theory”, gerou um amplo processo de construção de novas classes de ativos, utilizando diferentes tipos de “matérias-primas”, como hipotecas, empréstimos, infraestrutura e mercado imobiliário, sendo esse último o mais alternativo dos investimentos e o mais arriscado. Apesar dos novos meios de gestão e aplicação de *portfólio* garantir, em teoria, uma diversificação que dirime quase que completamente os riscos associados aos investimentos, “a transformação de investimentos altamente relacionados com contextos geográficos e econômicos complexos em ativos financeiros não faz com que riscos reais desapareçam” (Van Loon; Aalbers, 2017 *apud* Magnani, 2019, p. 5).

Importante ressaltar que a financeirização, conforme aponta a literatura inter-

nacional trazida por Magnani (2019), também gerou impacto na forma pela qual os fundos de pensão realizam a gestão de seu patrimônio imobiliário e investimentos no geral. Em período pós-década de 1980, as aposentadorias e pensões passam por um intenso processo de terceirização, ou seja, parte das reservas dos trabalhadores passa a ser gerida por empresas terceirizadas, como bancos ou administradoras de fundos de investimento, que assumem os riscos associados na aplicação dos recursos (Corpataux; Crevoisier; Theurillat, 2009; Sauviat, 2005; Van Loon; Aalbers, 2017 *apud* Magnani, 2019). Esse movimento de delegação de carteira, conforme aponta Magnani (2019), resulta em um distanciamento do investidor, fundo de pensão, para com o investimento, o que não necessariamente indica ou resulta em uma melhor gestão e alocação de reservas salariais em investimentos atuariais.¹⁹

Portanto, levantamos a necessidade de analisar essas novas formas de gestão do *portfólio*, assim como a mudança de racionalidade que os fundos de pensão vêm passando em um contexto de financeirização. Entendemos que esse aspecto pode vir a se tornar uma premissa no momento em que passemos a compreender quais as novas formas de inserção dos fundos de pensão no capitalismo contemporâneo, e em especial no capitalismo periférico, que, como mostraram as sessões anteriores, baseia-se em um modelo de crescimento muito orientado pelo “engaje colaborativo” entre os governos e esses agentes.

A necessidade de se aprofundar em um estudo sobre as novas práticas profissionais dos fundos de pensão latino-americanos, em

19 A autora mostra que as empresas especializadas suíças realizaram investimentos no mercado imobiliário de maneira muito semelhante àquela realizada pelos gestores internos aos fundos.

especial brasileiros, para que se compreenda qual o novo papel que esses agentes podem assumir nos próximos anos, é latente. Seria a tendência, estudada pela literatura internacional (Clark, 2000; Corpoutaux *et al.*, 2009; Sauviat, 2005; Theurillat; Corpoutaux; Crevoisier, 2010; Van Loon; Aalbers, 2017), de um deslocamento do investimento orientado pelos ciclos econômicos e políticos para um investimento orientado pela dicotomia risco-retorno, aplicável e inerente ao capitalismo periférico? Caso a resposta para essa questão seja afirmativa, quais os impactos dessa virada na manutenção do “desenvolvimentismo de fundos de pensão” (Datz, 2014)?

Por fim, a contribuição pretendida na elaboração deste artigo foi o levantamento

e a análise crítica da produção acadêmica destinada a compreender como os fundos de pensão são utilizados em diferentes estratégias econômicas, tanto em períodos de expansão quanto de crise financeira. Ressalvamos, contudo, que essa literatura, muitas vezes, limita-se a pensar os fundos de pensão como uma mera reserva de capital, um ente neutro, sem característica de agente interessado, não obstante o grande potencial de alterar os caminhos das políticas públicas de investimento e desenvolvimento econômico. Fica a latente necessidade, portanto, como sugestão desse levantamento bibliográfico, de investigar mais profundamente o papel, como agente, dos fundos de pensão no desenvolvimento do capitalismo contemporâneo periférico.

Bibliografia

- BRASIL. Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977. Dispõe sobre as entidades de previdência privada, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, p. 9.193, 20 jul. 1977.
- BRASIL. Lei complementar nº 108, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, p. 1, 30 maio 2001.
- BRASIL. Lei complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, p. 3, 30 maio 2001.
- CLARK, G. L. Pension fund capitalism: a casual analysis. **Geografiska Annaler. Series B, Human Geography**, v. 80, n. 3, p. 139-157, 1998.
- CLARK, G. L. **Pension systems**: a comparative perspective. United Kingdom: Oxford, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228948. Acesso em: 21 abr. 2019.
- COELHO, V. S. P. **A Reforma da Previdência Social na América Latina**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.
- CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O.; THEURILLAT, T. The expansion of the finance industry and its impact on the economy: a territorial approach based on Swiss pension funds. **Economic Geography**, v. 85, n. 3, p. 313-334, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2009.01035.x>

- CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. *In: CHESNAIS, F. (org.). A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 32-67.
- DANTAS, L. B. **Os fundos de pensão como financiadores do desenvolvimento brasileiro**. *In: IX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CIÊNCIA POLÍTICA: ESTADO E POLÍTICAS PÚBLICAS*. Brasília, DF: ABCP, 2014. p. 1-19. Disponível em: <https://cienciapolitica.org.br/system/files/documentos/eventos/2017/03/fundos-pensao-como-financiadores-desenvolvimento-brasileiro.pdf>. Acesso em: 11 maio 2020.
- DATZ, G. Brazil's pension fund developmentalism. **Competition and Change**, v. 17, n. 2, p. 111-128, 2013. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/270577719_Brazil's_Pension_Fund_Developmentalism. Acesso em: 23 abr. 2015. <https://doi.org/10.1179/1024529413Z.00000000029>
- DATZ, G. Varieties of power in Latin American pension finance: pension fund capitalism, developmentalism and statism. **Government and Opposition**, v. 49, n. esp., p. 483-510, 2014. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/270587138_Varieties_of_Power_in_Latin_American_Pension_Finance_Pension_Fund_Capitalism_Developmentalism_and_Statism. Acesso em: 23 abr. 2015. <https://doi.org/10.1017/gov.2014.7>
- DELLA CROCE, R. Trends in large pension fund investments in infrastructure. **OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions**, n. 29, p. 1-43, nov. 2012.
- GRÜN, R. Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. **Revista Mana**, v. 9, n. 2, p. 7- 38, 2003. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/26369300_Fundos_de_pensao_no_Brasil_do_final_do_seculo_XX_guerra_cultural_modelos_de_capitalismo_e_os_destinos_das_classes_medias. Acesso em: 21 jun. 2019. <http://dx.doi.org/10.1590/S0104-93132003000200001>
- GRÜN, R. A dominação financeira no Brasil contemporâneo. **Tempo Social**, v. 25, n. 1, p. 179-213, 2013. <https://doi.org/10.1590/S0103-20702013000100010>
- HENRIKSEN, L. F. **Are financial markets embedded in economics rather than society?** A critical review of the performativity thesis. Copenhagen: Danish Institute for International Studies, 2009. DIIS Working Paper.
- JARD DA SILVA, S. **Reforma da previdência em perspectiva comparada: Executivo, Legislativo e sindicatos na Argentina e no Brasil**. São Paulo: Humanitas/Fapesp, 2007.
- JARD DA SILVA, S. Desenvolvimento regional e proteção social: dilemas da reforma previdenciária latino-americana. **Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional**, v. 3, n. 4 (número especial), p. 60-74, 2008a. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/277237481_Desenvolvimento_Regional_e_Protecao_SocialDilemas_da_Reforma_Previdenciaria_Latino-Americana. Acesso em: 21 jun. 2019.
- JARD DA SILVA, S. Novos modelos previdenciários na América Latina: lições da experiência Argentina. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 2 (110), p. 312-330, 2008b. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572008000200008. Acesso em: 21 jun. 2019. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000200008>
- JARD DA SILVA, S. Bancada sindical, política previdenciária e processo decisório no governo Dilma. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 33, n. 98, e339810, 2018. <https://dx.doi.org/10.1590/339810/2018>
- JARD DA SILVA, S.; FERRAZ, A. S. Reforma da Previdência em três tempos. **Revista Ciências do Trabalho**, n. 14, p. 1-10, 2019. Disponível em: <https://rct.dieese.org.br/index.php/rct/article/view/205/pdf>. Acesso em: 25 nov. 2019.
- JARDIM, M. A. C.; JARD DA SILVA, S. Difusão da previdência complementar no Estado brasileiro: dos fundos de empresa pública à criação da FUNPRESP. *In: FARIA, B.; JARD DA SILVA, S. (orgs.). Difusão de políticas públicas*. São Bernardo do Campo: EdUFABC, 2016. v. 1, p. 281-313.

- JARDIM, M. A. C. **O mercado de previdência:** elementos socio-culturais na construção do mercado. Dissertação (Mestrado) — Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2002.
- JARDIM, M. A. C. **Entre a solidariedade e o risco:** sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula. Tese (Doutorado) — Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2007.
- JARDIM, M. A. C. **Entre a solidariedade e o risco:** sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula. São Paulo: Annablume, 2009.
- JARDIM, M. A. C. Fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites. *In:* JARDIM, M. A. C. (org.). **A natureza social das finanças:** fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites. Bauru: Edusc, 2011. p. 13-31.
- KAY, S.; SINHA, T. **Lessons from pension Reform in the Americas.** Oxford: Oxford University Press, 2008.
- KLINK, J.; BARCELLOS DE SOUZA, M. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. **Caderno Metr pole**, v. 19, n. 39, p. 379-406, 2017. <http://dx.doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3902>
- LAZZARINI, S. **Capitalismo de laços:** os donos do Brasil e suas conexões. 2. ed. São Paulo: BEÍ Editora, 2018.
- LORDON, F. **Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie action-nariale.** Paris: Raisons d'Agir, 2000.
- MAGNANI, M. Os fundos de pensão como agentes da produção do espaço: um olhar a partir da literatura internacional. **Espaço e Economia**, ano VII, n. 14, p. 1-15. Disponível em: <http://journals.openedition.org/espacoeconomia/6004>. Acesso em: 14 ago. 2019. <http://dx.doi.org/10.4000/espacoeconomia.6004>
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, p. 77-91, 1952. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- MARQUES, R. M.; NAKATANI, P. A finança capitalista: a contribuição de François Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo. **Revista Economia Ensaios**, v. 24, n. 1, 2010.
- MESA-LAGO, C. Structural reform of social security pensions in Latin America: models, characteristics, results and conclusions. **International Social Security Review**, v. 54, n. 4, p. 535-547, 2001. <https://doi.org/10.1111/1468-246X.t01-1-00105>
- MESA-LAGO, C. Aging and pension reforms: a look at Latin America. **Harvard Review of Latin America**, v. 19, n. 2, p. 1-12, 2019. Disponível em: <https://revista.drclas.harvard.edu/book/mesa-change-title>. Acesso em: 20 nov. 2019.
- MONTAGNE, S. **Les onds de pension:** entre protection sociale et spéculation financière. Paris: Odile Jacob, 2006.
- ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO (OIT). **Reversão da privatização de previdência:** questões-chaves. Proteção Social para Todos. Resumo da Matéria, Genebra: OIT, 2018. Disponível em: https://www.abrasco.org.br/site/wp-content/uploads/2019/03/estudo_OIT.pdf. Acesso em: 30 abr. 2020.
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Pension markets in focus.** Annual Report. Paris: OCDE, 2017. Disponível em: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf>. Acesso em: 16 ago. 2019.
- ORTIZ, I. *et al.* **La reversión de la privatización de las pensiones:** reconstruyendo los sistemas públicos de pensiones en los países de Europa Oriental y América Latina (2000-2018). Documento de Trabajo n. 63. Genebra: Departamento de Protección Social, Oficina Internacional del Trabajo, 2019. Disponível em: <https://www.social-protection.org/gimi/RessourcePDF.action?id=55496>. Acesso em: 30 jul. 2019.
- PLIHON, D. **Le nouveau capitalisme.** Paris: La Découverte, 2004.

- PINHEIRO, R. P. **A demografia dos fundos de pensão**. Brasília, DF: Ministério da Previdência Social/Secretaria de Políticas Públicas da Previdência Social, 2007.
- SANTANA, M. U. S. **Fundos de pensão e estratégia de desenvolvimento nos governos do PT**. Dissertação (Mestrado) — Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2017.
- SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. *In*: CHESNAIS, F. (org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 45-75.
- SILVA, M. R. **Banco Central e os sentidos sociais da ação em política monetária: as justificações morais distintas dos usos sociais do dinheiro**. Tese (Doutorado) — Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2017.
- SINHA, T. **Pension reform in Latin America and its lessons for international policymakers**. Boston: Kluwer Academic Publishers, 2000.
- SIROEN, J.-M. Uma mundialização financeira em crise. *In*: JARDIM, M. (org.). **A natureza social das finanças: fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites**. Bauru: Edusc, 2011. p. 47-70.
- SÓRIA E SILVA, S. **Intersecção de classes: fundos de pensão e sindicalismo no Brasil**. Tese (Doutorado) — Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.
- SÓRIA E SILVA, S. As relações entre sindicalismo e fundos de pensão no governo Lula. *In*: OLIVEIRA, R. V.; BRIDI, M. A.; FERRAZ, M. (orgs.). **O sindicalismo na era Lula: paradoxos, perspectivas e olhares**. Belo Horizonte: Fino Traço, 2014. p. 149-181.
- THÉRET, B. O debate crítico francês sobre os fundos de pensão na virada do terceiro milênio. *In*: JARDIM, M. (org.). **A natureza social das finanças: fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites**. Bauru: Edusc, 2011. p. 97-128.
- THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. Property sector financialization: the case of Swiss pension funds (1992-2005). **European Planning Studies**, v. 18, n. 2, p. 189-212, 2010. <https://doi.org/10.1080/09654310903491507>
- VACCARO, S. B. **Fundos de pensão: um caminho socioeconomicamente viável?** Dissertação (Mestrado) — Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2009. Disponível em: <http://periodicos.ufes.br/argumentum/article/view/25>. Acesso em: 5 jun. 2018.
- VAN LOON, J.; AALBERS, M. B. How real estate became “just another asset class”: the financialization of the investment strategies of Dutch institutional investors. **European Planning Studies**, v. 25, n. 2, p. 221-240, 2017. <https://doi.org/10.1080/09654313.2016.1277693>
- ZANETTE, F. R. Os fundos de pensão e a cidade: o estudo de caso da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM PLANEJAMENTO URBANO E REGIONAL, 17., 2017, São Paulo. **Anais** [...]. São Paulo: ENAMPUR, 2017. p. 2-15. Tema “Desenvolvimento, crise e resistência: quais os caminhos do Planejamento Urbano e Regional”. Sessão Temática 3: “Produção e gestão do espaço urbano, metropolitano e regional”.

Resumo

Os fundos de pensão como agentes do capital: estado da arte da literatura

Uma vasta produção acadêmica procura retratar o expressivo papel de agente financeiro e político dos fundos de pensão, assim como o crescimento acelerado dessas reservas de recursos. Este artigo se insere na busca por sistematizar a literatura internacional e nacional que trata dos fundos de pensão e a ressignificação do seu papel econômico e político nos últimos anos, o que envolve examinar a relação com os processos de reformas previdenciárias latinoamericanas e o arranjo colaborativo existente entre governos, mercados e entidades de previdência. Justificamos que um exercício de reflexão acerca do tema se faz necessário tanto pela relativa escassez de estudos que apontem para importância dos fundos de pensão na chamada “financeirização” do capitalismo, como para a continuação de pesquisas que busquem compreender os aspectos pelos quais Estado e mercado estão articulados na provisão de benefícios previdenciários.

Palavras-chave: Capitalismo financeiro; Sistema previdenciário; Previdência complementar; Fundos de pensão.

Abstract

Pension funds as agents of capital: state of the art in literature

A wide academic production aims to portray the significant role of pension funds as financial and political agents, as well as the accelerated growth of these resource reserves. This article is part of an academic effort to systematize the international and national literature on pension funds and the resignification of their economic and political role in recent years, which also involves examining the collaborative arrangement between governments, markets and social security institutions in the broader process of pension reform in Latin America. A critical bibliographical review on this theme is required due to the relative scarcity of studies that point out the importance of pension funds in the so-called “financialization” of capitalism, as well as to boost an agenda research that seeks to understand the aspects by which the State and the market are articulated in the provision of social security benefits.

Keywords: financial capitalism, social security system, supplementary pension, pension funds.

Résumé

Les fonds de pension comme agents du capital: état de l'art dans la littérature

Une vaste production académique cherche à dépeindre le rôle expressif de l'argent financier et politique des fonds de pension, ainsi que l'accélération de la croissance des ces réserves de ressources. Cet article s'inscrit dans le cadre de la recherche des systématisation de la littérature internationale et nationale traitant des fonds de pension et du recadrage de leur rôle économique et politique au cours des dernières années, ce qui implique d'examiner la relation avec les processus des réforme de la sécurité sociale en Amérique Latine et l'accord de collaboration existant entre gouvernements, les marchés et les organismes de sécurité sociale. Nous justifions que la réflexion sur le thème est nécessaire tant en raison de la rareté relatives des études que soulignent l'importance des fonds de pension dans la soi-disant “financiarisation” du capitalisme, que pour la poursuite des recherches qui cherchent à comprendre les aspects par lesquels l'État et le marché sont articulés dans la prestation de sécurité sociale.

Mots-clés : Capitalisme financier; Système de sécurité sociale; Pension complémentaire; Fonds de pension.

