

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros
Latin-American Shadow Financial Regulatory Committee**

Declaração Nº 13

**Washington, D.C. (USA)
14 de Julho de 2005**

**APLICANDO FUNDOS DE PENSÃO NA AMÉRICA LATINA:
NOVOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS QUE FAVORECERÃO O
APROFUNDAMENTO DOS MERCADOS DAS FINANÇAS**

1. Introdução

A partir de 1981, dez países reformaram o seu sistema de previdência social, transitando em forma gradual ou total de um sistema de distribuição intergeracional para outro de capitalização individual. Como resultado, os fundos privados de pensão foram se tornando progressivamente os principais atores dos mercados de capital nacionais em várias economias latino-americanas. Os ativos desses fundos foram crescendo significativamente, representando hoje em média 10 pontos percentuais do produto bruto interno aproximadamente, embora excedendo 50 por cento do PBI no Chile. Além disso, esses bens continuam crescendo a uma taxa de 1 a 3 pontos percentuais do PBI anual (muito acima do crescimento do PBI), com possibilidades de atingir até 30 por cento do PBI em 2015 na maioria dos países. Este volume é hoje comparável ao da maioria dos sistemas bancários na região e superior ao da capitalização combinada dos mercados de ações e obrigações comerciais.

Desde o início, os fundos de pensão estiveram regulados com o propósito de garantirem segurança, transparência e integridade. Como parte dos requerimentos de regulação, permitiu-se investir em quatro categorias principais de ativos: títulos do governo, instrumentos de mercado de capital (ações e títulos), depósitos bancários e fundos de capital estrangeiro com diferentes limites em cada país. No que diz respeito a instrumentos não bancários do setor privado, exigiu-se que os fundos de pensão só fossem investidos em valores de bolsa de emissão pública, sujeito a requerimentos mínimos de liquidez e qualificação de risco de crédito, bem como a outros limites de diversificação. As regulamentações dos mercados de capital importaram os modelos dos países industrializados. Os limites de investimento em títulos do governo foram generosos, antecipando não apenas que esses ativos seriam parte de uma carteira de ações equilibrada mas também porque os governos precisavam financiar a transição de um regime de solidariedade generacional para outro de capitalização individual. Os limites de investimento em depósitos bancários também eram generosos considerando que as autoridades previam que os bancos continuariam a representar a maior fonte de financiamento, enquanto que outros mercados ainda permaneceriam em estágios muito primários. Por outro lado, aplicações em ativos estrangeiros eram mínimas em todos os países, ampliadas recentemente no Chile e de maneira menos importante no México.

Ao rever esta experiência, o Comitê é consciente de uma série de questões importantes derivadas da discussão pública sobre custos e benefícios das reformas aos sistemas de pensões, inclusive a ainda muito limitada cobertura da previdência social, a percepção de altas comissões e taxas operacionais, a alta concentração da indústria de fundos de pensão e os custos fiscais e sustentabilidade a longo prazo da iniciativa da reforma. Embora estes temas sejam importantes e tratados em profundidade, o Comitê decidiu concentrar este relatório na questão mais precisa de como os fundos de pensão poderiam ajudar a aprofundar os mercados de capitais nacionais da região, desempenhando um papel mais importante no aumento do investimento e crescimento econômico.

O problema principal surge por causa dos ativos sob gestão terem aumentado rapidamente, enquanto que **a oferta de poupança gerada pelos fundos de pensão superou a capacidade do mercado fornecer instrumentos que satisfaçam os critérios de investimento reguladores.** Portanto, na maioria dos países (com exceção do Chile e do Peru) as carteiras continuam propendendo significativamente para a dívida pública e os depósitos. Esta situação tende a agravar-se, colocando em perigo a reforma previdencial que não pode atingir plenamente o seu potencial de crescimento e investimento, assegurando assim um retorno seguro aos trabalhadores. O anterior adquire ainda mais importância diante da quantia significativa de retornos gerados até hoje pelos fundos de pensão, sobre taxas de juros reais altas -embora em declínio- pagas pelos governos, e traduzidas em cupões de alto valor e ganhos de capital para os possuidores de títulos. O Comitê confia que esta conjuntura não venha a se repetir no futuro. O êxito futuro dos retornos adequados e seguros constitui enorme desafio.

O lento crescimento na América Latina e a procura de investimento mais deprimida levaram o Comitê a considerar que **uma estratégia de crescimento bem sucedida se beneficiaria dos fundos de pensões atuais, facilitando seu desenvolvimento e gerando maior procura de recursos financeiros.**

Os marcos reguladores não levam a este processo, colocando a ênfase quase exclusivamente nos valores cotados em Bolsa e emitidos por empresas que cotam na Bolsa. Isto vai de encontro com a realidade da estrutura corporativa na América Latina bem diferente da dos países industrializados, sendo a primeira própria de empresas menores, privadas, principalmente familiares. Neste contexto, a emissão de valores do mercado de capitais está sujeita a custos fixos relativamente altos (comparados com os empréstimos bancários), exige regras de governo empresarial mais complexas envolvendo ampla divulgação de informação sobre a empresa para que os investidores possam determinar as características de risco e retorno. Por isso, as empresas podem preferir o sigilo para não comunicar ao governo, à concorrência nem inclusive à atividade delituosa organizada.

Além disso, a regulamentação não adotou a regra do homem prudente, típica dos países anglo-saxões. Pelo contrário, apoiou-se na adoção de taxas e limites de investimento fixados por lei, dificultando a adaptação das regras.

Desta maneira o Comitê confia em que **o desafio é desenvolver instrumentos financeiros que satisfaçam as necessidades de investimento da América Latina, compatibilizando as metas de retorno e segurança que os cidadãos exigem dos seus fundos de pensão.** O resto da declaração contém recomendações específicas tanto em termos de instrumentos como de processos referentes a políticas.

2. Novos instrumentos representam novas oportunidades

O Comitê identificou **quatro tipos de ativos que poderiam ajudar a aliviar as diferenças entre oferta e procura de fundos a longo prazo com denominação em moeda local**, alguns dos quais já existem em certos países em sentido limitado: títulos securitizados, valores hipotecários, títulos para financiamento de infra-estrutura e obrigações por empréstimos garantidos.

Títulos securitizados. A securitização consiste em transferir reclamações da instituição de origem para uma entidade econômica e jurídica separada, chamada veículo de propósito especial (VPE), em troca de um pagamento à vista que reflita o valor agregado destes ativos. No caso de empréstimos bancários, a securitização libera os balanços bancários, permitindo-lhes continuar emprestando. O VPE emite passivos que representam uma participação na propriedade do conjunto de ativos subjacentes; portanto, a entidade que o originou passa ao VPE o direito de receber os pagamentos. Pode até receber apoio adicional do governo ou de seguros privados.

Geralmente, a securitização se aplica ao conjunto de empréstimos bancários, hipotecas e cartões de crédito a cobrar. Existem outros instrumentos para cobrança tais como empréstimos bancários e não-bancários a consumidores, cultivos, pecuária, fluxos futuros de capital por custos de educação superior ou pagamentos referentes ao setor da saúde, etc que poderiam também ser securitizados e desempenhar um papel importante no fornecimento de uma ampla gama de instrumentos a longo prazo, ajustáveis aos fundos de pensão. Alguns destes tipos de securitização foram colocados em andamento com êxito em países da região.

Os instrumentos de financiamento estruturados representam um tipo de securitização e grupo de riscos, permitindo criar ativos com perfil de risco e retorno. Os mencionados instrumentos cortam os passivos de VPE em diferentes tranches ou pacotes, criando uma estrutura hierárquica de capital que inclui uma seqüência de capital subordinado superior para distribuição de ingressos. A informação assimétrica e as diferentes preferências quanto a risco dos investidores ou grupos de investidores geram oportunidades para agrupar ativos e cortes de passivos em tranches: os investidores menos informados e/ou com maior rejeição ao risco preferem as tranches subordinadas. Podem ser criados também tranches a medida com base na procura de investidores institucionais específicos rentáveis se o agente organizador consegue discriminar preços em mercados segmentados.

Para financiar a aquisição dos títulos da dívida, o VPE emite passivos qualificados e não-qualificados, chamados tranches ou classes de hierarquia diversa. O número de tranches pode variar de acordo com a forma em que o risco for reatribuído aos investidores.

Valores hipotecários. Os fundos de pensão deveriam desempenhar um papel importante no crescimento da indústria hipotecária na América Latina, ajudando a fortalecer a indústria financeira de bens imobiliários. Os bancos tendem a evitar este mercado de longo prazo devido aos riscos do crédito e às taxas de juros dos ativos hipotecários que não se conjugam com os balanços. Entretanto, a natureza dos passivos dos fundos de pensão permite dirigir eficientemente estes riscos e oferecer à indústria hipotecária financiamento de longo prazo. Neste sentido, é importante distinguir três tipos de valores hipotecários: títulos hipotecários, títulos de obrigação hipotecária e obrigações hipotecárias garantidas.

- Títulos hipotecários, letras hipotecárias, cédulas hipotecárias: o emissor destes valores –um banco comercial, universal ou hipotecário- mantém as hipotecas como ativos em

seu balanço. Os investidores em posse de títulos hipotecários que representam passivos do emissor têm preferência no reclamo sobre a garantia em caso de falência. Em alguns casos, os títulos se reajustam dependendo da inflação. Normalmente são cotados em Bolsa e –no caso de bancos solventes- adequados para investimento em fundos de pensão. A experiência chilena demonstra a eficácia deste método.

- Títulos de obrigações hipotecárias (MBS em inglês): também conhecidos como “pass through MBS”. Outorgam aos investidores pagamentos ligados a fluxos de caixa de um conjunto de hipotecas. É um instrumento bancário “fora de balanço” (as hipotecas são excluídas do balanço do banco e colocadas em veículo separado). Desta maneira o banco não corre com o risco financeiro das hipotecas e os investidores não se expõem ao risco empresarial do banco. Portanto, estes títulos requerem uma qualificação mais avançada bem como sistemas de monitoração para proteger o interesse dos investidores.
- Obrigações hipotecárias garantidas (CMO). Trata-se de um instrumento que corta o conjunto de hipotecas em tranches. Na Colômbia, a IFC criou um veículo denominado Titulizadora da Colômbia (Hitos), junto a cinco bancos hipotecários líderes, na modalidade de empresa MBS para securitizar empréstimos habitacionais. Os empréstimos incluíram VIS garantidos pelo governo (empréstimos sociais habitacionais para o setor de baixos ingressos) e empréstimos não VIS. A Hitos emite títulos denominados TIPS divididos em tranches ou pacotes, de qualificações e termos creditícios diversos, alguns dos quais aptos para investimentos dos fundos de pensão e outros investimentos institucionais como companhias de seguros.

Títulos para financiamento de infra-estrutura. Na América Latina incrementou-se a procura de financiamento para infra-estrutura (energia, transporte, saneamento, sistemas de água e esgotos e telecomunicações) prevendo-se um crescimento contínuo e significativo. O desenvolvimento dos mercados asiáticos deverá reorientar os projetos de transporte para o Oceano Pacífico. Os contratos de concessão são a forma mais comum pela qual uma empresa privada se responsabiliza pelo financiamento, construção e operação de um ativo de infra-estrutura durante um tempo fixo ou flexível, chegando a abranger até 20 e 30 anos. Devido ao aumento da pressão sobre os orçamentos públicos, existe preocupação pelo volume de investimento que pode acabar sendo muito menor, a menos que se aproveitem fontes adicionais de financiamento não públicas. Os projetos de infra-estrutura precisam financiamento de longo prazo não podendo os mercados financeiros privados e nacionais dar conta de oferecê-lo.

Algumas demandas de financiamento para infra-estrutura são desejáveis para os ativos de fundos de pensão: duração de longo prazo e moeda local. Isto promove a diversificação dos investimentos dos fundos de pensão. Além disso, melhorando a infra-estrutura beneficia-se de maneira indireta os fundos de pensão, estimulando o crescimento econômico e aumentando o emprego, contribuindo amplamente às carteiras de fundos de pensão. O Chile é uma prova de como os fundos de pensões contribuíram a financiar a infra-estrutura; na primeira metade da década de noventa, estes investimentos adotaram a forma tanto de ações cotadas em bolsa como de títulos, contribuindo ao rendimento dos fundos de pensão. Por outro lado, os fundos de pensão chilenos investiram em Títulos de Infra-estrutura emitidos por empresas concessionárias privadas, bem como em ações em Fundos de Investimento Imobiliários e de Desenvolvimento de Empresas, com garantias contra riscos de construção e operação, de qualificação AAA; esta garantia é outorgada por empresas seguradoras privadas.

Obrigações de Empréstimos Garantidos. Um dos desafios mais importantes para os mercados latino-americanos é colocar à disposição do setor privado créditos a médio e longo prazos em moeda local, especialmente no caso de pequenas e médias empresas. Os bancos têm se mostrado renuentes, e com razão, a dar crédito para pedidos envolvendo maior risco e por períodos mais longos. Tendo em vista o pouco crédito, este se manifestou nos balanços dos bancos em forma de empréstimos, obstaculizando a capacidade de outorgar empréstimos adicionais.

Recomendamos instrumentos financeiros estruturados chamados Obrigações de Empréstimos Garantidos (CLO), um mecanismo específico dentro do financiamento estruturado que aponta à securitização dos empréstimos bancários e a liberar os balanços dos bancos, permitindo empréstimos adicionais.

Os CLOs surgem da securitização de um conjunto de empréstimos bancários que servem de garantia; o tamanho do conjunto pode incluir 100 ou mais empréstimos, grandes ou pequenos, com ou sem garantia, abrangendo uma variedade de indústrias. Os CLOs emitem pacotes de tempo, duração e risco diversos. A média de vida dos pacotes varia, sendo o pacote mais antigo o menos arriscado e geralmente de curta duração. O banco que o origina mantém o pacote mais arriscado (o pacote de patrimônio) em seu balanço para assegurar o cumprimento dos incentivos corretos. Embora o CLO esteja integrado totalmente por empréstimos de qualificação inferior ao risco de investimento, a qualificação creditícia dos pacotes geralmente varia de AAA para BB juntamente com o patrimônio não qualificado. Deste modo, os CLOs podem transformar todos os empréstimos de riscos –essenciais ao crescimento do setor empresarial- em uma combinação de ativos livres de risco de investimento muito adequados para os fundos de pensão e ativos de alto risco adequados para outros investidores.

São estruturas complexas e requerem da habilidade e sofisticação de instituições tais como agências qualificadoras, consórcios de créditos internacionais e investidores. Não temos conhecimento de sua existência na América Latina.

3. São necessárias reformas em matéria de regulamentação

O âmbito regulador dos fundos de pensão na América Latina se baseia em limites quantitativos sobre os ativos, estabelecendo-se porções mínimas e/ou máximas por tipo de ativo. Esta regulamentação vinculante impede que os gestores de fundos de pensão possam aproveitar as oportunidades dos novos instrumentos, como descrito antes.

Para permitir que os fundos de pensão invirtam nestes ativos, é preciso adaptar a legislação e regulamentações em muitos países. O Comitê acredita que **deve permitir-se aos fundos de pensão investir em instrumentos que, em alguns casos, possam não ser oferecidos ou negociados publicamente nas bolsas de valores, desde que o anúncio adequado e a transparência operacional permitam uma auditoria externa apropriada.**

Permitir que os fundos de pensão mantenham carteiras de ativos mais diversificados, à custa dos bônus do tesouro, também contribuiria ao fortalecimento da disciplina fiscal. **O Comitê considera que à medida que aumenta a porção de ativos estrangeiros nas carteiras dos fundos de pensão, diversificam-se e administram-se melhor os riscos,** especialmente em países onde os limites são muito baixos ou chegam a zero. Aumentar a porção de ativos estrangeiros dos fundos de pensão contribui a reduzir os efeitos secundários não desejados sobre os preços dos ativos internos. Entretanto, deve-se agir com prudência visto que até uma

leve variação nos títulos em moeda estrangeira pode produzir mudanças repentinas e consideráveis nos fluxos de capitais, podendo aumentar os desequilíbrios econômicos.

Como precaução, o Comitê reconhece que, apesar das mudanças de regulamentação, ainda é provável que se mantenham os fatores de risco, principalmente aqueles que incluem: 1) tamanho: os fundos de pensão são atores importantes nos mercados financeiros locais enquanto que outros investidores tais como companhias seguradoras e fundos mútuos são muito menores; 2) concentração: a experiência mostra que esta indústria tende a se concentrar em poucas instituições; 3) carteiras homogêneas; a regulamentação em muitos países levou os fundos de pensão a terem carteiras semelhantes, mitigados em certos casos pelo enfoque de fundos múltiplos.

Além disso, os mercados financeiros podem ser seriamente afetados pelas mudanças –ou expectativas de mudanças iminentes– nas regulamentações de carteiras dos fundos de pensão. Um exemplo claro seria a recente experiência argentina, onde a percentagem de bônus do tesouro na carteira dos fundos de pensão foi aumentando significativamente. Poderiam surgir riscos parecidos quando a percentagem de ações ou títulos em moeda estrangeira estiver sujeita a mudanças drásticas.

4. Uma estratégia bem-sucedida exige um processo renovador de políticas

O Comitê afirma que **para desenvolver estes mercados financeiros é preciso que os países adotem um processo em matéria de políticas, identificador de oportunidades e obstáculos, abordando integralmente as diferentes partes do âmbito jurídico, regulamentador e institucional.** Isto exige coordenação e confiança entre os diferentes grupos de interesse como trabalhadores, administradores de fundos de pensão, regulamentadores, participantes do mercado, empresas, autoridades governamentais e parlamentários.

Na medida em que esses processos se tornem efetivos, os países poderiam estudar a possibilidade de orientar as regulamentações referentes a fundos de pensão para regras típicas do homem cauteloso, desde que as instituições evoluam e a experiência o permita. Com uma perspectiva a longo prazo, a região poderia beneficiar-se da harmonização das normas de fundos de pensão. Isto reduziria as oportunidades de arbitragem reguladora, estimularia a concorrência na indústria dos fundos de pensão através da região e, inclusive, permitiria aos pensionistas utilizar os serviços de fundos de pensão em outros países.

Como caminho possível rumo a um processo integral em matéria de políticas, os países poderiam estabelecer uma Comissão para o Desenvolvimento do Mercado Financeiro (FMDC) com a participação de todos os eleitores e uma secretaria técnica encarregada de estudar as propostas em profundidade. O estudo deveria incluir a viabilidade da iniciativa proposta e sua compatibilidade com o interesse público para assegurar transparência e responsabilidade ao processo. A FMDC deve fomentar um entorno de participação, confiança e credibilidade que facilite a discussão parlamentar e a aprovação das reformas propostas. Devido aos problemas que enfrentam os países da região, sugerimos uma troca mais ativa de experiências. O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Corporação Andina de Fomento (CAF) poderiam facilitar este processo.

5. Riscos fiscais

O papel potencialmente benéfico dos fundos de pensão no desenvolvimento dos mercados de capital internos deriva-se de reconhecer as conseqüências das implicações fiscais e financeiras próprias da transição de um sistema de distribuição intergeracional para outro de capitalização individual. A maior parte das reformas de previdência social foram levadas a cabo apostando a que sua implementação melhoraria a solvência inter-temporária do setor público e o mercado de capitais financiaria as crescentes exigências em matéria de empréstimos resultantes da transição. No entanto, essa visão pode ter sido um tanto ingênua, já que o mercado de capitais não considerou o endividamento por títulos como substituto total das obrigações em matéria de pensões, que antes não fora registrado.

Além disso, tendo em vista que as considerações de liquidez nos mercados de capitais desempenhavam um papel importante no financiamento dos mercados emergentes, as maiores exigências de empréstimos –como conseqüência da dinâmica de transição das reformas da previdência social- aumentavam o risco-país e, em alguns casos, podem ter contribuído à brusca interrupção ocorrida nos mercados emergentes a finais dos anos noventa. No caso da Argentina, por exemplo, a dinâmica de transição da reforma no sistema de pensões representou quase a metade do aumento da dívida pública entre 1993 e 2000, e uma proporção ainda maior das necessidades de empréstimo do setor público.

Com base nestas observações, o Comitê recomenda, na medida em que forem sendo implementadas as reformas da previdência social, **prestar cuidadosa atenção à capacidade da política fiscal de responder aos desafios da transição.** Além disso sugere que o financiamento multilateral desempenha um papel potencial, assegurando que as reformas em matéria de pensões sejam financeiramente sustentáveis, maximizando suas contribuições para o desenvolvimento dos mercados de capital internos.

O Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros (LASFRC) reconhece com gratidão o apoio financeiro do CAF, do “Center for Global Development, da FELABAN, do”Open Society Institute”e do Banco Mundial pelo financiamento da reunião em Washington. O Comitê expressa também o seu reconhecimento ao Professor Akash Deep da Universidade de Harvard na preparação do documento de referência. O Comitê é totalmente independente e autônomo na redação de suas declarações.