

OPERAÇÕES FINANCEIRAS
E MERCADO DE CAPITAIS
— INVESTIDORES INSTITUCIONAIS — (*)

Pelo Dr. João Morais Leitão

1. — *INTRODUÇÃO*

Entendeu a Ordem dos Advogados organizar para os seus membros e, particularmente, para os estagiários, um ciclo de conferências sobre o tema «Operações Financeiras e Mercado de Capitais», convidando-me e destinando-me o sub-tema que escolheu e que apelidou de «Investidores Institucionais».

Ao corresponder ao convite, agradecendo-o, julgo-me, porém, obrigado a clarificar e delimitar o âmbito de alguns conceitos tão frequentemente utilizados de modo impreciso, não somente neste ciclo de conferências.

É que conceitos como o de sistema financeiro, mercado financeiro, mercado de capitais, mercado e sistema monetário, sistema bancário, investidores institucionais etc. ..., são conceitos que nós os juristas temos deixado demasiado à livre disposição dos práticos e dos economistas, apesar da complexidade da problemática jurídica que os mesmos conceitos encerram.

(*) Conferência efectuada na Ordem, em 29-5-85, de iniciativa do CENTRO DISTRIITAL DE ESTAGIO (Lisboa).

Mais do que isso, a nossa doutrina jurídica tem até desprezado o tratamento dogmático das questões que se relacionam com o sistema que realiza e com o mercado em que se processa a função do financiamento da economia.

Basta notar que, em todas as nossas Faculdades, a expressão Direito Financeiro é reservada, tão somente, para o complexo normativo que regula as finanças públicas, isto é, a actividade de obtenção e aplicação dos meios financeiros indispensáveis à realização dos fins próprios dos entes públicos (1).

Também nas mesmas Faculdades se discute, agora, com calor, a pretensa autonomia de um novo ramo de Direito que seria o Direito da Economia, que outros, mais moderados, reduzem ao Direito Económico Público, regulador da intervenção do Estado na economia e da actividade económica do Estado e demais entes públicos.

Mas quanto à regulamentação jurídica do complexo de actividades inrentes ao financiamento da economia, as nossas Faculdades pouco ou nada têm adiantado, deixando-a ao cuidado da teoria geral da «Moeda e do Crédito» e abandonando o estudo das suas implicações jurídicas a breves referências no contexto das Cadeiras de Direito das Obrigações e Direito Comercial.

Um único dos professores de Direito Público se refere ao complexo normativo regulador do financiamento da actividade económica de direito privado. E propõe para esse complexo o título de «Direito Financeiro» que por tão estranho e inadequado tem entrado por um ouvido e saído pelo outro (2).

Da falta de uma correcta e actualizada dogmática jurídica, correspondente à importância que a função financeira assumiu na realidade social dos tempos de hoje, resulta não

(1) Cfr. A. Braz Teixeira in «Introdução ao Direito Financeiro», 1980, p. 12; Teixeira Ribeiro in «Lições de Finanças Públicas», p. 30; Sousa Franco in «Direito Financeiro e Finanças Públicas», p. 68; Soares Martinez in «Enciclopédia Poliss», vol. II, p. 454.

(2) Cfr. Sousa Franco, *ibidem*, pág. 19.

ser de admirar que realidades institucionais como o sistema financeiro e situações dinâmicas como o mercado financeiro suportem, em Portugal, uma grande falta de clareza nos seus exactos contornos e uma inadmissível diversidade e multiplicidade nos regimes jurídicos que se lhe aplicam.

Daí que, para um adequado enquadramento do tema que me foi distribuído, se me afigure importante adiantar algumas definições e algumas características fundamentais que entendo serem as correctas para as realidades em que aquele tema se insere.

Assim, deve entender-se por mercado financeiro o conjunto de operações de oferta e de procura de meios financeiros, próprios ou alheios, indispensáveis ao consumo e ao investimento realizado pelos particulares (famílias e empresas) e, ainda, pelo Estado e demais entes públicos na parte não coberta pelas receitas correntes.

No mercado financeiro integra-se, por um lado, o mercado monetário, no qual se processa a oferta e a procura de moeda e de instrumentos financeiros a curto prazo e, por outro lado, o mercado de capitais, no qual se processa a procura e a oferta de instrumentos financeiros de médio e longo prazo, ambos esses mercados constituindo o mercado primário por contração ao mercado secundário, em que se processa a oferta e a procura de títulos e outros activos financeiros naquele emitidos.

Em todos esses tipos de mercado os agentes são, do lado da oferta, os titulares de excelentes, isto é, os titulares de meios financeiros disponíveis, não necessários ao seu próprio consumo ou investimento, e são, do lado da procura, os mesmos agentes, quando na situação de deficitários de meios próprios. Trata-se, em ambos os casos, das famílias e dos indivíduos, das empresas, do Estado e demais colectividades públicas e dos agentes externos.

Mas sendo a identidade de tais agentes a mesma, é diversa a importância relativa da sua intervenção nos apontados mercados.

Assim, do lado da oferta, é habitual e, entre nós quase exclusiva, a intervenção dos individuos e das famílias, como titulares habituais de excedentes de rendimento disponível em relação às suas necessidades de consumo imediato, enquanto que, do lado da procura, é sempre mais importante a intervenção das empresas e, em certos países como o nosso, do próprio Estado, pelo saldo deficitário entre as suas receitas ordinárias e as despesas correntes e de capital que se propõem efectuar.

A identidade de agentes acresce ainda uma outra característica própria do mercado financeiro.

Ela é a de que a oferta, especialmente no caso dos particulares, não é activa, mas passiva e extremamente variável. A necessidade de emprestar ou de aplicar a parte não consumida do rendimento disponível, isto é, da poupança, não existe por si ou, pelo menos, não se determina nem selecciona alternativas por si própria.

Dessa inactividade ou passividade da oferta resulta a especial indispensabilidade, no mercado financeiro, da existência de intermediários.

Não se trata apenas de pôr em contacto aforradores e investidores, como nos mercados de matérias-primas ou de produtos industriais.

Trata-se de um trabalho bem mais complexo, consistente num permanente provocar e estimular da oferta e num constante ajustamento das condições variadas e imprecisas da oferta às necessidades da procura. Este ajustamento pode compreender-se facilmente se se citar um simples exemplo.

Assim, raramente um individuo que precisa de 100 contos, a um determinado prazo e a uma certa taxa de juro, poderá encontrar, directamente, quem lhe queira fazer esse mesmo empréstimo nessas condições precisas. Daí e pela função da lei dos grandes números, a relevância e a indispensabilidade do papel dos intermediários financeiros no ajustamento das condições da oferta às exigências da procura de meios financeiros.

Ora é precisamente da apontada identidade natural dos agentes do lado da oferta e da procura no mercado financeiro e da descrita característica especial da falta de espontaneidade e da variabilidade daquela oferta que resulta a existência de um complexo institucional de intermediários que forma o denominado *sistema financeiro*.

Este é, na verdade, o complexo de instituições que se dedicam à mediação financeira isto é à captação de poupança, por um lado, e à sua transferência para os financeiramente deficitários, em condições devidamente ajustadas às necessidades destes últimos.

É esse papel de mediação que no mercado monetário cabe, essencialmente, aos bancos comerciais e a algumas paraban-cárias.

E é o mesmo papel de mediação que no mercado de capitais cabe a todos quantos tomam fundos para os aplicarem a médio ou longo prazo, seja pela via do capital risco, seja pela via do empréstimo ou de outros tipos de concessão de capital alheio.

Eis-nos chegados assim ao fim da introdução que me pareceu necessário fazer para clarificar a correcta relação entre as diversas realidades que se integram nos temas deste ciclo de conferências e no tema particular desta minha intervenção.

Conhecida a relação entre mercado de capitais e o complexo institucional que nele desempenha funções de mediação e que como tal integra o sistema financeiro é agora possível localizar e definir claramente o que são *investidores institucionais*.

2. — AMBITO, FUNÇÃO E ESPÉCIES DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Contrariamente ao que o seu sentido literal poderia levar a crer nem todas as instituições que investem são qualificáveis de investidores institucionais.

O Estado e demais entes públicos, os particulares e as empresas, todos eles são agentes na economia realizando funções de consumo ou de investimento. Mas não é a tais agentes que o termo investidores institucionais se refere, nem mesmo àqueles, que por sua conta e risco, se dedicam predominantemente à realização de despesas de capital.

O termo que hoje nos interessa refere-se antes ao complexo de instituições que, no âmbito do mercado de capitais, se dedicam, por diversas vias, à captação de poupanças para, ainda que com finalidades de segurança dos aforradores ou de terceiros, as aplicarem a médio ou a longo prazo, predominantemente, em capital risco, em títulos obrigacionistas ou directamente em formação de capital fixo. Constituem em suma aquilo que os economistas chamam de intermediários financeiros não monetários.

Distinguem-se dos bancos de investimento e do sistema bancário e parabancário em geral porque o financiamento da economia a que, predominantemente, se destinam não é o do capital circulante mas o do capital fixo, não é a via do empréstimo mas a do capital próprio ou pelo menos a do capital alheio expresso em títulos de obrigação. Não criam moeda porque não concedem crédito; apenas aplicam poupanças que captam de outros.

É por essas características que as melhores fontes integram no conceito de investidores institucionais os seguintes principais tipos de instituições:

- a) As companhias de seguro de vida;
- b) Os fundos de investimento mobiliário ou imobiliário;
- c) Os fundos de pensões privados ou públicos;
- d) As fundações, mutualidades e instituições privadas de solidariedade social em geral;
- e) As demais instituições de investimento ou de poupança colectiva.

Qual a resposta do Direito português a tais tipos de instituições e à sua inserção e actuação no sistema de financia-

mento à economia é o que passarei a expor nas suas linhas fundamentais.

3. — COMPANHIAS DE SEGURO DE VIDA

Límite às companhias de seguro de vida a integração das instituições seguradoras no âmbito dos investidores institucionais porque só no ramo vida e, entre nós, nas prestações diferidas do ramo Acidentes de Trabalho, as companhias de seguros realizam efectivamente uma função de captação e aplicação de poupanças, para além da simples cobertura de riscos.

É certo que esta distinção pouco interesse prático ainda tem em Portugal, dado que a generalidade das companhias seguradoras autorizadas para o ramo vida exploram também os restantes ramos de cobertura de riscos pessoais ou reais.

Mas a verdade é também que o recente Decreto-Lei n.º 188/84, de 5 de Junho, regulamentador das novas condições de acesso à actividade seguradora, veio impor, para o futuro, a autonomia institucional da exploração do ramo vida em relação à dos ramos não-vida.

Essa constitui uma das mais importantes novidades daquele novo regime legal, adoptado aliás no seguimento das orientações da CEE, e que implica, uma maior relevância para a afirmação, que deixei feita, de que só as seguradoras «Vida» são verdadeiros investidores institucionais, para além do caso, excepcional na Europa, das seguradoras que, em Portugal, cobrem pensões permanentes por acidentes de trabalho.

Cabe por isso justificar aquela afirmação. E faço-o chamando a V. atenção para a circunstância de que para além dos seguros com predominante capitalização, característicos de certas modalidades do ramo vida, mesmo nos seguros de vida de risco puro ou seja nos que apenas cobrem o risco de morte dentro do seu prazo de vigência, a técnica adoptada de nivelamento dos prémios anuais leva a que em cada anuidade, entre as da primeira metade do prazo do seguro, o montante do prémio seja superior ao «custo» do risco coberto, expresso

na probabilidade estatística de morte do segurado nessa anuidade. Daí resulta que uma parte do prémio cobrado nas anuidades, por destinado a pagar riscos futuros, constitua uma reserva que se chama de matemática e que permite à seguradora aplicá-la em activos financeiros a longo prazo.

Pela descrita técnica do nivelamento dos prémios, em função da variabilidade crescente do risco que cobrem, e pela aplicação da lei dos grandes números, o seguro de vida é, assim, universalmente, um instrumento de previdência e de simultâneo aforro para os indivíduos, permitindo às seguradoras agirem como investidores institucionais, com os meios que a longo prazo tal ramo de seguro lhes proporciona.

Assim justificada a qualificação das companhias de seguros de vida como investidores institucionais, qual é então a sua função e o seu regime legal no financiamento da economia portuguesa?

Trabalham em Portugal 44 companhias de seguros, das quais 8 empresas públicas, 8 empresas mistas, 4 mútuas e 24 agências gerais ou subsidiárias de seguradoras estrangeiras.

Apenas 4 empresas, todas agências-gerais de sociedades estrangeiras, trabalham exclusivamente o ramo-Vida. Nas restantes, aquelas que são autorizadas a explorar aquele ramo, trabalham-no em conjunto com os ramos ditos não-vida. E na maior parte das vezes fazem-no até sem redes de venda especializadas, tão essenciais ao seguro de vida.

Perante esta situação institucional da oferta, a evolução do ramo vida tem sido decepcionante nos últimos dez anos, sendo cada vez menor, em termos reais, a percentagem do rendimento disponível das famílias e das empresas que é poupada através de aplicações em seguros de vida.

Diz-se, para justificar essa situação, que os últimos dez anos da economia portuguesa têm sido anos de elevadíssima inflação e que não há seguro de vida que se desenvolva nem progrida em simultâneo com altas taxas de inflação.

Só em parte, no entanto, tal justificação é verdadeira.

Isto porque, como já foi referido neste ciclo de conferências, é relativamente elevada em Portugal a taxa de poupança

dos particulares (ela variou entre 27,9 % em 1979, 30,1 % em 1980, 28,8 % em 1981 para se fixar em 24,3 % em 1983) e são relativamente escassos os instrumentos oferecidos pelo mercado financeiro português (a maioria daquela poupança é, com efeito, canalizada para depósitos a prazo, os quais atingiam em finais de 1983 1,9 biliões de contos e devem andar, hoje, pelos 2,4 biliões de contos).

Apesar da elevada inflação existe, assim, uma enorme poupança efectiva, com crescimento regular e com aplicações (Dep. a prazo) que normalmente não têm compensado a inflação.

Por outro lado, também é uma realidade que a necessidade mais sentida pela população portuguesa, em geral, é a necessidade de segurança perante os riscos pessoais da vida, face à insuficiência e à falta de qualidade dos esquemas sociais de segurança social. Todos os inquéritos demonstram que a população portuguesa se sente insuficientemente servida em matéria de garantias de reforma, de invalidez e de morte prematura, para já não falar da generalizada insatisfação em matéria de protecção da saúde.

Temos assim que, apesar da inflação, existe e sempre tem existido em Portugal, uma grande propensão para poupar, uma insuficiente oferta de aplicações financeiras realmente vantajosas e uma generalizada necessidade de cobertura de riscos que, na técnica seguradora, cabem no Ramo de Vida e em poucos mais ramos como o de doença e o de acidentes pessoais.

Perante um mercado potencial tão importante, porquê então a diminuta difusão dos seguros de vida e o fraquíssimo desenvolvimento da sua exploração?

As razões fundamentais são três.

Em 1.º lugar o seguro de vida foi explorado em Portugal, até há bem pouco tempo, com bases técnicas obsoletas, como era o caso das tábuas de mortalidade usadas, ou desajustadas da realidade económica nacional, como é o caso da taxa de capitalização, isto é, da taxa juro garantida pelas companhias de seguro à parcela de poupança inserta nos prémios anuais dos seguros de vida. Basta notar que numa década (1975-1985)

em que a inflação média anual foi superior a 20 %, aquela taxa de juro se manteve desde os anos quarenta em 3,5 %, foi como tal confirmada na Portaria n.º 415/78, de 27 de Julho que definiu as chamadas novas bases técnicas para a exploração do seguro de vida e só recentemente pela Norma do ISP n.º 64/83, de 2-9 foi alterada para 4 % e 6 % nos seguros diferidos e nas rendas vitalícias. *Dai que o seguro de vida em Portugal sempre tenha sido e ainda seja muito caro.*

O valor real dos capitais ou das rendas que tal tipo de seguro garante tem sido, por isso, inferior ao somatório, em termos reais, dos prémios anuais que se pagam nos seguros diferidos, ou à rentabilidade, sempre em termos reais, dos capitais que se entregam nas rendas vitalícias imediatas.

Em 2.º lugar, a credibilidade do seguro de vida como garantia de segurança e modo de correcta aplicação da poupança tem sido posta em causa por alguns comportamentos governamentais e de algumas das seguradoras nacionalizadas, que, com forte miopia, preferiram o interesse material imediato no equilíbrio de algumas empresas à confiança e às legítimas expectativas dos segurados de vida actuais ou potenciais.

Destaco, nesta ordem de causalidade, as decisões tomadas por algumas seguradoras, logo após as nacionalizações, de acabarem com o benefício da participação nos resultados que, em favor dos segurados, se começara a difundir nos primeiros anos da década de 70. Destaco, igualmente, na mesma ordem de ideias, a elevação abrupta determinada pelo D. N. n.º 185/77, de 21-9, da taxa de juro aplicável aos empréstimos sobre apólices de seguros de vida que qualquer segurado tem direito a obter. Essa taxa era, desde sempre, de 4 % e tinha, portanto, uma certa correspondência com a referida taxa de capitalização garantida pelas seguradoras aos seus segurados. Pois aquele D. N. n.º 185/77, aumentou aquela taxa dos empréstimos para a taxa de desconto do Banco de Portugal acrescida de 2,5 % (o que significa hoje em dia 25,5 %) enquanto se manteve, como disse, em 3,5 % a taxa de capitalização aplicável ao cálculo dos prémios dos segurados. Finalmente, ainda na mesma ordem de causas do descrédito do seguro de vida

cito, ainda, o D. L. n.º 431/78, de 27 de Dezembro que não só veio proibir, para o futuro, os seguros de vida sob cláusula-ouro ou expressos em moeda estrangeira, mas principalmente veio impor retroactivamente a anulação de qualquer dessas cláusulas de indexação nos seguros que as contivessem.

Finalmente, em 3.º lugar, como causa da falta de sucesso do seguro de vida em Portugal, cito ainda a fraca rentabilidade média das aplicações financeiras consentidas e efectuadas pelas empresas de seguros.

Em relação aos valores investidos o rendimento médio de tais investimentos andarà actualmente pelos 5 %.

Embora superiores às que pagam ao segurado, a verdade é que a vida financeira das nossas companhias de seguros tem sofrido os efeitos da incipiência do nosso mercado de capitais e ainda os defeitos de uma excessiva e errada tutela governamental sobre as decisões de investimento admissíveis às seguradoras.

As seguradoras não contribuem para resolver o problema da habitação mas compram prédios a oito e sem norte; não capitalizam as empresas industriais, mas antes evitam os investimentos em capital risco; enfim, o que sabem fazer e têm feito, salvo honrosas excepções, é comprar obrigações do Estado e de empresas públicas, a taxa de juro sedutoras mas inferiores à inflacção, e constituir depósitos a prazo. Daí que o seguro de vida seja caro porque o produto financeiro, que o mesmo tipo de seguros encerra é mal aplicado, mal remunerado, além de mal vendido.

As soluções para a situação actual são, no entanto, simples e bem necessárias.

Impõe-se, antes de mais, a especialização da exploração do ramo vida. Em empresas só a elas dedicadas, como legislativamente já se encontra imposto para o futuro e politicamente parece que também se encontra planeado para as empresas existentes.

Impõe-se, ainda, a generalização de esquemas ousados de participação das seguradoras nos resultados, que façam reverter, para a valorização dos capitais ou das rendas por elas

seguras, a maior parte dos benefícios técnicos e financeiros obtidos pelas seguradoras no ramo Vida, aproximando estas empresas de verdadeiras mútuas em que a empresa gestora apenas cobra uma percentagem pequena pelos serviços que presta à comunidade dos seus segurados. Esta participação nos resultados encontra-se felizmente imposta, para todos os seguros de vida, nas novas Bases Técnicas que entraram em vigor em 1 de Janeiro de 1984, sendo de esperar que da aplicação dessas bases técnicas, da flexibilização de alguns aspectos excessivamente burocráticos ainda contidos na referida Norma do ISP que aprovou tais bases e do aproveitamento de algumas virtualidades consentidas pelas mesmas bases técnicas (nomeadamente a utilização de taxas de juro superiores às gerais de 4 e 6 %) possam surgir rapidamente no mercado novos seguros de vida que compensem a inflação e correspondam às necessidades reais de segurança da população.

Impõe-se, finalmente, que no plano da aplicação das poupanças recolhidas, às seguradoras seja consentido e elas próprias queiram encontrar formas de aplicação susceptíveis de produzir uma real valorização a prazo e não uma taxa nominal de juro, que embora atractiva no curto prazo, não permite uma efectiva actualização dos capitais seguros.

O seguro de Vida passará a ser então, preenchidas as três descritas condições, um factor de progresso e um elemento essencial do nosso mercado de capitais.

4. — OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

São estes fundos, mobiliários ou imobiliários, os equivalentes aos «mutual funds» ingleses ou americanos e aos SICAV franceses que tão decisivo papel tiveram e continuam a ter na dinamização dos mercados de capitais mais evoluídos.

Regulamentados pela primeira vez, em Portugal, pelo Decreto-Lei n.º 46 324, de 20 de Março de 1965, veio a sua difusão a experimentar um êxito crescente com o lançamento e o desenvolvimento dos Fundos FIDES e FIA, que atraíram

largas dezenas de milhares de investidores, e com a preparação do início de outros Fundos mobiliários e imobiliários previstos para a segunda metade dos anos de 1970.

O encerramento das Bolsas de Valores decretado em 26 de Abril de 1974, a manutenção desse encerramento durante os anos seguintes à Revolução e as nacionalizações operadas a 11 de Março de 1975 deram, porém, cabo da experiência que os fundos de investimentos estavam tendo em Portugal, tal como deram cabo do mercado de capitais. Os titulares de unidades de participação nos Fundos existentes receberam, como indemnização, Títulos do Tesouro a taxas de juro reconhecidamente baixas e, desde aí, durante 10 anos, bem pode dizer-se que nunca mais ninguém quis ouvir falar ou aplicar dinheiro em acções ou em qualquer participação em capital risco.

Não admira assim que só muito recentemente, através do Decreto-Lei n.º 134/85, de 2 do corrente mês de Maio, de novo os poderes públicos tenham vindo a regulamentar a constituição e funcionamento de fundos de investimento mobiliários, mantendo-se os mesmos poderes omissos quanto aos fundos imobiliários (3).

Constituirá o novo regime legal um instrumento modernizante e estimulante do mercado de capitais?

Duma análise que padece da brevidade da reflexão que foi possível fazer, face a um Decreto-Lei saído há poucos dias, julgo poder concluir que o novo regime se apresenta equilibrado e sem excessivas burocracias, não apresentando, aliás, diferenças relevantes em relação ao que constava do citado Decreto n.º 46 342.

Os fundos de investimento aparecem configurados juridicamente como patrimónios autónomos em regime de comunhão indivisível, abertos a uma pluralidade infinita de pessoas, compostos exclusivamente por valores mobiliários, administrados por uma sociedade gestora que não pode participar

(3) Já depois de efectuada esta conferência foi publicado o Decreto-Lei n.º 246/85, de 12-7 regulador dos Fundos de Investimento Imobiliário.

na própria comunhão e garantidos pelo depósito obrigatório dos valores possuídos em banco autorizado — o banco depositário. Cada participante na comunhão recebe um título comprovativo da sua quota-parte chamado certificado de participação, o qual exprime tantas unidades de participação na comunhão quantas as possuídas pelos titulares, podendo ser, em princípio, livremente comercializável e, a qualquer momento, resgatado na entidade emissora com pré-aviso de 10 dias.

Trata-se, portanto, de um instrumento excelente para atrair e conjugar a pequena poupança, para confiar a sua aplicação a critérios técnicos selectivos e de assegurada rentabilidade e para, simultaneamente, contribuir decisivamente para a formação de capital risco utilizável por empresas capazes.

Será da maior importância para o mercado de capitais português que os fundos de investimento que venham a surgir tenham a capacidade de recriar a confiança dos agentes económicos no investimento em valores mobiliários.

5. — *FUNDOS DE PENSÕES E DEMAIS INSTITUIÇÕES DE INVESTIMENTO COLECTIVO*

Para além dos fundos de investimento e das companhias de Seguro de Vida a que me referi como investidoras institucionais e para além da função que no mesmo campo é desempenhada pelos bancos e sociedades de investimento, a função de intermediação na captação e aplicação de poupanças no mercado de capitais é, ainda, desempenhada em todos os países evoluídos, por um conjunto de instituições, públicas ou privadas, que captam e afectam patrimónios a funções sociais em geral e de previdência em particular: — pensões de reforma, de invalidez, de sobrevivência, capitais diferidos ou em caso de morte, assistência, protecção na saúde, educação etc...

Fazem parte deste grupo institucional, entre outras, as fundações, as mutualidades e as instituições públicas e privadas de solidariedade social ou com outras finalidades sociais

(aquelas e as primeiras com regulamentação especial em Portugal, na Lei de Bases da Segurança Social n.º 28/84, de 14-8 e no regulamento específico das instituições privadas que é o D. L. n.º 119/83, de 25-2).

De todas essas instituições as que maior relevância têm na intermediação para a formação de capital fixo são, em todos os países, os organismos públicos ou privados que garantem, mediante adequada capitalização, o pagamento diferido de pensões.

A nossa Previdência Social, hoje constitucionalmente denominada de Segurança Social, desempenhou essa função durante longos anos, até que em 1973, abandonou completamente o sistema de capitalização atenuada que a regia e foi lançada naquilo que teoricamente se chama de sistema de repartição.

Vale a pena esclarecer aqui tais conceitos de capitalização e de repartição porque do seu entendimento e do seu grau de aplicação depende não só a capacidade de formação de poupança nas instituições públicas ou privadas a que acima me referi, como também a própria solvabilidade dessas instituições e dos planos de previdência que garantem.

Assim, entende-se por capitalização o sistema de financiamento de prestações diferidas em que o início da exigibilidade de qualquer dessas prestações pressupõe a prévia formação de um capital suficiente para, a uma determinada taxa de juro, cobrir todas as prestações vincendas durante o período que corresponde, segundo a tábua de mortalidade aplicável, à expectativa de vida do beneficiário.

A capitalização pura pressupõe assim, que durante um certo período — que normalmente se designa de «formação da pensão» —, a instituição que garantirá o pagamento da pensão arrecade de uma só vez (prémio único) ou em prestações periódicas (prémios mensais ou anuais) o capital correspondente ao valor actual da pensão calculado em termos actuariais.

Ao contrário, em sistema de repartição pura, a regra é a de «chapa cobrada, chapa gasta». As pensões que em cada período se vão «criando» (i.e. se vão tornando exigíveis) são financiadas pelas receitas proporcionadas nesse mesmo período

pelos titulares de pensões «em formação» (i.é. ainda não exigíveis).

Quer isto dizer que, em sistemas de capitalização, as pensões só se tornam exigíveis se e na medida em que um capital prévio seja formado para assegurar o seu financiamento vitalício ou pelo prazo estipulado. Na repartição não há, pelo contrário, qualquer financiamento prévio assegurado, mas verifica-se, antes, a distribuição imediata das receitas que se vão cobrando, com transferência das receitas das pensões em formação para o pagamento das pensões criadas. No pleno sentido da palavra, a repartição não garante direitos mas apenas gera expectativas.

Entre os dois sistemas puros concebem-se ainda fórmulas mixtas de repartição e capitalização, normalmente designadas de capitalização atenuada, que vão desde a distribuição imediata do benefício técnico relativo ao risco criado no período considerado (v.g. benefício técnico na mortalidade, correspondente à diferença entre a taxa técnica e a taxa efectiva da mortalidade no período em causa, para os casos de prestações exigíveis em caso de morte, ou ainda o caso do benefício técnico na sobrevivência que se verifica nas prestações em caso de vida quando e na medida em que a taxa efectiva de mortalidade excede a técnica nesse dado período) até outras formas de capitalização atenuada como a que a assenta na valorização periódica do capital formado para cada pensão com a sua quota-parte nos benefícios técnicos e financeiros ocorridos na formação e gestão de um grande número de pensões.

Perante estes sistemas de financiamento, a generalidade dos regimes públicos de Previdência evoluiu, depois da II Guerra Mundial, para sistemas de repartição puros que na ocasião bem se explicavam. Alguns, como os alemães, já há muito regressaram, no entanto, a regimes de capitalização cada vez mais total.

Em Portugal, ao contrário, a Previdência sustentou uma capitalização atenuada até 1973 e a partir daí caiu num regime de pura repartição então justificado por razões sociais (alargamento dos esquemas de protecção aos rurais e aos não-con-

tribuintes e regresso dos retornados das ex-colónias), mas que hoje em dia causa as maiores preocupações e o mais fundado receio quanto ao futuro próximo.

Com efeito, na falta de qualquer contribuição financeira da fiscalidade, o método da repartição num sistema nacional de Segurança Social, significa uma transferência intra-geracional dos custos da protecção social assegurada.

Os activos-contribuintes pagam, em cada ano, as pensões criadas a favor da geração anterior.

Se da situação etária da comunidade em causa derivar um envelhecimento médio da população isso significa que uma parte dos activos hoje contribuintes não terá garantida qualquer pensão, quando chegar a sua vez de a receber, porque as receitas de então não chegarão para o efeito.

Quer isto dizer que, na falta de contribuições exógenas ao sistema, a prolongada manutenção de um regime de repartição pura determinará o desequilíbrio e até a insolvência do organismo encarregado de garantir as pensões, sempre que a relação activos/inactivos tenda a desequilibrar-se a favor destes últimos.

Daí as dificuldades financeiras porque estão passando na Europa todos os sistemas nacionais de segurança social e daí também a constante busca de novas soluções a que se vem assistindo, com o regresso a regimes de capitalização atenuada e a simultânea abertura dos esquemas oficiais a sistemas privados que completam ou até integralizam, para certos grupos sociais, a protecção que aqueles sistemas oficiais já não podem dar.

Mas em Portugal a gravidade da situação está bem expressa nos seguintes números (referidos, salvo menção em contrário, a finais de 1983):

— O número de pensionistas da Segurança Social aumentou de 208 % entre 1973 e 1981 (atingiu 1 770 000 na Segurança Social e 150 000 na Função Pública).

— Em 1970 por cada reformado existiam 19 activos e 55 habitantes; em 1983 por cada reformado existem 2 traba-

lhadores no activo e 5 habitantes. Na RFA a mesma relação é 2,19, em França é 2,7, Suíça é 3,6, e Japão 8,2!

— A taxa de dependência (relação inactivos/activos) era de 0,5 %, sendo 0,31 no regime geral (3,2 activos por reformado) 0,42 na Função Pública (2,4 A/I) e 1,43 nos rurais (0,7 A/I).

— 78 % do total de receitas da Segurança Social foi em 1984 aplicado em pensões. Na CEE a mesma percentagem é de 48,4 %.

— Tudo isto apesar de a nossa Segurança Social assegurar pensões modestas. A pensão média do regime geral era, em 1983, de 7 000 00/mês e apenas 6 % dos pensionistas (45 247) recebiam pensões superiores a 10 000 00/mês.

A gravidade da taxa de dependência que caracteriza em Portugal a relação activos/inactivos está, assim, a pôr em causa a viabilidade do método de repartição e a própria solvabilidade do sistema público de Segurança Social, o qual já está a recorrer e virá a curto prazo a recorrer ainda mais, a receitas oriundas da fiscalidade, via Orçamento Geral do Estado.

É em situações deste tipo, em que o sistema de repartição já não assegura devidamente a melhoria e até mesmo a própria manutenção do esquema oficial de prestações sociais, que se torna mais imperiosa a necessidade de recurso a esquemas complementares e até alternativos da Segurança Social pública, tendo sido nesse contexto que em todo o mundo se popularizaram e desenvolveram, como importantíssimos investidores institucionais, os chamados *FUNDOS DE PENSÕES*.

Trata-se de patrimónios autónomos, formados com as contribuições regulares de um grupo determinado ou aberto de pessoas, geridos por entidades especializadas, nomeadamente instituições seguradoras, compostos de valores diversificados, mobiliários e imobiliários, tendentes a assegurar boa rentabilidade e valorização adequada, e afectos à satisfação de pensões de reforma, de invalidez ou de sobrevivência em benefício dos seus próprios contribuintes.

Diferenciam-se dos fundos de investimentos, porque neles não há comunhão na propriedade do património, mas autonomia patrimonial afecta à satisfação dos fins de previdência comuns a todo o grupo social contribuinte para cada Fundo.

Pela sua própria natureza de patrimónios affectos a prestações diferidas e pela sua correspondência à necessidade social de segurança contra os riscos de velhice, invalidez e morte, os Fundos de Pensões têm-se revelado em todos os países como instrumentos por excelência não só para a dinamização do mercado de capitais mas também para o suprimento das insuficiências da Segurança Social pública.

Em Portugal há muito que se fala na sua institucionalização e regulamentação, tanto mais necessária quanto é certo que abundam os sectores económicos em que, ao nível da contratação colectiva, se assumiram compromissos de complementarização da Segurança Social sem que às empresas a elas obrigadas algo seja exigido para garantia do financiamento de tais compromissos.

Um projecto de Decreto-Lei elaborado pelo I.S.P. e ao que consta em via de aprovação é a tal respeito muito decepcionante. Demasiado burocrático e exclusivo das Companhias de Seguros tal projecto pouco adiantará se vier a transformar-se em lei.

Importaria que o assunto fosse tratado bem e depressa.

Aproveitar-se-ia a abertura que a citada lei de Bases da Segurança Social n.º 28/84 confere, para o efeito, quando, nos seus artigos 20, n.º 4, 24, n.º 2 e 62 a 65, admite a existência de esquemas de Segurança Social alternativa do sistema público, aceita a fixação de *plafonds* às remunerações que são base de incidência contributiva para aquele sistema público, e acolhe e legitima os esquemas complementares de prestações sociais por ele garantidos.

A própria Segurança Social pública abriu a via da sua própria conciliação com esquemas privados, complementares ou alternativos, como os Fundos de Pensões.

É tempo de os institucionalizar, entre nós, começando a responder, assim, gradualmente, com o regime de capitalização adequada que é próprio desses Fundos, às insuficiências e à situação de gradual insolvabilidade em que está caindo a nossa Segurança Social (*).

(*) Posteriormente, foi publicado o Decreto-Lei n.º 323/85, de 6 de Agosto que, lamentavelmente, manteve todos os defeitos apontados no texto.