

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

OS PLANOS DE PENSÕES DE BENEFÍCIOS
DEFINIDOS E OS FACTORES
EXPLICATIVOS DA SUA EVOLUÇÃO NA
ESFERA DOS ASSOCIADOS: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA DAS ENTIDADES INCLUÍDAS
NO PSI-20 NO PERÍODO DE 2005 A 2009

António José Rodrigues de Almeida Cariano

Lisboa, Janeiro de 2012

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

OS PLANOS DE PENSÕES DE BENEFÍCIOS
DEFINIDOS E OS FACTORES
EXPLICATIVOS DA SUA EVOLUÇÃO NA
ESFERA DOS ASSOCIADOS: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA DAS ENTIDADES INCLUÍDAS
NO PSI-20 NO PERÍODO DE 2005 A 2009

António José Rodrigues de Almeida Cariano

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Gestão das Instituições Financeiras, realizada sob a orientação científica de Mestre Baltasar Francisco Brito Sítima e sob a co-orientação científica de Mestre Fábio Henrique Ferreira de Albuquerque e de Doutora Sandra Cristina Casquinha Gancho da Silva Custódio.

Constituição do Júri:

Presidente _____ Doutor Manuel Mendes da Cruz

Arguente _____ Mestre Rogério Varandas Dias da Fonseca

Vogal _____ Mestre Baltasar Francisco Brito Sítima

Vogal _____ Mestre Fábio Henrique Ferreira de Albuquerque

Vogal _____ Doutora Sandra Cristina Casquinha Gancho da Silva Custódio

Lisboa, Janeiro de 2012

Agradecimentos

Este espaço é dedicado a todos os que deram a sua contribuição para que esta dissertação viesse à luz.

Agradecer é sempre uma tarefa complicada; existe o receio de esquecer alguém a quem deveríamos ter agradecido e não o fizemos; valorizar aquele gesto simples ao qual não demos a devida importância, mas que merecia a nossa especial atenção.

De qualquer modo, não poderia deixar de mencionar as seguintes pessoas que, de uma forma ou de outra, contribuíram para a concretização deste projecto.

Em primeiro lugar, ao Professor Mestre Baltasar Francisco Brito Sítima, pela total disponibilidade e sincera dedicação depositada neste trabalho.

Ao Professor Fábio de Albuquerque, pela amizade e pela sincera e incansável dedicação.

À Professora Doutora Sandra Custódio, pelo empenho que me foi dispensado.

À Professora Doutora Maria do Céu Almeida, pelos votos de apoio e pela compreensão inesgotável.

Ao Dr. Valdemar Duarte pela disponibilidade demonstrada e por todo o conhecimento transmitido.

E por último, mas não menos importante, a todos os meus colegas do ISCAL, particularmente à equipa do Projecto em Simulação Empresarial e em especial à Jessica Perestrelo e ao João Morgado, pela amizade e companheirismo demonstrado ao longo de todo este percurso, assim como pelos muitos momentos inesquecíveis que passamos juntos.

A todos, uma vez mais, os meus sinceros agradecimentos!

Resumo

A presente dissertação pretende analisar a existência de associação entre as entidades detentoras de planos de pensões e os elementos que caracterizam os planos subscritos por tais entidades, sendo objecto deste estudo os planos de pensões de benefícios definidos.

A partir de uma abordagem baseada na análise de conteúdo, e tendo como suporte documental as Demonstrações Financeiras inseridas no Relatório e Contas Consolidadas, a amostra deste estudo integra as entidades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext* Lisboa incluídas no índice *PSI-20*, durante o período compreendido entre 2005 e 2009.

Da revisão de literatura efectuada, foram definidas hipóteses de associação significativa entre determinados factores que caracterizam as referidas entidades, nomeadamente, os elementos do Balanço e da Demonstração dos Resultados relativos à dimensão, ao endividamento e à rendibilidade, e os elementos caracterizadores dos planos de pensões subscritos por tais entidades, nomeadamente, o activo total do plano, a variação anual de tais activos e o défice do plano.

Os dados recolhidos foram posteriormente submetidos a técnicas de análise univariada e bivariada, através de medidas estatísticas descritivas e do coeficiente de correlação de *Spearman*, respectivamente.

Os resultados encontrados sugerem a existência de uma associação significativa entre o factor relativo à dimensão e os elementos caracterizadores dos planos de pensões seleccionados para este estudo. A referida associação, no entanto, não se verifica no que diz respeito aos factores relativos ao endividamento e à rendibilidade das entidades analisadas nesta dissertação.

Palavras e expressões chave: plano de pensões, dimensão, rendibilidade e endividamento.

Abstract

This research intends to examine the possible association between the entities with pension plans and the elements that characterize the plans held by such entities, being the subject of this study the defined benefit pension plan.

From an approach based on content analysis, and based on the Financial Statements included in the Annual Report and Consolidated Accounts, the sample of this study includes entities with securities admitted to trading on the Euronext Lisbon included in the PSI-20 index during the period between 2005 and 2009.

From the literature review undertaken, hypotheses of a significant association were defined between certain factors that characterize those entities, particularly the elements of the Balance Sheet and Results related to the size, debt and profitability, and the characteristic features of pension plans held by such entities, namely, the total of assets of the plans, the annual variation of such assets and the deficit of the plan.

The data collected was then subjected to univariate and bivariate analysis techniques, using descriptive statistics and Spearman correlation coefficient, respectively.

The results suggest the existence of a significant association between the factor of the size and characteristic elements of the pension plans selected for this study. Such association, however, was not found with respect to the factors relating to debt and the cost of the entities analyzed in this dissertation.

Keywords: pension plans, size, debt and profitability.

Índice

1. Introdução	1
1.1. <i>Objectivos do estudo</i>	1
1.2. <i>Justificação do estudo</i>	2
1.3. <i>Estrutura da investigação</i>	2
2. Contextualização	4
2.1. <i>Os fundos de pensões e o caso português</i>	4
2.1.1. <i>Origem da actividade seguradora em Portugal</i>	4
2.1.2. <i>O surgimento dos fundos de pensões em Portugal</i>	6
2.2. <i>Os fundos de pensões: Um breve enquadramento</i>	8
2.2.1. <i>Breve enquadramento conceptual acerca dos fundos de pensões</i>	8
2.2.2. <i>Uma abordagem socioeconómica</i>	11
2.2.3. <i>Preocupação dos indivíduos quanto ao futuro incerto</i>	13
2.3. <i>A escolha dos sistemas de previdência</i>	16
3. Referencial teórico	23
3.1. <i>Os fundos de pensões e o caso português</i>	23
3.1.1. <i>Os fundos de pensões e os mercados financeiros</i>	23
3.1.2. <i>Legislação e limitações impostas</i>	28
3.1.3. <i>As diferentes abordagens regulamentares às políticas de investimento</i>	32
3.1.3.1. <i>Princípios aplicáveis à definição das políticas de investimento</i>	33
3.1.3.2. <i>Regras quantitativas prudenciais</i>	35
3.1.3.3. <i>Requisitos de governação</i>	35
3.1.3.4. <i>O processo de supervisão</i>	36
3.2. <i>Tratamento contabilístico dos planos de pensões</i>	37
3.3. <i>A relação entre o associado e o plano de pensões</i>	41
3.3.1. <i>O financiamento dos planos de pensões</i>	42
3.3.2. <i>A influência dos cálculos actuariais no relato financeiro</i>	46
3.4. <i>Proposta de estudo para esta dissertação</i>	51

4. Metodologia	53
4.1. <i>Hipóteses do estudo efectuado</i>	53
4.2. <i>Recolha de dados e caracterização da amostra</i>	55
4.3. <i>Tratamento estatístico dos dados</i>	59
5. Apresentação e discussão dos resultados	62
5.1. <i>Análise univariada</i>	62
5.2. <i>Análise bivariada</i>	76
6. Conclusões, limitações e perspectivas futuras	81
6.1. <i>Conclusões</i>	81
6.2. <i>Limitações e perspectivas futuras</i>	83
Referências bibliográficas	85

Índice de tabelas

Tabela 1 Regimes e riscos subjacentes aos 3 pilares.....	17
Tabela 2 Composição das carteiras dos fundos de pensões.....	22
Tabela 3 Evolução da percentagem do investimento por classificação de activos.....	25
Tabela 4 Entidades do PSI 20 objecto de estudo em cada ano.....	56
Tabela 5 Quadro identificativo dos elementos recolhidos.....	57
Tabela 6 Variáveis utilizadas no estudo	57
Tabela 7 Coeficiente de Spearman	61
Tabela 8 Medidas de tendência central.....	62
Tabela 9 Medidas de dispersão.....	63
Tabela 10 Medidas descritivas da variável total de activos.....	63
Tabela 11 Medidas descritivas da variável capitalização bolsista.....	65
Tabela 12 Medidas descritivas da variável endividamento	67
Tabela 13 Medidas descritivas da variável rendibilidade.....	69
Tabela 14 Medidas descritivas da variável activos do plano de pensões	70
Tabela 15 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões.....	72
Tabela 16 Medidas descritivas da variável variação dos activos do plano	75
Tabela 17 Correlação de <i>Spearman</i> (factor dimensão)	78
Tabela 18 Correlação de <i>Spearman</i> (factores endividamento e rendibilidade).....	80

Índice de figuras

Figura 1 Evolução dos fundos de pensões em Portugal	7
Figura 2 Projecção da pirâmide etária da população portuguesa (2008 a 2060).....	14
Figura 3 Evolução das contribuições por tipo de contribuinte	15
Figura 4 Evolução percentual por pilares de protecção social	18
Figura 5 Formulação de políticas de investimentos	34
Figura 6 Teorias de incentivos à divulgação de informação contabilística.....	40
Figura 7 Medidas descritivas da variável total de activos	64
Figura 8 Medidas descritivas da variável capitalização bolsista das entidades.....	66
Figura 9 Medidas descritivas da variável endividamento das entidades	68
Figura 10 Medidas descritivas da variável rendibilidade das entidades.....	69
Figura 11: Medidas descritivas da variável activos do plano de pensões	71
Figura 12 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões	73
Figura 13 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões (<i>excluindo EDP e P. Telecom</i>).....	74
Figura 14 Evolução marginal da média da variável variação dos activos dos planos...	75

Lista de abreviaturas/símbolos

ACT	Activo total
AIQ	Amplitude inter-quartis
ASOP	<i>Actuarial Standards of Practice</i>
CAP_BOLS	Capitalização Bolsista
CMVM	Comissão do Mercados de Valores Mobiliários
CP	Capital Próprio
DL	Decreto-Lei
ENDIVID	Endividamento
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FRS	<i>Financial Reporting Standard(s)</i>
FTSE	<i>Financial Times Stock Exchage</i>
H	Hipótese
IAS	<i>International Accounting Standard(s)</i> , do IASB
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard(s)</i> , do IASB
INE	Instituto Nacional de Estatística
ISCAL	Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa
ISP	Instituto de Seguros de Portugal
ln	Logaritmo neperiano
m	Milhares
NIC	Norma(s) Internacional(is) de Contabilidade
NR	Norma Regulamentar
PIB	Produto Interno Bruto

PBO	<i>Projected Benefit Obligation</i>
PPR	Plano(s) de Poupança Reforma
PSI	<i>Portuguese Stock Index</i>
PT	Passivo Total
RAI	Resultado Antes de Impostos
REND	Rendibilidade
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
SGFP	Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
UP	Unidades de Participação
V_AP	Valor dos Activos do Plano de pensões
VP_P	Valor Presente do Plano de pensões

1. INTRODUÇÃO

Em Portugal, e em grande parte por culpa da polémica gerada em torno da Segurança Social, a temática dos fundos de pensões continua actual, tendo em conta a alegação defendida por alguns autores, designadamente Garcia (2003: 284) e Guimarães (2006: 79), de que não há montantes suficientes nos fundos da Segurança Social para continuar a suportar o sistema, baseado num regime de repartição, num futuro próximo.

Os fundos de pensões, distintamente do regime subjacente ao utilizado pela Segurança Social, utilizam o designado regime de capitalização, por sua vez concebidos a partir da óptica segundo a qual cada indivíduo contribui para a sua própria reforma, dando assim algum conforto à população activa que começa, gradativamente, a recorrer aos planos de pensões para a asseguaração das suas reformas.

Complementarmente, algumas entidades patronais, associações profissionais e outras entidades representativas de núcleos sociais têm recorrido aos fundos de pensões como forma de prestar um serviço de garantia social da reforma dos seus trabalhadores e/ou beneficiários. Tais entidades, assumindo as empresas nessa esfera uma especial relevância, tornam-se, assim, em associados de fundos de pensões, contribuindo em nome dos seus funcionários para o esforço de garantia das reformas na idade da aposentação.

1.1. OBJECTIVOS DO ESTUDO

O objectivo desta dissertação prende-se com a verificação da existência de uma associação significativa entre os factores que distinguem as empresas, nomeadamente, a dimensão, o endividamento e a rendibilidade, e determinados elementos caracterizadores dos planos de pensões, onde se incluem o total de activos do plano, a variação anual de tais activos e o défice do plano.

Simultaneamente, procurar-se-á caracterizar os fundos de pensões em geral, e em particular os planos de pensões de benefícios definidos inseridos em tais fundos, tendo em conta a revisão de literatura efectuada na terceira parte deste trabalho, elementos que serviram de base à metodologia definida na quarta parte desta dissertação.

1.2. JUSTIFICAÇÃO DO ESTUDO

O ponto de partida deste trabalho está relacionado com a actualidade que cerca a problemática da sustentabilidade da Segurança Social. Vários são os estudos que apontam para o facto de que o regime de repartição funciona apenas enquanto o quadro demográfico, particularmente no que diz respeito à população activa, for ampliado, o que, caso não ocorra, compromete o referido regime.

Assim, os indivíduos são levados a procurar outras formas de garantia das suas reformas no futuro. Esta componente social tem sido alvo de preocupação para os diversos especialistas desse segmento da economia, tendo em conta que a faixa etária mais avançada, devido às incapacidades que vão surgindo, correspondem à população que mais necessita de apoios sociais.

Por outro lado, os fundos de pensões envolvem montantes avultados de activos e, por isso, têm uma grande influência na economia e nos mercados financeiros, pelo que o seu tratamento, em termos de gestão, é bastante legislado e supervisionado, de modo a salvaguardar os interesses de todas as partes interessadas.

Este tema, tendo em conta a componente social associada, bem como a importância de que se reveste para a economia e, em particular, para os mercados financeiros de um país, justifica o especial interesse pelo seu estudo. Tendo em conta a especial relevância que as empresas, como principais associados dos fundos de pensões, assumem nos dias actuais, este estudo centrou-se então na análise da associação entre os planos de pensões de benefícios definidos inseridos em tais fundos e os factores que caracterizam as empresas (associados) subscritoras desses fundos.

1.3. ESTRUTURA DA INVESTIGAÇÃO

Na sequência da introdução efectuada nesta parte, onde se apresenta a questão de investigação e a justificação para o estudo efectuado, encontrando-se estruturada em cinco partes, conforme se apresentam nas linhas que se seguem:

- Na primeira parte (Contextualização), é realizado um enquadramento do tema relativo aos fundos de pensões, em especial o caso português, e a problemática que cerca o referido tema. No contexto do referido ponto, é apresentada uma breve síntese histórica acerca do surgimento dos seguros e dos fundos de

pensões em Portugal, assim como uma explicação dos conceitos e do funcionamento, em linhas gerais, dos referidos fundos;

- Na segunda parte (Referencial Teórico) são apresentados estudos acerca dos fundos de pensões, quer em Portugal quer em outros países, de modo a confrontar ideias e encontrar rumos para a investigação então desenvolvida. A referida parte encontra-se subdividida em quatro pontos distintos, nomeadamente, os fundos de pensões e o caso português; o tratamento contabilístico dos planos de pensões; a relação entre o associado e o plano de pensões; e, por fim, com a apresentação da proposta de estudo para esta dissertação;
- Na terceira parte (Metodologia) são apresentadas as hipóteses propostas para a concretização dos objectivos definidos no início desta dissertação, tendo em conta, ainda, a revisão da literatura efectuada no ponto imediatamente anterior. Nesta parte são igualmente apresentados os elementos recolhidos, a caracterização da amostra, bem como a forma como os dados recolhidos neste estudo foram objecto de tratamento estatístico;
- Na quarta parte (Apresentação e discussão do trabalho) deste trabalho serão discutidos os principais resultados obtidos a partir das técnicas estatísticas aplicadas aos elementos relativos à amostra deste estudo, tendo por base a metodologia divulgada na parte precedente;
- Na última parte deste trabalho (Conclusões, limitações e perspectivas futuras) são apresentadas as principais conclusões obtidas relativamente ao estudo efectuado, sem descurar de referir, ainda, as suas limitações e sugestões para futuros trabalhos em áreas relacionadas com o tema objecto desta dissertação.

2. CONTEXTUALIZAÇÃO

O objectivo desta parte do trabalho é apresentar os temas que mais directamente se relacionam com a problemática dos fundos de pensões. Na primeira parte, será apresentada uma breve evolução histórica acerca dos seguros e dos fundos de pensões, com especial enfoque para o caso português. Seguidamente, são evidenciados os principais conceitos a reter sobre esta temática, a partir de um enquadramento geral sobre os fundos de pensões. O último ponto caracteriza os vários sistemas de previdência nos quais os indivíduos podem estar abrangidos.

2.1. OS FUNDOS DE PENSÕES E O CASO PORTUGUÊS

Esta parte do trabalho apresenta uma breve evolução histórica acerca dos seguros, com especial ênfase para o caso português, apresentando-se os factores que estiveram por trás do surgimento da necessidade dos seguros. O ponto que se segue desenvolve mais directamente a temática dos fundos de pensões, tendo em conta uma vez mais os factores que estiveram na sua origem, apresentando ainda uma breve introdução acerca da problemática que envolve o referido tema nos dias actuais.

2.1.1. ORIGEM DA ACTIVIDADE SEGURADORA EM PORTUGAL

Há alguns séculos que se deu início à actividade seguradora, situação expectável devido às necessidades intrínsecas de segurança do Ser Humano, referenciadas, designadamente, por *Maslow* apud Sampaio (2009).

Segundo (Gilberto, 2008: 4), foi o comércio marítimo o elemento que esteve na origem da subscrição do primeiro seguro conhecido. Segundo o mesmo autor, os fenícios formaram uma associação com vista a fazer face a naufrágios. Em tais situações, o contracto era accionado, estando neste abrangidos a construção de uma nova embarcação e o montante estimado pelos animais perdidos. No entanto, na Grécia antiga já existia o conceito de prémio de risco sobre as mercadorias transportadas, o qual era calculado de acordo com as rotas tomadas, a classe da embarcação e o tipo de bens transportados.

À semelhança dos Gregos, os Romanos procediam com métodos mais sofisticados, utilizando formas mais avançadas no transporte de mercadorias, tal como referenciado por Gilberto (2008: 4) nas linhas que se seguem:

[q]uando um mercador iniciava a sua viagem levava consigo uma quantia em dinheiro (emprestada por um banqueiro), equivalente ao valor da mercadoria transportada. Se o navio terminasse a sua viagem a salvo, o dinheiro seria devolvido ao credor com juros que poderiam ir até aos 15%. Se, ao invés, o navio naufragasse, o banqueiro nada receberia.

Para a época, este procedimento representava a maneira mais avançada de mitigar o risco envolvido no transporte da mercadoria. Era esta forma, segundo o mesmo autor, pela qual o povo Romano sentia-se mais seguro quando transportava os seus produtos para distribuição no seu Império. Em Itália, no ano de 1347, mais precisamente na cidade de Génova, foi pela primeira vez celebrado um contrato através de uma seguradora, assumindo esta o risco envolvido no transporte das mercadorias, pela qual recebia, em contrapartida, uma determinada importância. Tal método foi, então, posteriormente difundido para outros Estados da Europa.

Gilberto (2008: 5) indica ainda que a actividade seguradora, tal como a conhecemos nos dias de hoje, teve o seu início com a revolução industrial. Foi com este facto histórico que os contractos de seguros se modernizaram. Não menos responsável por esta evolução foi também o Café do Sr. Edward Lloyd (sec. XVII), local onde reuniam-se com frequência os Capitães de navios comerciantes para tomar conhecimento das notícias marítimas, criando uma bolsa de seguros marítimos. Com o desenvolvimento, e sendo o local onde a actualidade informativa era uma constante, os comerciantes decidiram, por volta de 1720, constituir uma associação de seguradores, actualmente denominada *Lloyd's* de Londres, actualmente considerada a bolsa mundial dos seguros marítimos.

Portugal, não sendo excepção, também iniciou a sua actividade seguradora devido ao aumento da actividade marítima e, conseqüentemente, pela necessidade de fazer face a eventuais sinistros (Gilberto, 2008: 5). Foi em 1293, através da emissão de uma carta régia, que D. Dinis aprovou a constituição de uma “Sociedade de Mercadores

Portugueses”. Mais tarde, em 1375, com a intenção de estimular a navegação e o comércio marítimo, o rei D. Fernando criou a “Companhia das Naus”, instituindo simultaneamente a obrigatoriedade do seguro marítimo. Ainda segundo o autor, as primeiras normas e condições de comercialização dos seguros acontecem após a criação do cargo de escrivão de seguro, já no reinado de D. Manuel I e também através da emissão de uma carta régia.

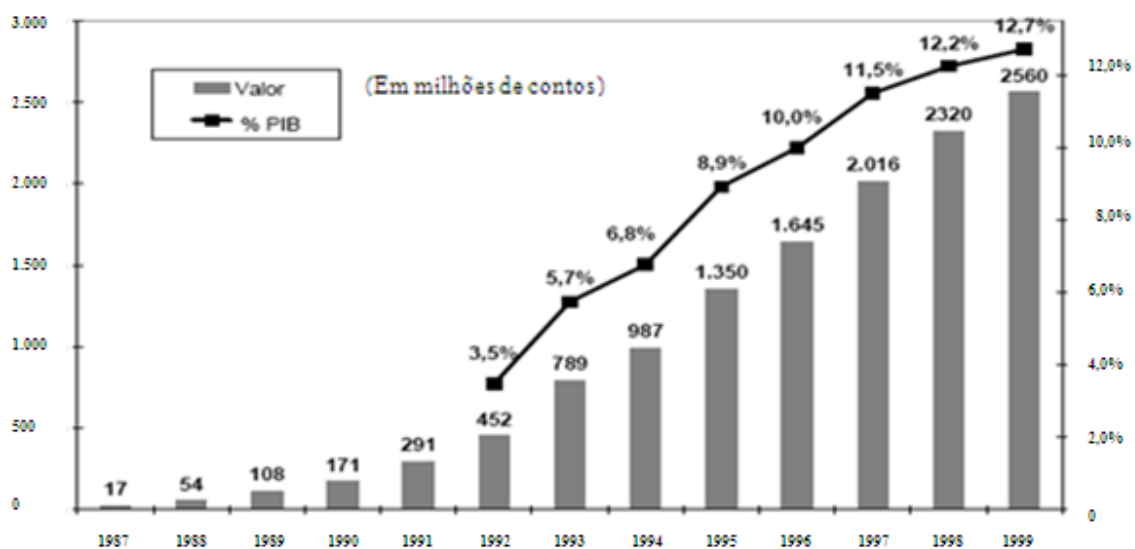
O primeiro tratado de seguro conhecido em Portugal surgiu em 1552 designado por *Tractatus de assecurationibus & Sponsionibus Mercatorum* (ou, em português, Tratado dos Seguros & Promessas dos Mercadores), de autoria de Pedro Santarém, Doutor em Direito canónico e civil e agente da coroa em Itália. Este tratado teve tanto sucesso que, até 1669, foi alvo de 23 edições. Só posteriormente foi constituída a “Casa dos Seguros de Lisboa”, com “a missão de regular e registar a actividade seguradora em Portugal”, sendo, à data, a única instituição responsável pelos seguros para além da sua missão de regular e registar a actividade seguradora em Portugal” (Gilberto, 2008: 6). Por volta de 1755, com o sismo que se abateu sobre a cidade de Lisboa, também a “Casa dos Seguros de Lisboa” foi igualmente destruída, assim como os muitos registos até então ali depositados. Foi apenas em 1758 que a “Casa dos Seguros de Lisboa” foi restabelecida.

2.1.2. O SURGIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES EM PORTUGAL

Segundo Pedras (2000), os primeiros fundos de pensões em Portugal surgiram em 1987, com a legislação permissiva de 1985, instituída pelo Decreto-Lei nº 323/85, de 6 de Agosto. Na sua fase de lançamento, entre 1987 e 1988, foi fortemente incentivada fiscalmente pelo Estado (DL nº 396/86, de 25 de Novembro), permitindo aos associados, nomeadamente, às empresas aderentes, mediante certas condições, considerar como custo fiscal o dobro do montante das contribuições efectuadas para o fundo.

Tais incentivos responderam por uma gradativa adesão a este produto financeiro, destacando-se nos anos iniciais a constituição de 149 fundos de pensões. Em 1999, os activos de tais fundos já representavam 13% do PIB português (2560 milhões de contos), conforme é possível identificar a partir da Figura 1 que se apresenta na página seguinte.

Figura 1 Evolução dos fundos de pensões em Portugal



Fonte: Pedras (2000)

Na Figura 1 acima é possível observar o crescimento dos fundos de pensões quer em termos de montantes quer, em termos de representatividade percentual face ao PIB, já na primeira década de existência em Portugal. É importante referir que neste forte crescimento não estão reflectidas as entradas dos fundos das instituições de crédito e do Sector Empresarial Público, onde se incluem, nomeadamente, as empresas de serviços de Correios e telecomunicações (CTT e Portugal Telecom Comunicações, respectivamente) que, em 1999, representavam cerca de 80% do montante total dos fundos de pensões.

Os fundos de pensões em Portugal podem ser geridos por Companhias de Seguros do ramo Vida, carecendo previamente de autorização do Instituto de Seguros de Portugal (ISP) e pelas Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões (SGFP). As companhias de seguros do ramo vida em 1999 geriam cerca de 4% do montante activo total do fundo, enquanto as 15 SGFP existentes detinham à sua responsabilidade 96% do mesmo montante.

Ainda segundo o autor atrás aludido, é de salientar o facto de 80% do volume de activos dos fundos serem geridos por apenas 5 SGFP, sendo que os valores acima de 100

milhões de contos, correspondentes a cerca de 90% do volume de activos dos fundos, eram geridos por apenas 8 SGFP.

2.2. OS FUNDOS DE PENSÕES: UM BREVE ENQUADRAMENTO

Esta segunda parte inicia-se com uma breve apresentação e explicação de alguns conceitos que permitem compreender a temática desenvolvida nesta dissertação, seguindo-se de um enquadramento socioeconómico que tem em conta, entre outros, os aspectos demográficos. Na sequência, julgou-se pertinente a discussão do tema à luz do impacto futuro sobre a população, tendo em conta a preocupação constantemente levantada acerca da sustentabilidade, ou não, do sistema de segurança social nacional.

2.2.1. BREVE ENQUADRAMENTO CONCEPTUAL ACERCA DOS FUNDOS DE PENSÕES

Os financiamentos das reformas assentam em dois regimes distintos (Pedras: 2000). De acordo com o mesmo autor, o **regime da repartição**, também conhecido por *pay-as-you-go*, que funciona numa base de solidariedade entre gerações, ou seja, as contribuições das gerações que estão no activo vão servir de benefício imediato às gerações que já se encontram aposentadas. Por outro lado, existe o **regime da capitalização**, também conhecido por *funded*, onde cada indivíduo, isoladamente, contribui para o seu benefício futuro.

Independentemente dos métodos, os fundos de pensões, de acordo com o Decreto-Lei (DL) nº 12/2006 de 20 de Janeiro, são patrimónios autónomos destinados exclusivamente ao financiamento dos planos de pensões. Tratam-se, assim, de fundos autónomos, por garantirem e responderem, única e exclusivamente, ao seu objectivo, que consiste na realização dos planos de pensões a eles afecto. Tais patrimónios são, por sua vez, geridos de forma a criar riqueza interna a partir da capitalização dos rendimentos produzidos.

Há basicamente dois tipos de fundos de pensões: **os fundos abertos** e **os fundos fechados**. O primeiro distingue-se do segundo pelo facto de permitir a entrada de novos participantes sem a autorização prévia dos participantes que já se encontram nele

inseridos. No entanto, na adesão aos fundos de pensões abertos não é exigido, em regra, a existência de uma ligação ou vínculo de qualquer natureza entre os diferentes aderentes ao fundo, sendo por tal facto apropriado para as adesões individuais. Os fundos de pensões abertos são constituídos por Sociedades Gestoras de Fundos autorizadas pelo ISP e o valor patrimonial é dividido em unidades de participação. Os fundos de pensões fechados são normalmente constituídos pela iniciativa de uma empresa, grupo de empresas ou associações profissionais.

O programa que define as condições (direitos e obrigações) entre o fundo de pensões e os intervenientes é designado por plano de pensões. Os planos de pensões, por sua vez, podem ser classificados em três tipos, consoante o tipo de garantias adquiridas, nomeadamente:

- **Planos de benefícios definidos:** são aqueles em que, previamente, todos os intervenientes têm conhecimento do benefício que irá ser atribuído ao beneficiário, sendo da responsabilidade do participante a manutenção do fundo de modo a salvaguardar o capital necessário a ser pago nas datas estabelecidas;
- **Planos de contribuição definida:** tal como o nome indica, é definida a contribuição, sendo que o beneficiário somente saberá o valor do benefício no momento em que exercer o direito ao recebimento, assumindo assim o risco inerente à valorização/desvalorização do fundo; e
- **Planos mistos:** quando estamos perante um plano que conjuga as regras dos acima mencionados.

Uma outra classificação possível para os planos de pensões baseia-se na forma de financiamento, sendo possível identificar os seguintes planos:

- **Planos contributivos:** quando estão previstas contribuições quer do associado quer dos participantes; e
- **Planos não contributivos:** quando o plano é financiado apenas através das contribuições efectuadas pelo associado.

Por último, uma outra possível classificação para os planos de pensões baseia-se na extensão do exercício dos direitos ao fundo, identificando-se nesse contexto os **planos**

de direitos adquiridos e planos de direitos individualizados, identificados na sequência

- **Planos de direitos adquiridos:** existem sempre que os participantes tenham direito aos benefícios consignados no plano de pensões, independentemente da manutenção ou da cessação do vínculo existente com o associado; e
- **Planos de direitos individualizados:** existem sempre que seja possível, no momento da entrega dos fundos, identificar o montante exacto da contribuição afecta a cada participante.

As entidades intervenientes num fundo de pensões são classificadas de acordo com os conceitos que se apresentam na sequência:

- **Associado:** Pessoa colectiva que financia os planos de pensões através de fundos constituídos para esse efeito. O Associado de um fundo de pensões é, normalmente, a empresa ou associação que constitui o fundo para financiar as pensões que pretende vir a atribuir aos seus trabalhadores ou associados no momento da reforma;
- **Participante:** pessoa singular a quem, em função das circunstâncias pessoais e profissionais, são definidos os direitos consignados no plano de pensões ou de benefícios de saúde, independentemente de contribuir ou não para o seu financiamento;
- **Contribuinte:** Pessoas singulares ou colectivas que efectuem as contribuições para o fundo de pensões. No caso das pessoas colectivas, as contribuições são efectuadas a favor e em nome dos participantes do fundo;
- **Beneficiário:** a pessoa singular com direito aos benefícios estabelecidos no plano de pensões ou de benefícios de saúde, quer tenha sido, ou não, participante;
- **Aderente:** a pessoa singular ou colectiva que adere a um fundo de pensões aberto;
- **Entidade Gestora:** de acordo com a legislação portuguesa em vigor (nº1, artº32 DL12/2006 de 20 de Janeiro) Entidade Gestora é a entidade que gere o fundo de pensões, e que pode ser uma entidade constituída exclusivamente para esse fim,

designada por SGFP, ou uma empresa de seguros que explore legalmente o ramo vida e possua sede em Portugal;

- **Depositário:** Instituição de crédito autorizada à recepção de depósitos, ou outros fundos reembolsáveis, ou empresa de investimento autorizada à custódia de instrumentos financeiros por conta de clientes, desde que estabelecidas na União Europeia, onde devem ser depositados os títulos e os outros documentos representativos dos valores mobiliários que integram o fundo de pensões.
- **Supervisor:** Entidade que emite as normas regulamentares necessárias e procede à fiscalização do cumprimento das normas legais sobre a actividade de gestão de fundos de pensões e também sobre a constituição e funcionamento das Sociedades Gestoras. A entidade de supervisão nacional é o ISP (Instituto de Seguros de Portugal), que assegura igualmente a supervisão do exercício da actividade seguradora. A CMVM (Comissão de Mercados e Valores Mobiliários) também tem a função de supervisão, mas apenas na comercialização de contractos de adesão individual a fundos de pensões abertos.
- **Actuário responsável:** Pessoa singular designada pela entidade gestora de fundos de pensões a quem compete elaborar o Relatório Actuarial Anual e certificar:
 - As avaliações actuariais;
 - O nível de financiamento do fundo;
 - A adequação do plano técnico-actuarial; e
 - O valor das responsabilidades totais para determinação de uma eventual existência de excesso de financiamento,

2.2.2. UMA ABORDAGEM SOCIOECONÓMICA

Na história socioeconómica do nosso país, a implementação do Sistema de Segurança Social foi sem dúvida um marco importante. O diferimento do capital que aforramos enquanto força de trabalho, para fazer face aos períodos em que já não temos essa capacidade, foi sempre o seu objectivo.

O Sistema de Segurança Social foi criado mediante factores que, nos dias actuais, se encontram alterados, e, desse modo, colocam o sistema em termos de sustentabilidade

pouco credível (Guimarães, 2006: 79). Um dos grandes factores (baixas taxas de natalidade abalam um sistema baseado no pressuposto da repartição) é evidenciado pelo mesmo autor, quando refere que:

A diminuição demográfica, por exemplo, é uma causa e, simultaneamente, uma consequência. *Causa* porque, com a diminuição da natalidade, menos homens e mulheres ingressarão na vida activa e menos contribuições para a segurança social entrarão nos respectivos cofres.

Nesse mesmo contexto, tais constatações podem estar relacionadas com os factores impulsionadores do sucesso do fundo de pensões em Portugal, tendo em conta, na óptica de Garcia (2003: 284):

(...) por um lado, o diagnóstico, em paralelo com o que acontece em muitos outros países, das dificuldades porque passa ou irá passar o sistema público de segurança social em responder às expectativas por ele criadas; por outro, o registo algo preocupante de níveis de poupança cada vez menores.

Nas palavras da autora acima referenciada, a Segurança Social encontra dificuldades na retenção do capital necessário para assegurar a sua função de redistribuição, verificando-se uma preocupação já patente nos dias actuais relacionada com a solvabilidade da Segurança Social em honrar os seus compromissos futuros.

A criação dos fundos de pensões surge, então, no sentido do fortalecimento da necessidade de cada indivíduo constituir a sua própria poupança ou que esta seja constituída por uma entidade com uma relação com o participante. Por outro lado, e de modo a evitar uma ruptura do sistema de Segurança Social, torna-se mister aproveitar os meios de complementaridade existentes, sendo o sector segurador privado, de acordo com Mendes (1995), e em particular os fundos de pensões, uma solução apresentada como um instrumento complementar possível de previdência privada:

Neste domínio é, sem dúvida, o sector de seguros que pode oferecer a gama mais completa de produtos complementares que permitem criar verdadeiros sistemas privados de previdência, com destaque muito particular do caso das reformas. (Mendes, 1995).

De facto, as empresas de seguros são essenciais ao desenvolvimento da economia de um país, tendo uma função que, para além da poupança, abrangem a protecção dos riscos

que se colocam às empresas e particulares, conforme referido por Bernardino (2004) na passagem que se segue:

Os sectores segurador e fundos de pensões desempenham uma função essencial, quer na protecção dos riscos quotidianos decorrentes da actividade das famílias e das empresas, quer na captação de poupança a médio e longo prazo, contribuindo para a sustentabilidade da economia e confiança do sistema financeiro, assumindo um papel relevante na estrutura das sociedades modernas.

Com a evolução dos mercados e, conseqüentemente, também da actividade seguradora, novos desafios surgiram neste meio relativamente complexo. Assim, tem-se tornado constantemente necessária a criação e imposição de novas regras e limitações à criatividade e engenho financeiro que garantam a sustentabilidade e continuidade desse segmento e a protecção dos riscos que visam cobrir. Os fundos de pensões apresentam, nesse sentido, uma legislação rígida em termos quantitativos, onde se incluem a existência de limites obrigatórios em termos de solvabilidade das entidades envolvidas, em termos de percentagens de investimentos e, ainda, em termos de percentagem de dispersão da carteira de investimentos.

O ISP, conforme já foi referido, sendo uma das instituições de supervisão das empresas seguradoras e gestoras de fundos de pensões, tem tido um papel que revela uma enorme preocupação relativamente ao facto de flexibilizar a legislação sem, contudo, perder os direitos assegurados no contexto do cumprimento dos interesses dos participantes, por um lado, e no sentido de dar mais liberdade às entidades, de modo a que possam gerir de forma mais rentável os activos dos fundos a eles confiados, por outro.

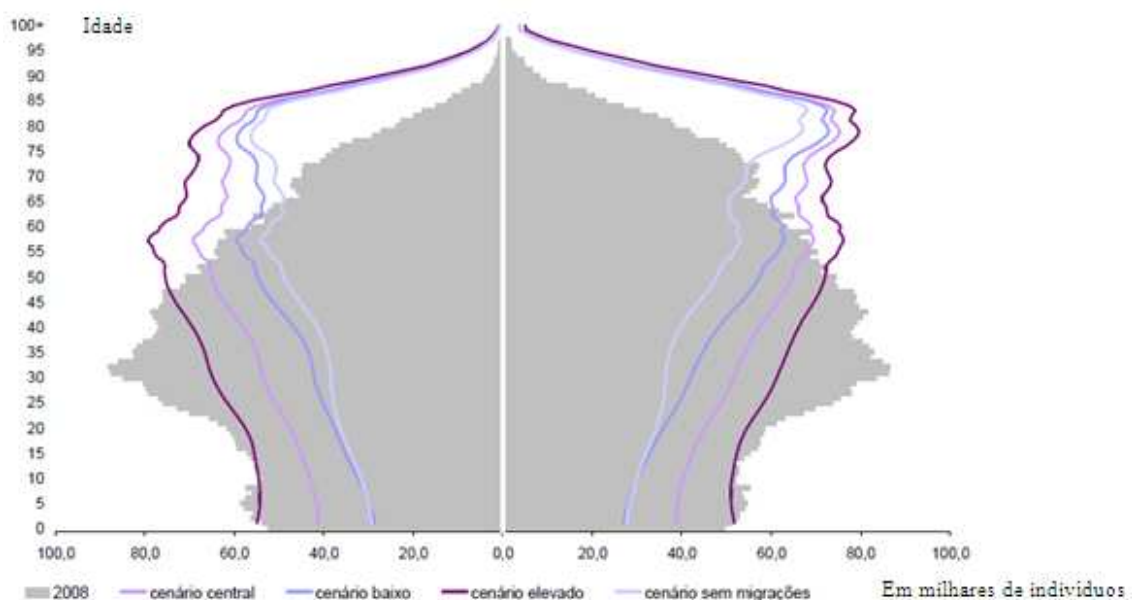
2.2.3. PREOCUPAÇÃO DOS INDIVÍDUOS QUANTO AO FUTURO INCERTO

A sociedade actual, e a europeia em particular, enfrenta graves desafios em termos demográficos, com repercussões em diferentes vertentes da economia. Portugal, não sendo excepção nesse contexto, apresenta uma esperança média de vida cada vez mais elevada, assim como uma redução significativa na taxa de natalidade, o que resulta numa preocupação acrescida relativamente à sustentabilidade da Segurança Social já

referida e reforçando que o sistema de pensões público português sustenta-se num regime de repartição, isto é, num regime baseado no sistema *pay-as-you-go*.

O referido impacto pode ser observado na Figura 2, reproduzida na página seguinte, que apresenta uma projecção da evolução demográfica (em milhares de indivíduos) que abarca o período de 1 de Janeiro de 2008 até ao ano de 2060, divulgada pelo INE (Instituto Nacional de Estatística).

Figura 2 Projecção da pirâmide etária da população portuguesa (2008 a 2060)



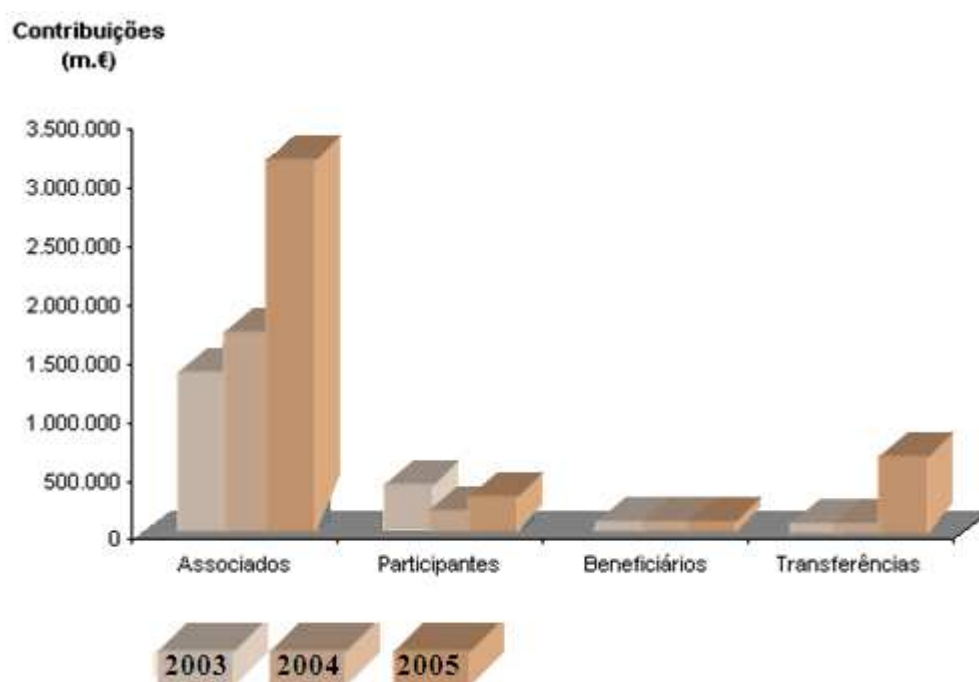
Fonte: INE (2009: 4)

Conforme anteriormente mencionado e de acordo com Guimarães (2006: 79), é patente a preocupação relacionada com a problemática da sustentabilidade da Segurança Social, quer através do Livro Branco da Segurança Social, quer mais recentemente, através do Relatório sobre a Sustentabilidade Financeira da Segurança Social.

Assistimos recentemente a medidas implementadas pelo Estado nesse sentido, designadamente pelo aumento da idade da reforma (dos 60 para os 65 anos ainda em vigor), o que se converte num aumento de tempo de contribuições e uma diminuição do tempo do pagamento dos benefícios decorrentes do direito de reforma.

O impacto de tais medidas, associada à problemática da sustentabilidade da Segurança Social, exerce uma forte pressão social, o que leva a uma reacção das pessoas no sentido de uma reflexão sobre a necessidade de constituição de uma poupança para o futuro, tendo em conta as incertezas que se levantam no futuro. Tal facto encontra-se reflectido no aumento significativo dos planos de pensões, tanto no número de contratos como em termos de montantes de contribuição captados no mercado nacional, conforme identificado na Figura 3 que se segue:

Figura 3 Evolução das contribuições por tipo de contribuinte



Fonte: Santos (2008)

Nesse contexto, e de acordo com o estudo efectuado por Starr (2010), as famílias devem preparar o seu conforto futuro através da formação de uma poupança que possa ser baseada no investimento e nas pensões, de tal modo que possam aumentar as opções de escolha, reduzindo a insegurança sobre o futuro e aumentando a capacidade de viver com dignidade na velhice. Starr (2010) demonstra ainda as perspectivas macroeconómicas actuais, salientando as responsabilidades das contribuições da investigação nesta área e também da identificação do relacionamento destas com o factor trabalho no futuro.

O referido tema, de facto, continua a assumir especial grau de relevância, na medida em que o bem-estar da população idosa deve ser assegurado, e é particularmente nesta faixa etária, isto é, na chamada idade de reforma, que se verifica uma capacidade de sustento mais reduzida.

2.3. A ESCOLHA DOS SISTEMAS DE PREVIDÊNCIA

Tendo em conta o mencionado nos pontos anteriores, é cada vez maior a necessidade despertada nos indivíduos em procurar no mercado outras hipóteses de poupança, no sentido de conhecer os mecanismos que têm ao seu dispor para precaver as lacunas reveladas pelos sistemas tradicionais de Segurança Social.

No contexto nacional, o modelo de previdência, conforme analisado por Pedras (2000), assenta num sistema baseado em três pilares:

1º Pilar: Rendimentos provenientes do estado;

2º Pilar: Planos de pensões promovidos pelas empresas empregadoras; e

3º Pilar: Poupanças efectuadas durante a vida activa (exemplo PPR).

O 1º Pilar, também designado por pilar Público, tem subjacente o modelo de repartição *pay as you go*, onde a força de trabalho activa contribui para o benefício atribuído aos aposentados. Não existe uma relação imediata e directa entre o que o indivíduo contribui e o que vai receber. Este sistema é comparado aos esquemas piramidais ou de Ponzi, apenas sendo viáveis numa base de crescimento, isto é, enquanto as contribuições forem superiores aos benefícios atribuídos.

O 2º pilar, tal como o 3º pilar, funcionam em regime de capitalização (*funding*), havendo uma contribuição efectuada pela empresa (2.º pilar) ou efectuada pelo próprio indivíduo (3º pilar). Neste regime, os capitais inseridos por via da contribuição sofrem uma capitalização ao longo dos tempos de modo a obter um crescimento adequado à remuneração pretendida como benefício no momento do ressarcimento.

No tabela 1 que se segue estão resumidos os riscos que cada pilar enfrenta relativamente ao regime subjacente.

Tabela 1 Regimes e riscos subjacentes aos 3 pilares

PILARES	REGIME	RISCOS
1º Pilar	Repartição	Evolução de mercado e demográfica
2º e 3º Pilares	Capitalização	Do mercado de Capitais

Fonte: Adaptado de Pedras (2000: 5)

De acordo com a tabela anterior, pode-se concluir que o 2º e o 3º pilar utilizam o mesmo regime, e têm como principal risco os riscos relacionados com o mercado de capitais. Contrariamente, o 1º pilar utiliza um regime de repartição e tem como principais riscos os riscos relacionados com a evolução de mercado e a evolução demográfica.

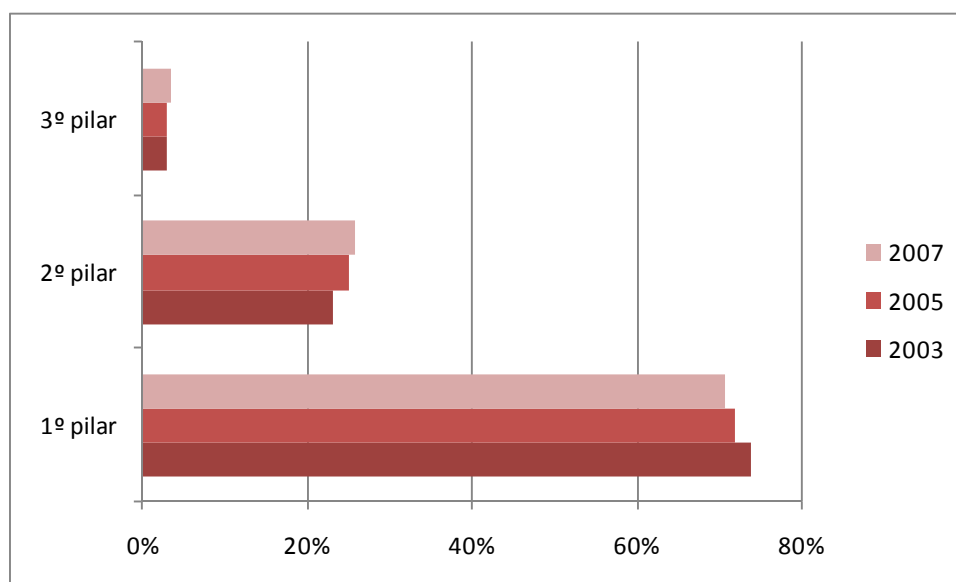
Pedras (2000) assume ainda a existência de um 4º pilar, no qual o indivíduo volta ou continua a trabalhar após a idade limite de reforma. No entanto, Guimarães (2006: 79) afirma que o Banco Mundial em Fevereiro de 2005 criou mais dois pilares, originando, assim, o sistema conhecido como o “sistema de 5 Pilares”.

Em Fevereiro de 2005, o Banco Mundial divulgou um relatório que actualiza o denominado sistema dos três pilares, ampliando-o para cinco, sendo o pilar zero e o quarto as principais novidades. (Guimarães, 2006: 79).

De acordo com este sistema, os dois novos pilares criados integram os pilares “0” e 4” do modelo atrás descrito, iniciando-se a contagem pelo pilar 0, que está previsto como sendo o combate à pobreza na 3ª idade, e findando no pilar 4, que advém dos apoios informais (não institucionais) captados pelo indivíduo.

No caso específico de Portugal, a Figura 4 que se segue identifica a evolução da escolha do sistema de previdência no contexto do sistema dos três pilares:

Figura 4 Evolução percentual por pilares de protecção social



Fonte: MERCER (2009)

A partir da figura anterior é possível identificar uma evolução negativa do 1º pilar e uma evolução positiva no 2º e 3º pilares. Com base na referida figura, é possível assumir a existência de uma tendência de transferência em termos relativos do sistema de previdência público para os sistemas de previdência privados, quer os criados pelas empresas e outras entidades, quer os criados pelos próprios indivíduos. Verifica-se, por outro lado, e no contexto do segundo pilar, um gradual incremento. É de evidenciar adicionalmente que se tem constatado um maior controlo de riscos por parte das empresas, particularmente pela transformação de planos de benefícios definidos em planos de contribuição definida. Por último, o crescimento do terceiro pilar, ainda com pouca expressão, continua a ser incentivado pelos benefícios fiscais associados e pela insegurança demonstrada pelos sistemas públicos na sua sustentabilidade. Embora em evidência, particularmente pelo facto da gradual redução sofrida pela taxa de substituição ao longo dos anos – indicador que mede, em percentagem, o último vencimento auferido em relação à pensão a receber –, os planos de poupança-reforma continuam a ter uma reduzida expressão em Portugal.

De facto, o referido indicador, que em tempos chegou a atingir o nível de 100%, e mesmo a ultrapassá-lo, de acordo com o referido por Pedras (2000), pode ser um dos factores explicativos para a reduzida expressão dos planos de poupança-reforma no nosso País, tendo em conta que, historicamente, os contribuintes do sistema público de segurança social em Portugal recebiam um montante igual ao último ordenado no momento da aposentação, promovendo o pouco interesse na criação de poupança.

Outro indicador a ter em conta neste tipo de análise é o rácio de dependência, que auxilia na percepção do equilíbrio demográfico entre gerações, factor que está na base de sustentação do regime de repartição. Sobre este indicador, que tece uma comparação entre a população activa – indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos – e a inactiva – indivíduos com idades superiores a 65 anos, o mesmo autor apresenta uma previsão de que, em 2050, o referido rácio possa atinja o valor de 47%. Desta forma, as taxas de contribuição teriam de triplicar para que fosse exequível para o Estado a capacidade de honrar as suas responsabilidades no futuro.

Uma das intenções fortes da existência dos fundos de pensões reside no facto de que cada indivíduo deve chegar à idade da reforma e ter uma pensão digna, evitando a existência de crises sociais e económicas decorrentes do envelhecimento da população.

Por outro lado, e não menos importantes, os activos destes fundos são utilizados para o crescimento da economia, sendo promotores, quer da criação de emprego quer do aumento da competitividade, através das seguintes vertentes:

a) Por via do benefício directo aos participantes:

- Criação de uma reforma digna
- Economia fiscal proporcionada

b) Por via da gestão dos activos do fundo:

- Crescimento da economia
- Criação de emprego
- Aumento da competitividade

A estrutura de previdência social assume, no mínimo, 3 pilares, de acordo com modelos anteriormente apresentados. O primeiro pilar corresponde, em Portugal, à existência de uma contribuição de natureza obrigatória, ao passo que os outros dois assumem a característica de contribuição facultativa.

Os fundos de pensões têm a função de acumular valor patrimonial, quer por contribuições via institucional quer por via particular, que juntamente com um juro permitirá aos indivíduos manterem os níveis de consumo estáveis ao longo da sua vida como reformados. Nos casos em que as contribuições são efectuadas pelas empresas ou instituições, a poupança contida nos fundos de pensões pode ser uma utopia, no sentido de que as contribuições efectuadas pelas empresas aumentam e são acompanhadas de uma diminuição da poupança dos particulares, que já não sentem a necessidade de se precaverem em relação a um futuro incerto.

A passagem de um regime de repartição para um regime de capitalização, mesmo que parcelar, provoca um aumento da poupança privada. A poupança efectuada pelos particulares é de menor prazo do que a dos fundos de pensões, pois estes últimos podem aplicar os seus activos a longo prazo e retirarem melhores taxas de retorno, utilizando também uma adequada diversificação de aplicações financeiras.

Com base em tais pressupostos, Pedras (2000) explica o impacto do desenvolvimento dos fundos de pensões nos mercados de capitais, em particular, e na economia em geral, inicialmente através de dois aspectos, nomeadamente, pelo aumento da poupança agregada e também pelo redireccionamento para investir no longo prazo:

- O aumento dos fundos de pensões no regime de capitalização levará a uma redução dos custos de financiamento da economia, influenciando, desse modo, a competitividade e produtividade das empresas, o aumento da produção e a criação de emprego;
- Os investidores institucionais vão operar com maior influência no mercado de capitais, levando a que as empresas efectuem melhores relatos financeiros e necessariamente criará a necessidade de uma legislação de protecção ao investidor. O mercado ficará mais regulamentado e com mais informação disponível para os investidores privados.

É neste sentido que os fundos de pensões cooperam no crescimento da economia e no aumento do emprego. A gestão mais adequada dos fundos de pensões é a gerida por

gestões privadas, mesmo que seja efectuada em concorrência com as gestões públicas. De acordo com o autor atrás referenciado, é no 2º pilar que os fundos de pensões são geridos de forma mais compensatória, derivado da gestão dos activos ser feita com gestores seleccionados pelos investidores ou pelas empresas num ambiente concorrencial. Note-se, nesse sentido, os gestores privados têm incentivos e restrições diferentes daqueles sentidos pelos gestores públicos.

Os fundos de pensões geridos pelo sector público são considerados despesismos e encorajam o défice orçamental do Estado, sendo utilizados como uma fonte de financiamento cujas utilizações não estão sujeitas ao escrutínio do mercado, conforme refere Pedras (2000):

[a]ssumindo as hipóteses simplificadoras de uma população e respectiva distribuição constantes, a taxa de rendibilidade de um regime de repartição depende do crescimento da massa salarial, que determina o crescimento das contribuições, enquanto a de um sistema baseado em Fundos de Pensões corresponde à taxa de rendibilidade dos activos acumulados.

Se a taxa de rendibilidade do fundo de pensões exceder a taxa de crescimento da massa salarial, esta modalidade pode representar um nível mais elevado de benefícios quer para as empresas quer para os trabalhadores. Na década de 90 verificou-se tal situação, no entanto, não se verificou uma correlação significativa entre a taxa de rentabilidade registada nos fundos de pensões e a respectiva dimensão, de acordo com o estudo do referido autor.

Os fundos de pensões exercem uma forte pressão no sentido da sofisticação do mercado financeiro, principalmente pelo surgimento de novos produtos. Exemplo dessa afirmação pode ser destacada no contexto do surgimento das obrigações de cupão “0”, com cupão indexado à taxa de inflação, futuros, bem como um conjunto significativo de outros produtos financeiros. É desse modo que as gestões de tais fundos têm contribuído para o aumento das modalidades de financiamentos às empresas e particulares, tendo em conta a conversão destes financiamentos em títulos que são posteriormente colocados à disposição do mercado e convertidos em liquidez.

Por outro lado, os fundos de pensões têm vindo a ter um papel cada vez mais importante para a diminuição do risco do papel do Estado na Economia, quer pela capacidade de

dispersão do risco quer pela conversão de créditos sem aparente liquidez em títulos transaccionáveis, conforme identificado na tabela 2 que se segue:

Tabela 2 Composição das carteiras dos fundos de pensões
(em % dos total de activos)

	Acções		Obrigações		Imóveis	Outros
	Domésticas	Internacionais	Domésticas	Internacionais		
Reino Unido	55	18	9	8	3	8
Irlanda	25	44	12	10	5	4
Holanda	19	20	38	15	5	2
Alemanha	10	5	43	2	7	33
França	10	2	63	3	2	18
Suiça	18	9	26	13	25	9
Portugal	15	14	55	3	2	11
Espanha	13	12	53	9	1	13

Valores referidos a 1999, excepto para a França e Alemanha que se reportam a Junho de 1998

Fonte: Pedras (2000)

A partir da tabela 2 anterior, é possível identificar que a maior parte do capital dos fundos de pensões de cada país está investido no próprio país, diferenciando apenas os que detêm maior percentagem em acções, como é o caso do Reino Unido, e outros que detêm maior percentagem de obrigações, como é o caso de Portugal, Espanha, França e a Alemanha. É de referenciar nesse contexto o caso da Irlanda, cujo maior percentagem de capital está investido em acções internacionais.

A dispersão dos activos representa, nesse âmbito, um importante contributo para a diminuição do risco afecto ao capital dos fundos de pensões. Representa ainda um importante contributo como estabilizador do sistema financeiro, sendo certo que as sociedades gestoras de fundos, à medida em que os patrimónios ao seu dispor vão aumentando, tornam-se controladores de grandes fatias de capital das empresas. Desta forma, as políticas de investimentos adoptadas devem restringir as opções abrutadas de venda ou compra eventualmente exercíveis, para não influenciar as cotações de tais títulos nos mercados financeiros.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

Esta parte da dissertação encontra-se estruturada em quatro capítulos. O primeiro relaciona-se com a apresentação dos fundos e, em particular, dos planos de pensões, sendo posteriormente analisado o caso português em três vertentes (legislação, gestão e supervisão). O segundo capítulo analisa a temática do tratamento contabilístico, nomeadamente, o reconhecimento, mensuração e divulgação, no âmbito dos planos de pensões, incidindo ainda sobre a problemática da existência de distintos tratamentos contabilísticos previstos para os referidos planos e os incentivos à divulgação da informação. No terceiro capítulo será abordada a relação existente entre a entidade (associado) e o plano de pensões sob duas ópticas, nomeadamente, sob a óptica do financiamento dos planos de pensões e, na sequência, sob a influência dos cálculos actuariais na mensuração contabilística efectuada pelos associados.

3.1. OS FUNDOS DE PENSÕES E O CASO PORTUGUÊS

Este capítulo apresenta-se subdividido em três componentes: os fundos de pensões e os mercados financeiros, a legislação relacionada e as limitações impostas e, por fim, as diferentes abordagens regulamentares às políticas de investimento. Sempre que tal se justificasse, alguns instrumentos legislativos foram inseridos ao longo deste capítulo, dando suporte à informação prestada. A análise efectuada relativamente à gestão dos activos do plano de pensões será abordada em pontos distintos, tendo maior enfoque no subtema da alteração de um modelo de gestão tradicional para um modelo de gestão *prudent person*, que no caso português terá a designação de gestão *prudent person plus*. A abordagem da supervisão será analisada, por sua vez, no domínio de intervenção e da adaptabilidade aos novos desafios com que se deparam, nomeadamente, a inovação repentina do sistema e dos produtos financeiros.

3.1.1. OS FUNDOS DE PENSÕES E OS MERCADOS FINANCEIROS

Pedras (2000) afirma que o objectivo fundamental que motiva o desenvolvimento dos fundos de pensões é garantir um rendimento digno na reforma de todos os cidadãos. O envelhecimento da população, e a diminuição da população economicamente activa, pode resultar numa diminuição dos rendimentos na idade da reforma, resultando, eventualmente, desse processo graves crises sociais e económicas.

Tendo em conta que os fundos de pensões possuem valores de activos geralmente avultados, os impactos para a economia de um país resultam, em grande medida, influenciando os três seguintes vectores:

- O crescimento económico;
- A criação de emprego; e
- O aumento da competitividade.

O último vector está incluído no sistema financeiro, mais sucintamente o mercado de capitais” entendido como um sistema de distribuição de valores mobiliários que proporciona liquidez aos títulos de emissão das entidades e viabiliza o processo de capitalização. Os fundos são constituídos, na sua maioria, por instrumentos financeiros, pois é do conhecimento dos gestores que através do mercado de capitais é possível obter uma maior rentabilidade no longo prazo.

Por imposição prevista nas alíneas 1.2 e 3 do art.º 69 - Composição de activos, contidas no Decreto-Lei n.º12/2006, de 20 de Janeiro, que remete por sua vez para a Norma Regulamentar (NR) do ISP n.º 9/2007-R, de 28 de Junho – Regime prudencial dos fundos de Pensões, as carteiras têm de ser diversificadas, sendo que, para mitigar o risco sistémico, representativo da incerteza quanto à estabilidade do sistema financeiro, torna-se necessário que a composição das carteiras tenha uma quantidade significativa de activos com rendimentos imperfeitamente correlacionados, permitindo uma detenção de activos com um maior risco individual.

Desta forma, na Tabela 3 que se segue, pode-se observar a percentagem do investimento por classificação dos activos investidos anualmente desde 2005 até 2009. Pela análise da referida Tabela 3, é possível constatar que cerca de 75% do total de activos dos fundos de pensões estão investidos nos seguintes activos:

- Títulos de dívida pública
- Obrigações de entidades privadas
- Acções e Títulos de participações
- UP's em fundos de investimento

Os referidos activos apresentam-se maioritariamente compostos de instrumentos negociados no mercado de capitais, que transmitem a evidência do contributo dos fundos de pensões ao desenvolvimento dos mercados financeiros e ao reforço da estrutura de capitais das entidades, como já foi referido atrás, cumprindo desse modo o

“segundo objectivo” dos fundos de acordo com o mesmo autor é favorecer as economias e o aumento do emprego.

Tabela 3 Evolução da percentagem do investimento por classificação de activos

Período findo em:	2005	2006	2007	2008	2009
Títulos Dívida Pública	25,0701	21,4137	17,0352	21,5242	21,3012
Obrigações de entidades privadas	15,4506	12,9613	19,5596	21,8314	27,1599
Ações e Títulos de participação	21,1160	29,4006	25,3027	12,7557	15,1962
UP em fundos de investimento	22,0893	22,3497	23,9793	22,8258	22,3340
Terrenos e edifícios	8,1487	7,8141	7,1495	8,7673	8,5703
Depósitos remunerados, certificados de depósitos e outras aplicações	1,7750	0,4175	1,5203	3,5756	1,6119
Caixa e disp. à vista não remuneradas	8,2410	4,3377	3,4652	10,0290	4,2244
Empréstimos, inc hipotecários	0,0002	0,0002	0,0001	0,0001	0,0000
Outros activos	-1,8908	1,3052	1,9882	-1,3090	-0,3979
Variação de investimento sobre o ano anterior	22,28	11,61	5,53	-9,28	8,07

Fonte: Adaptado de ISP (2009)

A entidade gestora dos fundos de pensões é responsável por formular as políticas de investimento e, de acordo com os n.º 1, 2 e 3 do art.º 72 do DL n.º12/2006 de 20 de Janeiro, sendo necessário especificar os princípios aplicáveis em matéria de definição, implementação e controlo das mesmas.

É na gestão privada que se verifica a existência de políticas de investimento que visam incentivar o aumento do rendimento das poupanças, a produtividade do capital e a sua afectação.

As políticas de investimento são directrizes seguidas por gestores profissionais com pleno conhecimento do mercado, nomeadamente, gestores privados que se diferenciam dos gestores públicos, sendo estes escolhidos pelos indivíduos ou empresas num ambiente concorrencial, que incluem incentivos e restrições diversas impostas pelas entidades de supervisão para o cumprimento rigoroso das políticas de investimento de cada fundo.

Por outro lado, o sector evidencia uma das grandes lacunas do sector público face ao privado, nomeadamente, a falta de escrutínio do mercado, conforme apontado por Pedras (2000).

Fundos de Pensões geridos pelo sector público encorajam os défices orçamentais e os despesismos dos governos porque tenderão a ser considerados como mais uma fonte de financiamento cujas utilizações não estão sujeitas ao escrutínio do mercado.

O referido autor sintetiza, assim, a influência dos fundos de pensões na economia portuguesa, quer pela via dos mercados financeiros, quer pela via da sustentabilidade social.

Em Portugal, a regulamentação dos activos tem vindo a acompanhar o desenvolvimento dos mercados financeiros, seguindo também os modelos mais sofisticados de gestão de carteiras (NR n.º9/2007-R, 28 Junho). Verifica-se, no entanto, a intenção de ultrapassar uma gestão mais tradicional com limites quantitativos para uma gestão mais qualitativa (*prudent person*), isto é, à gestão condicionada a normas qualitativas (políticas de investimento), havendo no entanto barreiras a uma mudança imediata, conforme referido por Pedras (2000) nas linhas que se seguem:

A regulamentação e a supervisão são necessárias para o funcionamento eficiente do mercado de Fundos de Pensões. Essa regulação, contudo, não está ausente de custos, podendo o excesso de limites regulamentadores desencorajar a constituição de Fundos de Pensões quando são voluntários ou prejudicar a competitividade das empresas quando são obrigatórios.

De facto, tais transformações requerem algum tempo de adequação, pelo que neste momento assiste-se a uma complementaridade destas duas teorias, fazendo tendencialmente desaparecer os limites máximos e mínimos aplicáveis.

Nos dias actuais ainda permanecem limites quantitativos, nomeadamente, no caso das acções, fundos de investimentos e nos activos em moeda estrangeira (n.º 1,2 e 3 do art.º4 – Definição e implementação da política de investimento da NR n.º9/2007-R de 28 Junho).

A manutenção dos limites de diversificação, de forma a manter os fundos com um risco mais reduzido, baseia-se numa gestão prudente. A título de exemplo, os fundos de pensões, sendo patrimónios autónomos e de modo a evitar a existência de eventuais

conflitos de interesses, está vedada a compra de títulos das Sociedades Gestoras do fundo e das empresas promotoras, conforme art.º 35 do DL n.º12/2006, de 20 de Janeiro.

Em termos de regulação das responsabilidades a financiar, e nos termos do n.º 1 e 2 do art.º4 do DL 12/2006 de 20 de Janeiro, são efectuados três controlos pelo ISP. Dois dos referidos controlos são efectuados às Sociedades Gestoras, o primeiro dos quais respeitante à execução de inspecções presenciais e o segundo à obrigatoriedade de envio trimestral da informação sobre a composição, em termos de valores, dos activos de cada fundo. O terceiro controlo é efectuado sobre as entidades promotoras, com a responsabilidade de se manterem os níveis de financiamento adequados perante o fundo, garantindo assim o cumprimento dos pressupostos emanados e ministrados pelo próprio ISP.

O dever de informação por parte das entidades promotoras aos participantes relativamente aos planos de pensões inseridos no fundo é obrigatório, tal como qualquer alteração realizada ao mesmo. Por parte da Sociedade Gestora, é também obrigatória, com periodicidade no mínimo anual, a partilha de informação sobre os fundos aos participantes e contribuintes (caso tenham um plano de pensões contributivo) e beneficiários (nos termos dos arts.º60, 61 e 62 do DL n.º12/2006, de 20 de Janeiro.).

As carteiras diversificadas constituem uma obrigatoriedade nos fundos de pensões devido à mitigação do risco sistémico, podendo as entidades, desse modo, adquirir activos com maior rentabilidade sem, necessariamente, aumentar o risco.

Os gestores privados devem seguir as políticas de investimento para garantir, em termos gerais, os parâmetros de investimento assumidos aquando da constituição do plano de pensões ou até alteração das mesmas. As políticas de investimento permitem alguma liberdade na escolha das combinações de investimentos a fazer. Desta forma, a supervisão é mais rigorosa e exigente, em termos de divulgação da composição de cada fundo, passando a ter um acompanhamento sobre as entidades gestoras de fundos de pensões mais próximo, tal como irá ser retratado nos pontos que se seguem.

3.1.2. LEGISLAÇÃO E LIMITAÇÕES IMPOSTAS

Na gestão dos fundos de pensões existem normalmente incentivos para os gestores, de forma a promover as melhores prestações, elemento essencial para manter uma performance satisfatória.

No entanto, e dado o objectivo e o volume monetário movimentado, é necessária uma supervisão independente que vise proteger os direitos e expectativas dos beneficiários e participantes.

Uma supervisão rigorosa é também justificada pelo estatuto fiscal privilegiado de que todos os envolvidos podem beneficiar, para que o rendimento dos beneficiários seja, simultaneamente:

- ✓ Equitativo
- ✓ Adequado
- ✓ Seguro

Desta forma é necessária uma regulação dos fundos de pensões que abranja vários campos de actuação, nomeadamente:

1. Os activos - A criação de limites na composição de carteiras, níveis de financiamento exigidos;
2. As responsabilidades a financiar – adesão obrigatória ou voluntária, segurança e indexação dos benefícios, direitos adquiridos, portabilidade e mecanismos de transmissibilidade;
3. A informação a prestar aos membros do fundo;
4. As formas da sua representação e protecção contra a fraude;
5. A própria organização das estruturas de regulação.

A supervisão dos fundos de pensões é efectuada pelo ISP. Mediante a evolução dos mercados e também da actividade seguradora, tem existido a necessidade de criar novas regras e limitações à criatividade e ao engenho financeiro.

É de referenciar ainda que Portugal encontra-se a importar uma tendência derivada de pressões impostas pela União Europeia, que desenvolve no cenário internacional um

documento designado por Solvência II. No contexto nacional, foi desenvolvido o Plano Estratégico do ISP (2007/2009), conforme evidenciado pela Direcção de Supervisão do ISP (ISP, 2007).

O papel do ISP como fiscalizador tornou-se particularmente imperioso após a entrada em vigor do DL n.º 102/94, de 20 de Abril, que aboliu o regime de autorização prévia e de comunicação sistemática das apólices e tarifas, exceptuando-se as referentes aos seguros obrigatórios. O ISP tem, desde então, estado mais atento à situação patrimonial e de solvência das seguradoras, de modo a proteger as partes envolvidas, conforme referenciado na passagem seguinte (ISP: 2007):

Assim, assistiu-se a um reforço do papel do ISP na fiscalização da suficiência das provisões técnicas, da sua cobertura por activos adequados e devidamente diversificados e da disponibilidade de uma margem de solvência, isto é, de uma situação patrimonial líquida, conforme com a dimensão e aleatoriedade da actividade desenvolvida pela empresa de seguros, incluindo a gestão por operadores do ramo “Vida”, ou por sociedades especializadas, de fundos de pensões.

Posteriormente foi publicado o DL n.º 176/95, de 26 de Julho, usualmente designado por “Lei da Transparência”, que consiste na imposição de regras às entidades que comercializam seguros, nomeadamente, o dever de prestar informação sobre as condições contratuais e tarifárias aos tomadores. No caso particular dos fundos de pensões, procedeu-se à revisão da referida Lei da Transparência com a introdução do DL n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, que reforçou o dever de prestar informação às diversas partes envolvidas (participantes e beneficiários).

Por outro lado, foi através do DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril, que substituiu integralmente o anterior DL n.º 102/94, de 20 de Abril, que o ISP adquiriu competências para a apreciação do cumprimento dos critérios de uma gestão sã e prudente. Entretanto várias actualizações foram efectuadas de modo a controlarem melhor as participações nas seguradoras e nas sociedades gestoras de fundos.

A preocupação constante do ISP em instituir critérios de solvência ao sistema segurador, quer pela pressão da conjuntura económica quer pela evolução dos

mercados, levou à implementação de uma solução que passou pela obrigatoriedade da prestação de contas consolidadas, quer pelas empresas seguradoras, quer pelas entidades controladoras, incluindo nas contas consolidadas as participações detidas em sociedades gestoras de fundos de pensões.

O Protocolo de Helsínquia, datado de 11 de Maio de 2000, e celebrado pelas entidades supervisoras da União Europeia, visou, por sua vez, um aperfeiçoamento/aprofundamento dos mecanismos de cooperação até então vigentes. Na sequência da sua publicação, várias diligências têm vindo a ser tomadas, surgindo mais recentemente o designado Solvência II, com regras específicas relativamente à sensibilidade das entidades aos diversos riscos existentes.

Solvência II é um processo para a regulação de um conjunto de riscos aos quais as seguradoras estão expostas, sendo que a margem de solvência, conjuntamente com outros mecanismos de supervisão prudencial, tem a sua importância, inclusive para a existência de outros riscos, não específicos da actividade seguradora, que igualmente apresentam muita relevância neste ramo, dividindo-se tais riscos em três categorias:

- ✓ Riscos de mercado;
- ✓ Risco de crédito;
- ✓ Riscos operacionais.

Facilmente se constata, assim, que as melhorias e a quantidade de legislação emanadas das várias entidades de supervisão têm sido cada vez mais restritiva no que diz respeito à liberdade de comportamentos face ao risco.

No entanto, para que tais normas sejam cumpridas torna-se necessário delegar competências aos órgãos de supervisão no âmbito de cada país, cabendo ao ISP, no caso português, e a responsabilidade sobre os fundos de pensões.

A Direcção de supervisão do ISP (ISP, 2007) divide o papel da supervisão em dois grandes grupos, abaixo identificados:

1. Supervisão prudencial – enfoca a sua análise em duas supervisões:
 - a. Off-site – “fora do local” cuja sua preocupação tem que ver com a influência exercida pelas participadas, sendo sua intenção reduzir; por outro lado, informatizar as demonstrações de modo a obter uma comunicação mais próxima com a empresa de seguros.

- b. On-site (inspecção às entidades) – “dentro do local” são inspecções definidas trienalmente e programadas anualmente. São utilizadas duas técnicas de avaliação sendo uma por comparação com segmentos de negócio similares e a outra em termos evolutivos.

2. Supervisão comportamental – atribui importância acrescida aos riscos “*management and control*”;

- ✓ Riscos de estratégia
- ✓ Riscos operacionais
- ✓ Riscos reputacionais
- ✓ Riscos de compliance

No referido documento (ISP, 2007) são retratados alguns elementos de regulamentação e elementos relativos aos riscos envolvidos na gestão dos fundos de pensões. É ainda efectuada uma referência à influência dos requerimentos importados da União Europeia, tendo em conta que representam uma forte componente de adequação para a supervisão no panorama nacional, assim, as entidades competentes para o efeito necessitam de acompanhar e exercer as directrizes comunitárias no contexto do seu território.

A gestão baseada em políticas de investimento claras e objectivas, cumpridas por gestores profissionais habilitados para o fazerem, torna mais fácil o trabalho da supervisão. No entanto, esta tem de se manter actualizada face aos desafios que o engenho financeiro tem vindo a desenvolver, obrigando a um acompanhamento constante da sua evolução, entenda-se composição dos fundos de pensões.

Esta situação é necessária devido aos riscos a que os fundos de pensões estão expostos. De facto, somente uma gestão profissional e uma supervisão adequada conseguem fazer face ao equilíbrio necessário para aumentar a garantia da segurança dos activos dos fundos de pensões.

3.1.3. AS DIFERENTES ABORDAGENS REGULAMENTARES ÀS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO

As empresas de seguros são essenciais ao desenvolvimento da economia de um País. Têm uma função que, para além da poupança, visam proteger os riscos das empresas e dos particulares, tal como referenciado, designadamente, por Bernardino (2004):

Os sectores segurador e fundos de pensões desempenham uma função essencial, quer na protecção dos riscos quotidianos decorrentes da actividade das famílias e das empresas, quer na captação de poupança a médio e longo prazo, contribuindo para a sustentabilidade da economia e confiança do sistema financeiro, assumindo um papel relevante na estrutura das sociedades modernas

É também por tais motivos que o sector encontra-se fortemente regulamentado, apresentando um controlo rigoroso por parte das entidades de regulação e de supervisão da gestão da prudência, políticas de investimento e da solvabilidade, tal como todas as entidades envolvidas, incluindo as participadas.

Assim, com a modernização dos mercados e dos instrumentos financeiros, tornou-se obrigatória uma adaptação das regras para não ficarem obsoletas/deficientes relativamente aos seus objectivos. Bernardino (2004) descreve nesse âmbito a existência de duas abordagens:

- ✓ Abordagem tradicional – baseada na máxima em que a prudência é igual à segurança. Esta abordagem concentra a sua observação numa política de investimentos com regras específicas obrigando a cumprir percentagens de activos nas carteiras produzindo fórmulas de cálculo para assegurar limites; e
- ✓ Abordagem “*prudent person*” numa óptica comportamental – esta filosofia, pelo contrário da anterior, está mais virada para os critérios qualitativos e não tanto para os quantitativos. Incide sobre a avaliação do gestor que não podendo ser avaliado numa base retrospectiva de desempenho mas sim se o gestor toma as decisões correctas de investimentos de acordo com os princípios razoáveis e sensatos de um *expert*.

Em Portugal, foi adoptada uma simbiose das duas abordagens, aquando da tentativa de saída da abordagem tradicional, implementada em 2003 nos fundos de pensões, obtendo a designação de “*prudent person plus*”. A referida implementação baseou-se numa *prudent person*, mas com um conjunto de regras quantitativas justificáveis numa óptica prudencial.

Os dois objectivos reconhecidos nesta nova abordagem, tal como apresentados por Bernardino (2004), encontram-se referidos nas linhas que se seguem:

1. Introduzir uma maior flexibilidade na gestão – significa que o gestor tem maior liberdade para explorar o mercado e os novos instrumentos financeiros com base nas técnicas de gestão activo-passivo;
2. Reforçar os requisitos de governação – a governação tem de ser de modo a que o gestor tenha a responsabilidade de identificar, mensurar, mitigar e controlar os riscos nos investimentos.

A ideia subjacente é encontrar o maior benefício para os principais interessados, que poderão usufruir de melhores rentabilidades pelo bom desempenho de profissionais especializados, mitigando ao máximo o risco envolvido.

3.1.3.1. Princípios aplicáveis à definição das políticas de investimento

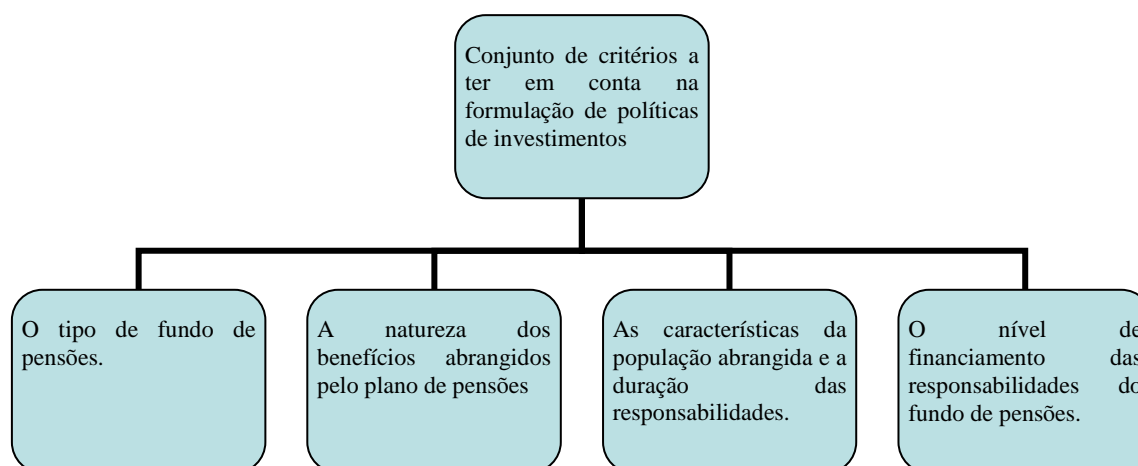
As políticas de investimento nos dias actuais representam o ponto fulcral da gestão dos fundos de pensões. A constituição de uma política de investimento adequada ao tipo de carteira dentro da imposição da Lei é um desafio sujeito à aprovação do ISP (capítulo II – Património dos fundos de pensões, Secção I – política de investimento da NR 09/2007-R de 28 de Junho), pressupondo ser esta a conduta a seguir pelo gestor sensato, prudente e conhecedor dos riscos inerentes, de modo a salvaguardar os interesses dos representados e assumir somente o risco para o qual o rendimento é adequado.

As políticas de investimentos devem ser objectivas, de modo a não existir dificuldade na sua compreensão. Para além de serem formuladas por escrito, as políticas de investimento têm de obedecer a vários parâmetros, referenciadas na sequência por Bernardino (2004):

1. Os limites de exposição a diferentes tipos de aplicações, por exemplo:
 - a. Por contraparte;
 - b. Por sector;
 - c. Por área geográfica;
 - d. Por tipo de instrumento;
 - e. Por moeda.
2. A possibilidade de uso de derivados e de operações de reporte e de empréstimo de valores;
3. As aplicações eventualmente proibidas e demais restrições à política de investimentos;
4. Os *benchmarks* eventualmente estabelecidos como padrão para a comparação e análise do desempenho da gestão dos investimentos;
5. A estratégia a prosseguir em matéria de intervenção e exercício do direito de voto nas sociedades emitentes.

As políticas de investimentos devem, ainda, estar de acordo com os critérios exigidos pelo ISP (ISP: 2007), nos termos da Norma Regulamentar nº 9/2007-R, de 28 de Junho, e identificados na figura 5 que se segue:

Figura 5 Formulação de políticas de investimentos



Fonte: Adaptado de ISP (2007)

De modo a evitar a desactualização das referidas políticas, as mesmas podem ser alteradas sempre que haja justificação para tal, devendo, no entanto, sujeitar-se à avaliação de, no mínimo, períodos trienais.

3.1.3.2. Regras quantitativas prudenciais

Na abordagem “*prudent person plus*”, Bernardino (2004) identifica dois grandes conjuntos de limites às carteiras de investimentos, nomeadamente, os *soft* e os *hard*, cuja diferença baseia-se essencialmente na rigidez com que são aplicados.

Os limites *soft* podem ser ultrapassados desde que tenham em consideração a aplicação das técnicas de gestão activo-passivo e de mitigação dos riscos de investimento, pois permite uma flexibilização da acção ao gestor para rentabilizar o melhor possível a carteira de investimentos, tendo em conta ainda a exposição ao risco.

Por outro lado, os limites *hard* são os que não podem ser ultrapassados sem que sejam primeiro alteradas as políticas de investimento, uma vez que podem colocar em risco o *core* prudencial dos fundos, o que normalmente, tem a ver com o risco de concentração.

3.1.3.3. Requisitos de governação

Neste contexto, o objectivo passa por assegurar a regulamentação da governação, sendo necessário implementar mecanismos que permitam salvaguardar os interesses para os quais os fundos de pensões são constituídos. Surgem, desta forma, procedimentos internos dentro das SGFP que são obrigatórios em suporte de papel, que devem transparecer a implementação e a monitorização da política de investimento adoptada.

Os referidos procedimentos, na óptica de Bernardino (2004), devem atender aos seguintes requisitos:

- ❖ Identificar a cadeia de responsabilidades
 - ❖ Definir o processo em termos de:
 - Recomendação
 - Aprovação
 - Implementação
 - Monitorização
- } Relacionadas com as decisões de investimento

- ❖ Definir a frequência
- ❖ Definir o formato do reporte interno

Desse modo, ficam as SGFP com uma responsabilidade acrescida no que diz respeito à integração da governação, no sentido da obtenção de comportamentos adequados no processo de gestão de investimentos. Qualquer desvio desta linha de acção deve ser reportada a nível interno e, caso coloque em risco os rácios de solvabilidade, tem de ser reportado ao ISP, conjuntamente com os procedimentos adoptados ou a adoptar para mitigar o referido risco, bem como prevenir idênticas ocorrências no futuro.

3.1.3.4. O processo de supervisão

O processo de supervisão tem tido pela frente um trabalho difícil, tendo em conta a necessidade de adaptação às condições exigidas pelos mercados. A abordagem “*prudent person plus*” obriga a uma dificuldade acrescida pelas entidades supervisoras, devido ao facto de “cada caso ser um caso”, ou seja, a definição das políticas de investimentos baseadas na relação comportamental leva a que os supervisores tenham a flexibilidade necessária para compreender o espírito do gestor no âmbito da aplicabilidade da política de investimento implementada.

O processo de supervisão é gradual, de modo a acompanhar as tendências e as sofisticções dos instrumentos financeiros, contendo a função da prudência e da credibilidade. A supervisão controla as SGFP, de modo a salvaguardar as partes que neles confia a gestão do seu património e, desse modo, dar credibilidade e segurança às diversas entidades intervenientes.

Na sequência mostra-se necessário a realização de um maior número de inspecções às entidades, de modo a aferir a conduta de gestão adoptada, esperando-se por parte dos actuários e auditores um contributo essencial no sentido da realização de trabalhos baseados nas melhores práticas de competência, profissionalismo e independência.

Bernardino (2004) referencia as diferentes abordagens regulamentares às políticas de investimentos destacando a grande importância das empresas de seguros, tanto na prevenção de riscos das empresas e particulares como também pela função da poupança gerada.

Em síntese, as duas abordagens regulamentares às políticas de investimento retratadas são, nomeadamente, a abordagem tradicional e a “*prudent person*”. Em Portugal, foi criada uma mistura das duas abordagens, gerando o conceito de (*prudent person plus*), que contém limites quantitativos e limites qualitativos na proporção das quantidades de activos detidos a serem investidos.

A evolução tem sido permanente e há uma necessidade natural de adaptação da gestão aos novos objectivos, onde se incluem a introdução de uma maior flexibilidade na gestão e o reforço dos requisitos de governação.

As políticas de investimento surgem pela necessidade de oferecer maior liberdade aos gestores dos fundos de pensões, atribuindo-lhes também maior responsabilidade.

A *prudent person plus* implementada em Portugal, como anteriormente referido, tem dois tipos de limites à gestão, designadas por *hard* e *soft*, onde os primeiros não podem ser ultrapassados sem a alteração das políticas de investimento.

Com todo este processo de desenvolvimento torna-se necessário um esforço no contexto da supervisão de modo a conseguir exercer o seu papel e defender os principais interessados, utilizando uma legislação adequada e um acompanhamento permanente de modo a, em caso de necessidade, intervir atempadamente.

Torna-se claro que os fundos de pensões têm uma forte intervenção em vários campos da economia de um país. E, por tal facto, são alvo de excessiva regulamentação e de reforço de uma supervisão empenhada em mitigar o maior número possível de casos de riscos a eles associados.

Na zona de influência dos associados, também se nota um interesse na forma como efectuam o relato dos fundos e planos de pensões nas demonstrações financeiras. É uma área de tamanho interesse tendo em conta a dificuldade sentida, actualmente cada vez mais reduzida, no entanto, no processo de harmonização do tratamento contabilístico, tal como será abordado nos pontos que se seguem.

3.2. TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS PLANOS DE PENSÕES

As normas contabilísticas adoptadas em Portugal, desde 2005, nas contas consolidadas das entidades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext* Lisboa são

as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e endossadas pela União Europeia, adopção imposta com o advento do Regulamento 1606/2002/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. A referida implementação visa, entre outros objectivos, harmonizar as demonstrações financeiras de tais entidades, promovendo simultaneamente a comparabilidade, compreensibilidade e fiabilidade do relato financeiro, facilitando a tomada de decisões pelas diversas partes interessadas na informação reportada por tais entidades.

No âmbito desse processo, tem-se notado significativas melhorias, particularmente no actual contexto de aproximação entre o IASB e o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), organismo internacional emissor de normas contabilísticas de grande influência. A eliminação de tratamentos alternativos, anteriormente previstos no contexto do tratamento contabilístico dos planos de pensões, insere-se nesse contexto de significativas melhorias da informação reportada pelas entidades sujeitas à adopção dos referidos normativos. Nos pontos que se seguem são apresentados exemplos de estudos que têm procurado analisar os impactos da referida problemática, nomeadamente, o impacto e influência da existência de distintos tratamentos alternativos – alguns dos quais ainda existentes, aplicáveis aos planos de pensões e inseridos nos relatos financeiros de tais entidades.

Morais (2010) efectuou um estudo acerca da utilização de três tratamentos contabilísticos, previstos na *International Accounting Standards* (IAS) 19, de reconhecimento dos ganhos e perdas actuariais, nomeadamente, o denominado método do “corridor”, o método de reconhecimento no capital próprio e o método do reconhecimento nos resultados, atribuindo aos referidos métodos os códigos 1, 0 e 2, respectivamente, para identificá-los e sujeitá-los a tratamento estatístico, a partir de técnicas de estatística descritiva e medidas de associação, nomeadamente, o coeficiente de correlação de Pearson.

O estudo incidiu sobre 523 empresas europeias (seleccionadas a partir do índice STOXX) que aplicaram este normativo pela primeira vez em 2005, procurando identificar os grupos de empresas com um tratamento contabilístico similar. Tais grupos foram simultaneamente segregados em função das seguintes características: o país, o sector de actividade, o endividamento e a rendibilidade.

A recolha de dados foi efectuada a partir dos Relatórios e Contas das entidades que detivessem planos de pensões de benefícios definidos, condição esta que, em caso de não cumprimento, permitia a exclusão da mesma da amostra do estudo.

Foi possível concluir que as variáveis país, sector de actividade e endividamento demonstraram uma relação com a escolha do método contabilístico adoptado. O estudo identificou que o Reino Unido e a Irlanda são os países que tendem a utilizar mais intensivamente o método do reconhecimento no capital próprio tal como as empresas com maior alavancagem. A variável rendibilidade foi também utilizada no estudo, não sendo, no entanto, conclusiva, ou seja, não foi encontrada associação entre a rendibilidade e a escolha do método adoptado pelas empresas.

Morais (2010) procurou demonstrar, ainda, a dificuldade inerente à existência de distintos tratamentos alternativos, particularmente no que diz respeito à comparabilidade da informação contabilística reportada pelas entidades.

Byrne *et al.* (2007) estudaram 3 ópticas distintas de cálculo do justo valor dos planos de pensões: a óptica dos auditores, a óptica das empresas e a óptica dos actuários. O objectivo do estudo passava pela tentativa de reconhecer se os valores identificados pelas três entidades convergiam no mesmo sentido, de modo a concluir se existiam, ou não, diferenças significativas relativamente aos pressupostos assumidos.

O conceito de justo valor utilizado pelos autores apresentava-se consonante com as normas contabilísticas aplicáveis no Reino Unido, nomeadamente a *Financial Reporting Standards (FRS) 17 – Retirement Benefits*, por sua vez baseada na IAS 17.

O referido estudo teve como base para recolha de dados os Relatórios e Contas das entidades constituintes do índice FTSE 350, no período com início em Junho de 2001 e até ao período findo em Junho de 2005.

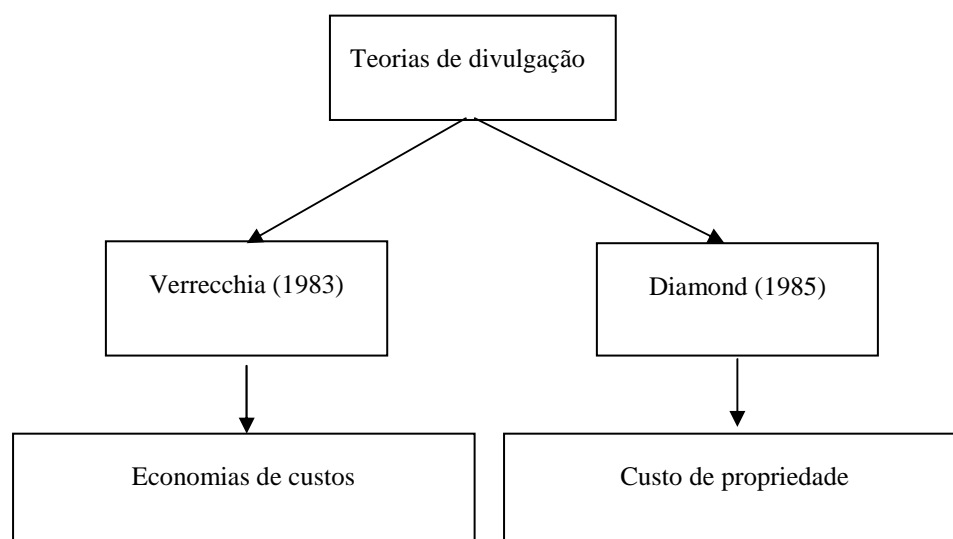
Após a realização dos testes às hipóteses seleccionadas, através das técnicas de estatística descritiva e de regressão linear, os autores identificaram a existência de diferentes pressupostos nos cálculos actuariais sob as distintas ópticas analisadas.

Tal facto, segundo os autores, levanta dúvidas relativamente ao conceito de justo valor designado pela contabilidade na avaliação dos riscos empresariais, sendo de difícil determinação um valor mais aproximado com base em diferentes ópticas.

Scott (1994), por sua vez, realizou um estudo relacionado com a associação entre o incentivo ou desincentivo dos gestores na divulgação da informação contabilística no contexto dos planos de pensões de benefícios definidos. O autor efectuou a recolha de dados a partir da selecção de uma amostra de entidades sediadas no Canadá, suportando o seu estudo em duas teorias de divulgação voluntária da informação.

As referidas teorias foram igualmente analisadas por Verrecchia (1983) e por Diamond (1985). Verrecchia (1983) *apud* Scott (1994) defende que o incentivo à divulgação tem uma associação com o custo de propriedade. Por outro lado, Diamond (1985) *appud* Scott (1994) defende que o incentivo à divulgação tem uma associação com as economias de custos. As distintas ópticas encontram-se representadas na Figura 6 que se segue:

Figura 6 Teorias de incentivos à divulgação de informação contabilística



Fonte: Adaptado de Scott (1994: 27)

Scott (1994) verificou, através das técnicas estatísticas de correlação e regressão, que ambas as teorias se enquadram na amostra analisada, deixando, no entanto, a questão em aberto para futuras linhas de investigação, nomeadamente a partir de uma adequada

avaliação na interpretação da variável “dimensão”, que pode exigir informações mais detalhadas acerca dos proprietários das empresas e o seu comportamento empresarial.

Em síntese, os estudos anteriormente apresentados demonstraram divergências no contexto do tratamento contabilístico dos planos de pensões, no contexto do reconhecimento, mensuração e divulgação da informação, apresentando-se, desse modo, três conclusões relacionadas com o relato contabilístico das entidades, de algum modo relacionados com a existência de diferenças de tratamento no reporte da informação divulgada pelas mesmas.

- Morais (2010), verificou que determinadas empresas agrupavam-se em torno da escolha do método contabilístico a adoptar no reconhecimento dos ganhos e perdas actuariais através das seguintes características: país, sector de actividade e endividamento.
- Byrne *et al.* (2007), por outro lado, estudaram o resultado obtido no cálculo do justo valor dos planos de pensões sob três ópticas diferentes, concluindo que sob distintas ópticas obtém-se distintos resultados, desigualdades essas provenientes dos pressupostos assumidos.
- Scott (1994) executou o seu estudo com o intuito de perceber a associação entre o incentivo ou desincentivo dos gestores na divulgação da informação contabilística relativa aos planos de pensões de benefícios definidos, concluindo pela existência de relação entre o referido factor e o custo de propriedade, assim como a existência de economias de custos.

3.3. A RELAÇÃO ENTRE O ASSOCIADO E O PLANO DE PENSÕES

Neste ponto, pretende-se abordar os aspectos que cercam a relação entre o associado e os planos de pensões, no intuito de analisar as relações e influências existentes entre os referidos elementos, tendo em conta nessa análise, por um lado, o financiamento dos planos de pensões, e, por outro, a influência dos cálculos actuariais no relato financeiro.

3.3.1. O FINANCIAMENTO DOS PLANOS DE PENSÕES

Os planos de pensões envolvem a aplicação de montantes avultados para uma estratégia definida a longo prazo, estando na base da referida estratégia as reformas dos empregados da empresa associada. Os fundos de pensões são geridos autonomamente e têm limites muito restritivos, criados particularmente pela existência de uma restritiva legislação em vigor, que impede aos associados, nomeadamente, a utilização dos activos do plano como fonte de financiamento. A relação entre o associado e o plano de pensões pode levar, por vezes, ao “congelamento” ou à extinção do plano, comprometendo desse modo os montantes que suportam os referidos planos.

Carroll e Niehaus (1998) elaboraram um estudo que procura analisar a relação entre o financiamento dos planos de pensões e os *ratings* empresariais. O contributo dos referidos autores passa pela identificação da existência de planos com activos em excesso e planos com responsabilidades não financiadas, que influenciam simetricamente a avaliação do endividamento.

O estudo evidenciou que planos de pensões com elevados défices provocam uma diminuição dos *ratings* e que os planos de pensões com excesso de activos provocam um aumento dos *ratings*. No entanto, existe uma relação não proporcional entre os referidos elementos, tendo em conta que uma variação nestes montantes ocasionam variações díspares no *rating*, designadamente, através de uma variação nos passivos a influência no *rating* aparenta ser superior à variação equivalente nos activos do plano.

Os resultados obtidos pelos autores, através da correlação entre as variáveis escolhidas, identificaram que os planos de pensões não financiados concorrem como passivos no balanço, de igual modo com os restantes créditos da entidade, sendo esta uma fatia representativa da elevada responsabilidade assumida por tais entidades desde o início da constituição do plano. Os autores sugerem ainda a realização de novos estudos acerca do tema, designadamente, através da correlação de um maior número de variáveis.

Stone (1987), por sua vez, procurou analisar se a existência de um *superavit* num plano de pensões, isto é, quando o valor actual das responsabilidades do plano é inferior ao valor dos activos do plano, pode ser explicado por decisões de financiamento da

entidade detentora (associado). Na presença de um *superavit*, nos termos regulamentares, as entidades não podem utilizar esse montante como fonte de financiamento própria, o que leva a uma interrogação lógica: deve a entidade financiar o plano de pensões ou deverá cessá-lo?

O estudo investiga assim se, em tais circunstâncias, existe uma relação entre o *superavit* e as decisões de financiamento da entidade no que diz respeito à contribuição para o plano de pensões, tendo em conta que os activos pertencem a um fundo autónomo e, desse modo, encontra-se afastada a hipótese de utilização dos activos como fonte própria de financiamento empresarial.

O estudo identificou a existência de 208 entidades com planos de pensões em tais circunstâncias (*superavit*), 58 das quais encerraram os seus planos. Note-se que os referidos planos foram encerrados num espaço temporal de 2 anos, compreendidos entre os anos de 1982 a 1984.

Baseado no quadro analítico desenvolvido por Myers e Majluf (1984), o estudo analisa então a probabilidade de cessação dos planos de pensões em situação de *superavit*.

Stone (1987) utilizou as seguintes variáveis para evidenciar a referida relação:

- A capacidade da empresa para se financiar com capital próprio em vez de alheio;
- A cotação de mercado da empresa;
- A disponibilidade de financiamento para o fundo de pensões; e
- Os custos de extinção do plano.

A referida autora concluiu que a gestão do fundo tem uma relativa flexibilidade para a acumulação de uma margem financeira e que encerrar um plano de pensões é mais provável numa empresa que reúna cumulativamente as seguintes premissas:

- Que gere menores recursos internos
- Quando o mercado atribui valor inferior aos fluxos de tesouraria
- Quando têm incentivos para evitar o financiamento adicional

Comprix (2007) analisou a relação entre os factores envolvidos na decisão de congelamento dos planos de pensões de benefício definido. O autor admite a existência de três níveis de congelamento, nomeadamente, o “*hard*”, o “*soft*” e o parcial, diferenciando-os da seguinte forma:

- **Congelamento “*hard*”** – a empresa elimina todos os acréscimos de benefícios a todos os colaboradores;
- **Congelamento “*soft*”** – existe quando não há aumentos adicionais nas contribuições dos planos;
- **Congelamento parcial** - todos os colaboradores que entrarem na empresa após esta decisão não têm direitos sobre o plano.

O autor identificou ainda os pressupostos contabilísticos que estão na base do referido congelamento, tendo o cuidado de identificar as variáveis associadas à decisão de congelamento. Assim, e numa primeira análise, verificou-se que tais decisões são tomadas após a queda das taxas de juro do mercado, havendo de imediato um constrangimento por parte dos colaboradores e sindicatos. Devido à pressão dos colaboradores e dos sindicatos, as entidades são forçadas à manipulação do relato dos planos de pensões nas suas contas, evidenciado no estudo através do exagero nos pressupostos actuariais, de modo a aumentar a carga económica aparente nos planos de benefícios definidos. O autor identificou que os pressupostos particularmente objecto de manipulação nesse contexto são as taxas de retorno esperadas dos activos do plano e as taxas de desconto utilizadas para o cálculo do valor presente.

Ressalte-se que a SFAS 87 identifica, para cálculo do valor presente das responsabilidades inerentes aos planos, três pressupostos, nomeadamente: a taxa de desconto, a taxa de retorno e a taxa de crescimento dos salários. Tais pressupostos influenciam os cálculos das responsabilidades da seguinte forma:

- Um aumento na taxa de retorno esperada reduz o custo das pensões;
- Um aumento na taxa de crescimento salarial provoca um aumento da obrigação de benefícios projectados;
- Um aumento na taxa de desconto provoca uma diminuição na obrigação projectada dos benefícios em termos de valor presente.

De acordo com o referido autor, a norma permite distintas abordagens para a entidade empregadora mensurar os planos, fazendo referência aos seguintes parágrafos: ao parágrafo 45, relativamente aos elementos a ter em conta na confecção da taxa de retorno esperada; ao parágrafo 46, para os itens a ter em conta na determinação da taxa de crescimento salarial; e, por fim, ao parágrafo 44, no que diz respeito aos elementos a ter em conta na confecção da taxa de desconto.

No contexto da análise das determinantes e condicionantes que cercam as decisões das entidades no que diz respeito ao congelamento dos planos de pensões de benefício definido concluíram que os colaboradores assumem melhor o congelamento dos planos de pensões, nos casos em que as entidades encontram-se em dificuldades de geração de *cash flows* e, por consequência, a atravessar dificuldades financeiras a curto prazo. O número de empregados, tal como os acordos colectivos de trabalho, condicionam o congelamento dos planos: a primeira, na medida em que muitos trabalhadores conseguem exercer maior pressão sobre a entidade empregadora; a segunda relacionada com a força dos sindicatos. Os resultados igualmente evidenciam que os empregadores são levados a congelar os planos de pensões devido à intenção de manter os planos em linha com os requisitos exigidos no âmbito da constituição do referido plano.

Este capítulo aborda, assim, distintas problemáticas associadas ao financiamento dos planos de pensões. Os autores atrás referenciados demonstraram em seus estudos que o financiamento dos planos tem influência em distintas variáveis, nomeadamente:

- Carroll e Niehaus (1998) concluíram que há uma relação entre o financiamento dos planos de pensões e o *rating* empresarial, embora não na mesma proporção;
- Stone (1987) concluiu no seu estudo que as gestões dos planos têm flexibilidade para a acumulação de margens financeiras, assim como pela existência de uma razoável probabilidade das entidades que têm os planos de pensões financiados virem a encerrá-los, desde que cumulativamente reúnam as premissas identificadas pela autora; e
- Comprix (2007) concluiu que o número de empregados e os acordos colectivos são condicionantes ao congelamento dos planos, assim como o facto de que os

colaboradores assumem melhor o congelamento dos planos nos casos em que as entidades apresentam dificuldades em termos de geração de *cash flows*.

3.3.2. A INFLUÊNCIA DOS CÁLCULOS ACTUARIAIS NO RELATO FINANCEIRO

Há regras definidas pelos normativos contabilísticos segundo as quais são delineados caminhos a seguir para encontrar os valores presentes das responsabilidades dos planos de pensões de benefícios definidos. Por outro lado, alguns autores têm defendido, como adiante se verá, a falta de rigor na definição dos pressupostos subjacentes ao referido cálculo, deixando ao julgamento profissional do actuário a escolha dos pressupostos que melhores se enquadram a um determinado plano, nomeadamente, no que diz respeito à definição da taxa de desconto utilizados no cálculo do valor presente das responsabilidades, nas taxas de retorno dos activos do plano e das taxas de crescimento dos salários.

Gopalakrishnan e Sugrue (1995) realizaram um estudo em que analisaram as questões relativas às suposições efectuadas pelos administradores das entidades na escolha dos pressupostos actuariais utilizados nos cálculos do valor presente dos planos de pensões, de acordo com as divulgações exigidas pelo SFAS nº. 87.

Numa primeira fase questionam os factores de escolha na base de confecção dos pressupostos, nomeadamente da taxa de desconto e da taxa de crescimento salarial requeridos pelo SFAS nº. 87. Na sequência, questionam se tais hipóteses estão dependentes uma das outras.

Segundo os referidos autores, o estudo é de elevada importância para a comunidade de analistas financeiros e entidades responsáveis pela normalização contabilística, na medida em que alterações nas percentagens destes pressupostos, ainda que seja de pequena proporção, apresentam efeitos significativos na Demonstração dos Resultados e no Balanço, ao que se acresce o facto de que uma alteração de pressupostos pode pôr em causa a comparabilidade do relato financeiro.

Os autores trabalharam com uma amostra de 300 observações, concluindo que a taxa de desconto é fortemente influenciada pelo endividamento e o montante das contribuições

para o plano, sendo este o mesmo factor que influencia fortemente a taxa de crescimento salarial.

Na óptica da teoria dos mercados eficientes, os planos de pensões apresentam um tratamento idêntico ao de outras dívidas, sendo analisado de igual modo pelos gestores, nomeadamente, quando existe dúvidas acerca da responsabilidade com planos de pensões não financiados, uma vez que estes respondem particularmente pelo aumento do risco sistémico.

Os autores concluíram, assim, que as entidades com grandes responsabilidades no contexto dos planos de benefícios definidos tendem a utilizar taxas de desconto maiores, para relatar valores presentes (passivos) inferiores. No caso dos planos de contribuição definida, verificaram que as empresas com grandes responsabilidades assumidas relativamente ao plano de pensões tendem a utilizar taxas de crescimento dos salários inferiores, de modo a efectuarem menores contribuições para os planos.

Os dois pressupostos analisados neste estudo são interdependentes, segundo os mesmos autores, ficando assim evidenciado que as empresas escolhem os pressupostos que lhes sejam mais favoráveis, resultando igualmente na constatação da manipulação do relato financeiro por via da escolha de determinados pressupostos actuariais, nomeadamente, a taxa de desconto e a taxa de crescimento salarial.

Anantharaman (2011) analisou a incidência de manipulação no cálculo relativo à contabilização dos planos de pensões de benefícios definidos, particularmente no que diz respeito aos pressupostos actuariais utilizados nos cálculos efectuados pelos actuários, nomeadamente, na taxa de retorno esperada dos activos e na taxa de desconto utilizada no cálculo do valor presente das responsabilidades. O referido autor realiza uma análise à óptica dos actuários e refere ser análoga à óptica dos auditores quando da existência de incentivos económicos. Relativamente aos actuários, é constante o efeito da ameaça de perda de rendimentos por efeito das taxas, o que promove o incentivo à apresentação de pressupostos mais favoráveis ao perfil das empresas.

Os conceitos referidos neste estudo, taxa de retorno esperada e a taxa de desconto, apresentam segundo o autor componentes demasiado subjectivas, o que permite alguma “margem de manobra” aos actuários aquando da sua apresentação, tendo em conta que elevadas taxas de retorno esperadas reduzem os gastos com as pensões, ao passo que

elevadas taxas de desconto favorecem claramente o *status* de financiamento do plano. Assim, o referido estudo sugere que a ligação entre o actuário e a entidade pode pôr em causa a independência dos pressupostos apresentados e, por sua vez, favorecer a divulgação de um relato contabilístico menos apropriado.

Segundo o autor, os actuários têm dois tipos de pressupostos:

- **Os pressupostos demográficos**, que têm a ver com os participantes no plano. Tais pressupostos relacionam-se, designadamente, com as taxas de mortalidade, probabilidade de deficiências, anos de vida após a reforma, etc... existindo nesse contexto diversas tabelas relativas às probabilidades anteriormente mencionadas, o que torna difícil a harmonização dos cálculos actuariais.
- Os **económicos**, têm que ver com toda a conjuntura, quer económica, quer financeira, sendo esta a componente que permite uma maior ambiguidade nos pressupostos. Existem vários modelos para os cálculos de taxas, e nenhum está implementado como modelo a seguir, não sendo evidenciado os cálculos referentes aos referidos pressupostos.

O caminho seguido por Anantharaman (2011) neste estudo passou pela procura dos incentivos que se colocam aos actuários, no sentido de identificar se tais incentivos influenciam os pressupostos escolhidos ou recomendados para efectuar os cálculos actuariais. Nos escritórios das SGFP, os clientes com os quais estas obtêm um maior rendimento tendem a utilizar taxas de retorno esperadas superiores, apresentando, assim, uma imagem mais favorável no relato contabilístico do cliente. Da mesma forma, a taxa de desconto também tende a ser maior, beneficiando o cliente com um valor presente mais baixo do que o que seria esperado. Tais situações, segundo o autor, são recorrentes, tendo sempre como imperativo as condições macroeconómicas da conjuntura passada, presente e futura. Desse modo, conclui o autor, torna-se necessário uma revisão dos incentivos dos actuários, de modo a que essa tendência não se materialize, uma vez que os interessados passarão a ter dados mais fiáveis para utilizarem na gestão e evitando um incumprimento relativamente às responsabilidades assumidas com os beneficiários do plano.

Newell, Kreuze e Hurtt (2002) abordam a questão da escolha dos pressupostos actuariais utilizados para o cálculo do valor presente das responsabilidades com os planos de pensões. Segundo os autores, a maior preocupação prende-se com o facto de as empresas escolherem, tendencialmente, os mesmos pressupostos actuariais que estão na base dos cálculos actuariais. Os referidos autores testam, assim, a relação existente entre os pressupostos utilizados para o cálculo das pensões e o *status* de financiamento do plano de pensões (défice ou *superávit*).

Os pressupostos referenciados pelos autores dizem respeito à taxa de desconto, à taxa de crescimento salarial e a taxa de retorno esperado dos activos do plano, utilizando os autores as referidas variáveis para analisar a relação existente com a identificação do *status* de financiamento. Para os autores, em grande parte das vezes, os interessados na informação contabilística não reconhece o impacto que os referidos pressupostos provocam nas Demonstrações Financeiras. Estes autores dão muita importância à taxa de retorno esperada e à taxa de desconto nos cálculos actuariais, afirmando que os gestores das entidades, investidores e gestores de fundos de pensões devem ter mais atenção a estas taxas, tendo em conta que uma qualquer alteração em tais pressupostos pode inibir uma iniciativa de comparação entre os planos e, conseqüentemente, na comparabilidade do relato financeiro.

As informações que advêm dos planos de pensões devem, tanto quanto possível, apresentar uma imagem verdadeira e apropriada que sirva de base de apoio à gestão dos planos de pensões, aos gestores das empresas participantes e também a todos os interessados nessa informação. O financiamento do plano deve ser o mais apropriado de modo a evitar futuras perdas ou contribuições desnecessárias bastante avultadas, devido ao facto de não terem contribuído atempadamente e com os montantes necessários.

O *status* de financiamento (25 empresas mais financiadas e 22 empresas menos financiadas) será a variável independente utilizada para a analisar a justificação da existência dos pressupostos assumidos. Os dados analisados durante o período de 1999 e 2000 permitiram aos autores concluir que as entidades revelam maiores retornos reais dos activos do plano em 1999, comparativamente com o ano 2000. Tal diferença é justificada a partir das carteiras de acções que tais entidades detinham em 1999, face às carteiras de obrigações que detinham em 2000.

A questão prende-se com o facto de que o justo valor dos activos do plano de pensões tende a ser o mais próximo possível do valor presente das responsabilidades futuras com o plano, uma vez que o valor presente das obrigações futuras do plano são calculadas com base, para além de outros pressupostos, na taxa de desconto e na taxa de crescimento dos salários.

Desta forma, os autores acreditam na possibilidade da manipulação dos dados que servem de apoio aos cálculos efectuados, sugerindo, assim, a existência de dúvidas acerca dos pressupostos assumidos, nomeadamente, se tais indicadores identificam a realidade, particularmente num contexto em que não existe uma relação directa e imediata entre os pressupostos assumidos e o retorno real dos activos do plano. No entanto, concluíram que as entidades com os planos de pensões totalmente financiados assumem maiores taxas de desconto e maiores taxas de retorno esperadas sobre os activos do plano, comparativamente às entidades com planos menos financiados.

Os estudos abordados neste ponto fazem referência, particularmente, à possibilidade de manipulação dos pressupostos actuariais que estão na base de cálculo do valor actual das responsabilidades dos planos de pensões. De facto, parece unânime entre os autores apresentados nesse contexto que determinados factores conduzem os actuários ao enviesamento dos valores apresentados, pondo em causa, desse modo, a fiabilidade do relato financeiro, conforme apresentado nas linhas que se seguem:

- Gopalakrishnan e Sugrue (1995) concluíram que existem características comuns em determinadas entidades, que actuam da mesma forma, na escolha dos pressupostos para o cálculo da taxa de desconto e da taxa de crescimento salarial. Afirmam que cada entidade tem a opção de escolha quanto ao pacote de pressupostos a ter em conta, de modo a obterem um maior benefício.
- Anantharaman (2011) concluiu que existe uma relação entre os incentivos económicos dos actuários e os pressupostos escolhidos para o cálculo da taxa de retorno e da taxa de actualização, beneficiando desse modo as entidades que usufruem desses dados, por sua vez reflectidos nas demonstrações financeiras publicadas pelas referidas entidades.

- Newell, Kreuze e Hurtt (2002) concluíram, em síntese, que as empresas com planos de pensões totalmente financiados assumem taxas mais elevadas de desconto e de retorno esperadas dos activos do plano, comparativamente a entidades menos financiadas.

3.4. PROPOSTA DE ESTUDO PARA ESTA DISSERTAÇÃO

Em síntese, a abordagem desenvolvida ao longo desta dissertação passou pela análise de distintas vertentes, desde o enquadramento dos fundos de pensões e, no âmbito destes, dos planos de pensões, até à relação entre o associado e o plano de pensões.

Inicialmente, foi analisado a situação dos fundos de pensões em Portugal, nomeadamente, os tipos de gestão dos activos dos plano, a legislação relacionada, assim como as limitações impostas pelas entidades supervisoras no contexto da regulação e dos mecanismos de garantia de informação, assim como as diferentes abordagens regulamentares relativas às políticas de investimento.

Numa segunda fase foram analisadas, em particular, as ópticas de tratamento contabilístico dos planos de pensões, evidenciando as dificuldades inerentes, apresentadas pela comunidade científica, relativamente ao relato contabilístico dos planos de pensões.

De acordo com os autores referenciados nesta parte da investigação, uma das grandes preocupações das entidades, associados do plano, parece residir, em especial, na determinação do montantes que vão dispendir para o plano de pensões de benefício definido em cada período, de modo a manter o referido plano devidamente financiado no momento de ressarcir os beneficiários.

Assim, e nesse contexto, foram apresentados estudos que abordam a relação entre os pressupostos actuariais utilizados no cálculo do valor presente das responsabilidades do plano de pensões e a manipulação no relato financeiro.

Na sequência da revisão de literatura então efectuada, esta dissertação passará pela análise da existência de associação entre determinados factores que caracterizam os associados, denominados de factores explicativos, nomeadamente, a dimensão, o endividamento e a rendibilidade, e os elementos caracterizadores dos planos de pensões, igualmente analisados nesta parte da dissertação.

De modo a cumprir os referidos objectivos, e tendo por base os estudos divulgados nesse contexto, a próxima parte desta dissertação (Metodologia) passará então pela apresentação das hipóteses propostas para este estudo, assim como a amostra seleccionada, a forma como os dados foram recolhidos e o tratamento estatístico subjacente à análise dos referidos dados.

4. METODOLOGIA

Esta parte do trabalho dedica-se à divulgação dos aspectos metodológicos que cercam o estudo divulgado no contexto desta investigação, apresentado na parte que se segue (Apresentação e Discussão dos Resultados). Encontra-se dividida em três capítulos, a partir dos quais são apresentadas as hipóteses do estudo efectuado, as características relativas aos dados recolhidos e a caracterização da amostra e, por fim, a identificação do tratamento estatístico efectuado aos dados recolhidos.

4.1. HIPÓTESES DO ESTUDO EFECTUADO

Na sequência dos estudos apresentados na parte precedente (Referencial teórico), esta parte da dissertação destina-se a divulgar os elementos subjacentes ao estudo empírico então efectuado, tendo em conta os objectivos previamente definidos, nomeadamente, a existência de associação significativa entre os associados, a partir da análise de determinados factores explicativos, nomeadamente, a dimensão, o endividamento e a rendibilidade, e os planos de pensões de benefícios definidos subscritos por tais entidades.

A dimensão das entidades assume-se como um dos factores que tem sido objecto de estudos que se têm igualmente centrado no meio empresarial, tal como os estudos desenvolvidos por Stone (1987) e Pereira (2010), este último em Portugal.

Para este estudo, foram desenvolvidas três hipóteses de associação entre o factor dimensão e os planos de pensões, nomeadamente:

H₁: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

H₂: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e o activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

H₃: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e as variações anuais no activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

Relativamente à primeira hipótese (H_1), pretende-se averiguar se a dimensão das entidades apresenta-se significativamente associada ao défice evidenciado nos planos de pensões, sendo este último indicador representativo da diferença entre o activo e o valor presente dos planos de pensões.

Por outro lado, justifica-se igualmente o desenvolvimento de hipóteses que permitam perceber a eventual existência de uma associação significativa entre o mesmo factor (dimensão) e o activo total do plano, por um lado, hipótese defendida em H_2 , e a variação anual de tais activos, evidenciada em H_3 .

Nestes últimos anos, o sistema económico e financeiro tem vivido graves dificuldades provenientes da crise mundial, que teve a sua génese nos Estados Unidos da América.

Deste modo, hoje, existem entidades com graves dificuldades financeiras, o que implica reconsiderar os custos associados ao seu exercício, que anteriormente não tinham relevância.

No contexto do factor endividamento, foi definida uma única hipótese de associação entre as entidades incluídas no PSI 20 e os planos de pensões, apresentada nas linhas que se seguem:

H₄: Há uma associação significativa entre o endividamento das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

Na base dessa hipótese encontra-se o entendimento generalizado de que as entidades que possuem um maior equilíbrio financeiro estão predispostas a financiar um plano de pensões dos seus colaboradores, tendo em conta que uma estrutura financeira sólida irá permitir o desenvolvimento da referida acção. Comprix (2007), designadamente, aprofundou esta temática, no sentido de compreender as motivações que estavam na base do congelamento dos planos de pensões por parte das entidades.

Por fim, um outro indicador habitualmente utilizado em estudos dessa natureza é o relacionado com o factor rendibilidade (Pereira, 2010; Byrne *et al.*, 2007), particularmente a rendibilidade do capital próprio, que identifica aos utilizadores a relação entre cada unidade de capital próprio e a geração anual de resultados.

De facto, o défice nos planos de pensões é uma preocupação constante das entidades, por factores regulamentares inerentes ao financiamento de tais planos, já referidos em

pontos anteriores. Particularmente em períodos de agravamento na geração dos resultados e, conseqüentemente, nos rácios de rendibilidade, a preocupação dos associados pode reflectir-se na necessidade de assegução de uma cada vez maior rendibilidade dos activos detidos pelo plano, de modo a que os associados realizem menores contribuições nesse período. Neste sentido, foi então desenvolvida a hipótese apresentada nas linhas que se seguem:

H₅: Há uma associação significativa entre a rendibilidade das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

Os pontos que se seguem desta dissertação destinam-se a caracterizar os dados recolhidos e a amostra utilizada e, na sequência, as técnicas de análise estatística utilizadas para testar as referidas hipóteses.

4.2. RECOLHA DE DADOS E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

O estudo apresentado nesta dissertação tem por base os elementos extraídos das Demonstrações Financeiras inseridas no Relatório e Contas Consolidadas, compreendendo a amostra, por sua vez, as entidades com valores mobiliários admitidos à negociação na *Euronext* Lisboa incluídas no índice *PSI-20*, durante o período compreendido entre 2005 e 2009, correspondendo assim, numa primeira fase, a uma abordagem baseada fundamentalmente na análise de conteúdo. A escolha deste tipo de procedimento mostrou-se mais adequada aos objectivos definidos para este estudo, tendo em conta a localização da informação objecto de análise.

Tendo por base o objecto desse estudo, foi necessário proceder-se a uma selecção das entidades incluídas na amostra, tendo sido consideradas apenas as entidades que permaneceram no índice PSI 20 durante o período de 2005 a 2009 e que apresentam planos de pensões de benefícios definidos divulgados nos respectivos anexos.

A tabela que se segue apresenta as entidades que, simultaneamente, em quaisquer dos anos abrangidos por este estudo, foram incluídas no índice português PSI 20 e que, no Relatório e Contas Consolidado, apresentavam divulgações relativas aos planos de pensões de benefícios definidos:

Tabela 4 Entidades do PSI 20 objecto de estudo em cada ano

ISIN CODE	DENOMINAÇÃO	2005	2006	2007	2008	2009
PTALT0AE0002	ALTRI	X	X	X	X	X
PTBCP0AM0007	BCP	X	X	X	X	X
PTBES0AM0007	BES	X	X	X	X	X
PTBPI0AM0004	BANCO BPI	X	X	X	X	X
PTBRI0AM0000	BRISA	X	X	X	X	X
PTCPR0AM0003	CIMPOR, SGPS	X	X	X	X	X
PTEDP0AM0009	EDP	X	X	X	X	X
PTJMT0AE0001	J.MARTINS, SGPS	X	X	X	X	X
PTMEN0AE0005	MOTA ENGIL	X	X	X	X	X
PTPTC0AM0009	PORTUGAL TELECOM	X	X	X	X	X
PTSEM0AM0004	SEMAPA	X	X	X	X	X
PTGAL0AM0009	GALP ENERGIA NOM	---	X	X	X	X
PTINA0AP0008	INAPA	---	---	---	---	X
PTPTI0AM0006	PORTUCEL	---	---	X	X	X
PTREL0AM0008	REN	---	---	X	X	X
PTS3P0AM0017	SONAE IND, SGPS	...	X	X	X	X
PTIPR0AM0000	IMPRESA SGPS	X	X	X	---	---
PTCFN0AE0003	COFINA	X	...	---	---	---
PTNBA0AM0006	NOVABASE	---	X	---	---	---
PTBNF0AM0005	BANIF SGPS	---	---	---	---	X

Note-se, no entanto, que das entidades acima apresentadas, e em consonância com as linhas metodológicas anteriormente definidas, apenas onze entidades foram incluídas na amostra em análise, tendo em conta a sua permanência no PSI 20 durante todo o período de abrangência deste estudo.

Ressalte-se ainda que o período seleccionado para este estudo reúne as condições idênticas de comparabilidade, tendo em conta que 2005 foi o ano da adopção pela primeira vez das Normas Internacionais de Contabilidade, nos termos do Regulamento 1606/2002/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho.

A escolha desta amostra baseia-se na inclusão das entidades de maior dimensão que operam em Portugal e que têm informação de fácil acesso, tendo ainda em conta o facto de os planos de pensões de benefícios definidos exigirem, em geral, montantes avultados de investimento e de financiamento, elementos igualmente tidos em consideração na selecção da amostra para este estudo.

O acesso à informação objecto deste estudo foi obtido através da consulta à página web da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), onde os referidos documentos encontravam-se disponíveis para consulta, bem como, a título acessório, à informação estatística disponível no site da *NYSE Euronext* de Lisboa.

Os elementos recolhidos no contexto das hipóteses anteriormente apresentadas encontram-se identificados na tabela que se segue:

Tabela 5 Quadro identificativo dos elementos recolhidos

Elemento:	Denominação
ACT	Activo total
CAP_BOLS	Capitalização Bolsista
CP	Capital Próprio
PT	Passivo Total
RAI	Resultado Antes de Imposto
V_AP	Valor dos Activos do Plano
VP_P	Valor Presente do Plano

Após a selecção da amostra e divulgação dos elementos objecto de recolha, foram construídas as variáveis objecto de tratamento estatístico, tendo sido necessária a conjugação de elementos para a construção das variáveis identificadas com os factores relativos aos associados, nomeadamente o endividamento e rendibilidade – baseados em rácios – assim como aos elementos recolhidos para análise de associação com os planos de pensões, em ambos os casos identificados na tabela que se segue:

Tabela 6 Variáveis utilizadas no estudo

Dimensão	Endividamento (ENDIVID)	Rendibilidade (REND)
CAP_BOLS e ACT	PT / CP	RAI / CP

Activos do plano	Défice do plano	Variação dos activos do plano
V_AP	(V_AP - VP_P)	V_AP _n - V_AP _{n-1}

As variáveis directamente relacionadas com a recolha efectuada a partir do Balanço e Demonstração de Resultados das entidades incluídas na amostra deste estudo dizem respeito aos factores dimensão, endividamento (ENDIVID) e rendibilidade (REND).

Para o factor dimensão, este estudo tem em conta duas variáveis, nomeadamente, a capitalização bolsista (CAP_BOLS) e o total de activos (ACT). A capitalização bolsista foi igualmente utilizada por Morais (2010), no sentido de verificar se a dimensão das entidades, avaliada a partir da referida variável, está associada ao tratamento contabilístico adoptado pelas entidades. O total de activos foi também utilizada por Pereira (2010), nesse último caso para avaliação do grau de divulgação relacionado com as entidades subscritoras de planos de pensões de benefícios definidos. De acordo com Stone (1987), trata-se de um elemento comumente utilizado como identificador do factor dimensão.

No que diz respeito ao endividamento, foi utilizado o rácio de solvabilidade, indicador igualmente utilizado, designadamente, por Comprix (2007), Gopalakrishnan e Sugrue (1995) e Pereira (2010). Anantharaman (2010) utilizou igualmente o factor endividamento, no entanto, a partir de um outro rácio, nomeadamente, a taxa de endividamento, baseado no quociente entre o total do passivo e o activo total. O referido rácio serviu-lhe de apoio para identificar a existência de uma associação entre os incentivos económicos recebidos pelos actuários e os pressupostos actuariais de suporte ao cálculo do valor presente dos activos do fundo.

Por fim, o rácio de rendibilidade utilizado neste estudo foi igualmente escolhido como variável por Anantharaman (2011), Morais (2010) e Pereira (2010), embora com variações relativamente ao indicador de resultados recolhido. O rácio de rendibilidade definido para este estudo utiliza o quociente entre o resultado antes de imposto (RAI) e o total dos capitais próprios, identificando, assim, a rendibilidade bruta (antes do efeito do imposto) extraída dos capitais próprios.

O segundo conjunto de variáveis utilizadas diz respeito aos elementos relativos aos planos de pensões, tendo sido a referida informação extraída exclusivamente do Anexo, particularmente as notas relativas aos Benefícios dos Empregados. Tais variáveis foram, analogamente, utilizadas por outros autores (Martí Ballester, Matallín Sáez e Fernández Izquierdo, 2007; Byrne *et al.*, 2007; Carrol, 1998; Comprix, 2007; Gopalakrishnan e Sugrue, 1995). A variável défice do plano determinada através do diferencial entre o activo total do fundo e o valor presente do plano, ao passo que a variação dos activos do plano foi calculada através da diferença entre os valores do activo do plano no ano em análise e os valores do activo do plano no ano transacto.

4.3. TRATAMENTO ESTATÍSTICO DOS DADOS

Após os elementos extraídos dos Relatórios e Contas das entidades incluídas na amostra deste estudo e posterior definição das variáveis, as variáveis foram objecto de tratamento estatístico com o suporte do *software Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 17, tendo sido utilizados métodos de análise univariada (baseadas fundamentalmente em medidas descritivas) e bivariada (através de técnicas estatísticas não paramétricas).

O método de análise univariada utilizado neste estudo terá por base a caracterização das principais medidas descritivas divulgadas, nomeadamente, medidas de tendência central e de dispersão, onde se incluem a média¹, o desvio padrão², a mediana³, os quartis⁴, os *outliers*⁵ e a amplitude inter-quartil (AIQ⁶), medidas que se apresentaram adequadas às variáveis em análise nesse contexto, expostas em tabelas de frequências e/ou representações gráficas. A análise descritiva dos dados permite identificar alguns indícios ou pistas relativamente ao objectivo da investigação. Com a análise exploratória de dados deseja-se alcançar, segundo Murteira *et al.* (2008: 72):

(i) “*exploração dos dados para descobrir ou identificar os aspectos ou padrões de maior interesse*”;

(ii) “*representação dos dados de maneira a destacar ou chamar a atenção para esses aspectos ou padrões*”.

Assim, e no âmbito desta primeira análise, procurou-se observar a tendência evolutiva das variáveis durante o período deste estudo (2005 a 2009), apresentando-se quadros e gráficos individualizados para cada indicador.

¹ De acordo com Murteira *et al.* (2008:21), a média é uma medida de localização que, geralmente, indica um valor central da distribuição, entendido como o valor em torno do qual se distribuem os valores da colecção.

² De acordo com Pedrosa e Gama (2004:59), o desvio padrão é uma das medidas de variabilidade mais usadas em análise estatística que indica a proximidade com que os valores estão agrupados à volta da média.

³ De acordo com Pedrosa e Gama (2004:47), a mediana é uma medida de posição não central definida pelo valor central de uma colecção após ordenar em magnitude (ordem crescente ou decrescente) o total das observações.

⁴ Os quartis, de acordo com Pedrosa e Gama (2004:57), são medidas de posição não central que dividem um conjunto de dados, preparado em ordem crescente, em quatro partes iguais.

⁵ Os *outliers* são as observações cujos os seus valores se afastam nitidamente da grande maioria dos restantes valores da colecção, sendo assim designados quando ultrapassem as barreiras internas quer superior quer inferior designadas por $Q3+1,5AIQ$ e por $Q1-1,5AIQ$ respectivamente de acordo com Murteira *et al.* (2008:32 e 33)

⁶ De acordo com Pedrosa e Gama (2004:58), a amplitude inter-quartil é uma medida de variabilidade definida pela amplitude que reflete a variabilidade da metade das observações centrais.

Os gráficos lineares serão parte integrante deste estudo, tendo em conta que a sua apresentação mostra-se apropriada à análise do comportamento de várias medidas em simultâneo. Quanto à verificação da existência de *outliers*, serão identificados os seus limites, sendo reconhecidos os outliers moderados⁷ e severos⁸ e referenciadas as entidades em que os mesmos se apresentam. A estatística descritiva é utilizada em diversos estudos desta natureza, designadamente, Gopalakrishnan e Sugrue (1995), Anantharaman (2011), Morais (2010), Byrne *et al.* (2007), Hillier e Hodgson (2007).

Através de outras técnicas de análise estatística bivariada, procurou-se avaliar, no estabelecimento da relação entre duas variáveis, podendo ou não ser estabelecida uma relação de causa e efeito, o grau de correlação existente entre as mesmas. São exemplos típicos de métodos de análise bivariada o teste para a independência de duas variáveis, com base nos coeficientes de correlação linear de *Pearson*, *Spearman*, ou *Kendall's Tau_b* (Reis: 1997), tendo sido escolhido para este estudo o coeficiente de correlação de *Spearman* com testes de significância *Two-tailed*⁹, uma vez que, tratando-se de um teste não paramétrico, não existe a necessidade de obter-se um conhecimento prévio da direcção da associação das variáveis em análise. Desta forma, e de acordo com Murteira *et al.* (2008: 457) importa referir que os testes paramétricos distinguem-se dos não paramétricos pelo facto de estes últimos não exigirem uma amostra com distribuição normal essencialmente quando esta tem uma dimensão igual ou inferior a 30. Assim, os testes não paramétricos, uma vez que não necessitam de requisitos tão fortes como os paramétricos, são mais indicados para a aplicação em amostras mais pequenas, como é o caso da amostra seleccionada para este estudo.

O nível de significância (ou *p-value*)¹⁰ é a probabilidade de obter-se resultados fora da região de possibilidades de conclusão. Se o *p-value* for inferior a 5% ($p < 0,05$), nos termos do nível de significância adoptado neste estudo, a correlação é significativa e as duas variáveis são linearmente dependentes ou relacionadas.

⁷ Os outliers moderados são representados na prática por x_i tal que $[Q1-1,5AIQ > x_i > Q3+1,5AIQ]$ ou $[Q1-3AIQ < x_i < Q3+3AIQ]$, Murteira *et al.* (2008:32).

⁸ Os Outliers severos são representados na prática por x_i tal que $[Q1-3AIQ > x_i > Q3+3AIQ]$, Murteira *et al.* (2008:32).

⁹ *Two-tailed* ou teste bicaudal é um teste de significância estatística no qual o desvio da hipótese nula é considerado possível em qualquer direcção.

¹⁰ O *p-value*, ou nível de significância associado ao valor observado da estatística-teste, segundo Murteira *et al.* (2008:406), é a probabilidade de obter este valor ou outro mais desfavorável para a hipótese nula, admitindo que esta hipótese é verdadeira.

O coeficiente de Spearman (ver Tabela 7) é um indicador que varia entre -1 e 1, sendo que, quanto maior for a aproximação destes limites, maior é a associação entre as variáveis em estudo. Este coeficiente é calculado conforme o nome indica pela divisão abaixo apresentada:

Tabela 7 Coeficiente de Spearman

Coeficiente de Spearman

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n^3 - n}$$

Fonte: Adaptado de Murteira *et al.* (2008)

Esta técnica estatística, a correlação, já foi utilizada em vários estudos que abordam a mesma temática, dos quais se destacam os seguintes autores: Scott (1994), Stone (1987) e Anantharaman (2011).

No contexto da análise da correlação, e à excepção das variáveis ENDIVID e REND, as variáveis analisadas neste estudo foram objecto de logaritmação (ln), de modo a suavizar a respectiva tendência exponencial e assim obter-se um resultado mais fiável e consistente ao longo do período, adoptando-se desta forma o mesmo recurso utilizado, designadamente, por Anantharaman (2010) e Comprix (2007).

5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta parte do trabalho dedica-se a apresentar os principais resultados obtidos no âmbito deste estudo, a partir dos dados recolhidos e com base nas técnicas de análise estatística definidas na parte precedente. Encontra-se, desse modo, subdividida em dois capítulos, a partir da divisão subjacente ao tratamento estatístico proposto para este estudo. No primeiro capítulo, serão apresentadas, através da análise univariada, as relações existentes entre as variáveis que justificaram as hipóteses seleccionadas no presente estudo. No segundo capítulo será apresentada uma análise bivariada, que visa testar as hipóteses enunciadas na parte precedente (Metodologia), utilizando o coeficiente de correlação de *Spearman* como técnica estatística de análise dos dados.

5.1. ANÁLISE UNIVARIADA

No presente capítulo serão expostas as medidas de tendência central, bem como as medidas de dispersão calculadas a partir dos dados recolhidos e expostas através de tabelas e gráficos. As medidas de tendência central utilizadas neste estudo foram a média, a mediana e os quartis (primeiro, segundo e terceiro quartis, apresentados, respectivamente, como “1Q”, “2Q” e “3Q”), cujas fórmulas estão expostas na Tabela 8:

Tabela 8 Medidas de tendência central

Medidas de tendência central para um conjunto de n valores observados [$x_1; x_2; \dots; x_n$]		
Média	Mediana	Quartis
$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$	Se n par, $\hat{x} = \frac{x_{\frac{n}{2}} + x_{\frac{n}{2}+1}}{2}$	1Q $\Rightarrow\alpha = 0,25$ 2Q= mediana 3Q $\Rightarrow\alpha = 0,75$
	Se n ímpar, $\hat{x} = x_{\frac{n+1}{2}}$	$Q_\alpha = x_k$
	O cálculo da mediana pressupõe a ordenação prévia das observações	Em que k é o número maior inteiro menor do que $n\alpha+1$

Fonte: Adaptado de Pedrosa e Gama (2004: 41 à 56)

As medidas de dispersão utilizadas foram, por sua vez, a AIQ e o desvio padrão, aplicadas quer para as variáveis independentes quer para as variáveis dependentes calculadas com as seguintes fórmulas expostas na Tabela 9.

Tabela 9 Medidas de dispersão

Medidas de dispersão para um conjunto de n valores observados $[x_1; x_2; \dots; x_n]$	
AIQ	Desvio Padrão
$AIQ = Q3 - Q1$	$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \left[\sum_{i=1}^n x_i^2 - n\bar{x}^2 \right]}$

Fonte: Adaptado de Pedrosa e Gama (2004: 57 à 66)

Os *outliers* são valores cuja identificação e interpretação são tarefas complexas e subjectivas. De acordo com Murteira *et. al.* (2008: 32), esses valores que se afastam nitidamente da grande maioria dos restantes valores da colecção justificam-se muitas vezes de duas maneiras:

- De erros humanos cometidos ao medir ou ao registar os dados, caso em que se deve eliminar o *outlier* do estudo;
- Da própria natureza do fenómeno em estudo, caso em que se deve manter o *outlier* na colecção.

No contexto desta dissertação, as variáveis serão individualmente expostas em quadros e gráficos, tanto em termos de possíveis tendências como no contexto da análise evolutiva, ao longo do período de 2005 a 2009.

Na Tabela 10 que se segue são expostas as medidas de tendência central e de dispersão que apoiam à análise univariada da variável total de activos, relativa ao factor dimensão.

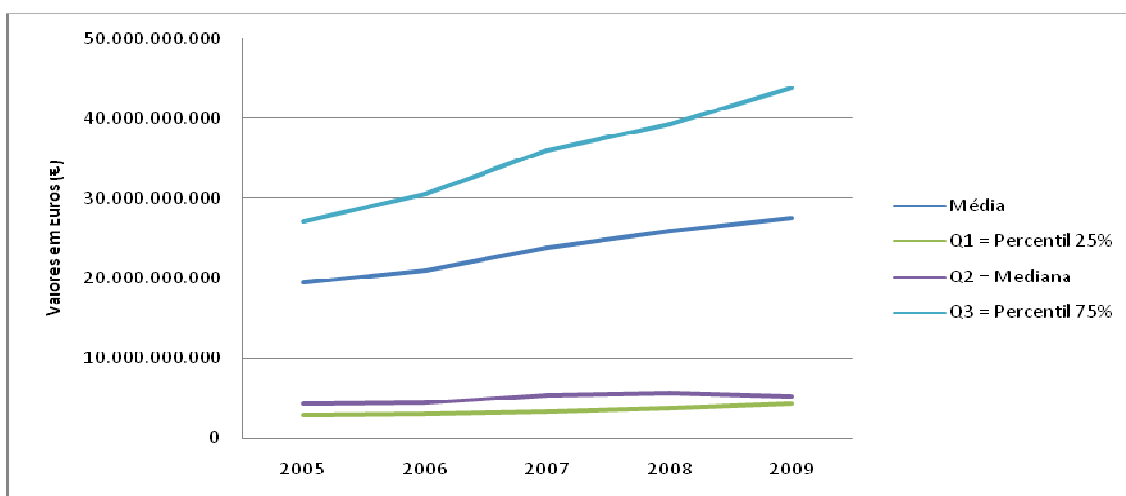
Tabela 10 Medidas descritivas da variável total de activos

Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
Média	19.436.838.000	20.959.026.182	23.881.132.727	25.828.459.000	27.593.609.206
Desvio Padrão	24.678.089.340	26.681.642.828	30.107.635.827	32.615.910.384	34.234.922.899
Q1 = Percentil 25%	2.923.155.500	3.070.299.500	3.321.732.000	3.718.108.127	4.219.278.939
Q2 = Mediana	4.311.911.000	4.43.9068.000	5.359.047.000	5.594.326.000	5.277.246.000
Q3 = Percentil 75%	27.095.841.500	30.517.197.000	36.014.878.000	39.374.184.000	43.855.368.000
Outliers moderados	1	1	1	1	0
Outliers severos	0	0	0	0	0

Com base na Tabela 10 da página anterior, verifica-se que todas as medidas descritivas apresentaram uma tendência de crescimento durante o período do estudo, à excepção da mediana em 2009. Nota-se, no entanto, uma ligeira desaceleração do referido crescimento a partir de 2008. O referido impacto pode ser imputado à Brisa que, apresentando valores no centro da amostra, corresponde à única entidade que diminuiu o total de activos no referido ano. De acordo com o Relatório e Contas da referida entidade, tal facto encontra-se relacionado com a perda de controlo da Concessão Douro Litoral, passando a ser adoptado o método da equivalência patrimonial em detrimento da consolidação pelo método integral, sofrendo desse modo uma redução ao nível dos activos intangíveis e dos activos fixos tangíveis reversíveis, não sendo a referida perda compensada pelo aumento dos investimentos financeiros.

A Figura 7 que se segue apresenta, em termos gráficos, a evolução da referida variável ao longo do período:

Figura 7 Medidas descritivas da variável total de activos



Com base na Figura 7 anterior, constata-se um acréscimo da AIQ durante o período, em consonância com o desvio padrão, demonstrando que os valores encontram-se com uma significativa dispersão, não existindo, no entanto, *outliers* severos, mas apenas *outliers* moderados. Nesse sentido, o Banco Comercial Português (BCP) foi considerado *outlier* moderado durante os anos de 2005 a 2008, devido ao avultado valor dos activos totais da referida entidade relatados nas demonstrações financeiras. Ressalve-se que, em 2009, tal facto não sucedeu em virtude do aumento relativo mais significativo,

comparativamente ao observado para o BCP, do total dos activos das restantes entidades componentes da amostra deste estudo.

A capitalização bolsista constitui, conjuntamente com o total de activos, outra variável seleccionada para este estudo representativa da dimensão, sendo indicativa do valor de mercado de uma entidade (valor atribuído pelos investidores).

Na Tabela que se segue, encontram-se as medidas de tendência central que apoiam a análise da variável capitalização bolsista.

Tabela 11 Medidas descritivas da variável capitalização bolsista

	Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
CAP_BOLS (€)	Média	3.961.964.082	5.307.099.044	5.564.687.514	3.049.360.187	3.968.727.273
	Desvio Padrão	3.439.307.513	4.176.326.821	4.307.209.818	2.749.829.361	3.262.027.287
	Q1 = Percentil 25%	1.202.124.365	1.595.712.210	2.222.959.073	1.166.222.990	1.396.500.000
	Q2 = Mediana	3.124.800.000	4.491.600.000	4.073.600.000	2.498.294.083	3.859.000.000
	Q3 = Percentil 75%	5.834.871.963	8.460.861.394	8.330.197.000	3.585.549.500	4.744.500.000
	Outliers moderados	0	0	0	1	1
	Outliers severos	0	0	0	0	0

Mediante a análise da Tabela 11, verifica-se que a CAP_BOLS das entidades em estudo exibem uma significativa volatilidade, característica deste indicador, que acompanha a evolução do PSI 20 nesse mesmo período. Desse modo, constata-se que a variável CAP_BOLS evolui favoravelmente até 2007, sofrendo no ano subsequente uma abrupta queda (recorde-se que 2008 foi o auge da crise financeira internacional) e recuperando ligeiramente em 2009.

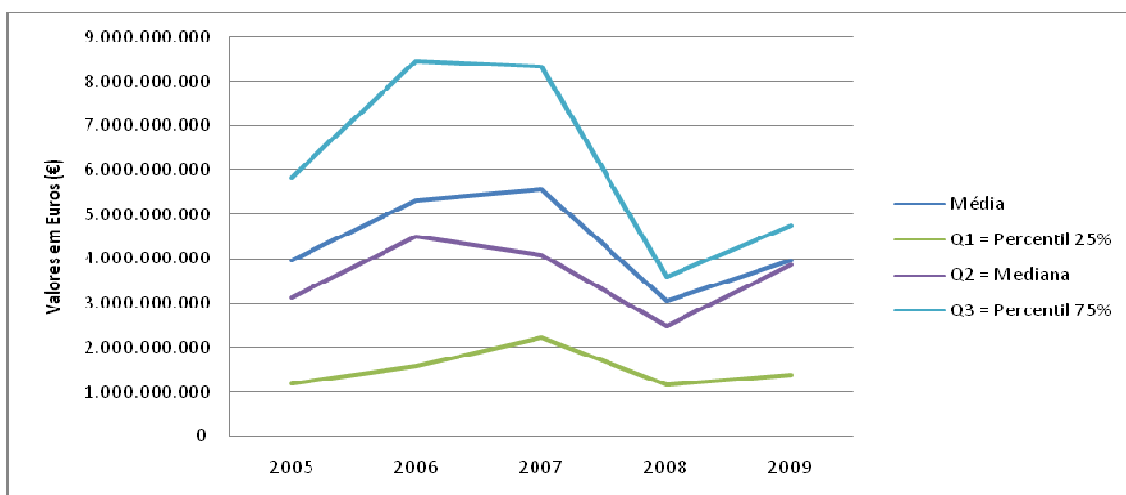
Na passagem de 2005 para 2006, o aumento significativo da média deveu-se maioritariamente à influência de seis entidades, cuja sua capitalização CAP_BOLS aumentou em mais de 1,1 mil milhões de Euros, nomeadamente, o BCP, o Banco Espírito Santo (BES), o Banco Português de Investimento (BPI), a BRISA, a CIMPOR e a Electricidade de Portugal (EDP). No entanto, a entidade que apresenta a maior variação em termos absolutos foi a EDP, cujo valor ascendeu a 11,8 mil milhões de Euros.

Em 2008 verificou-se uma queda generalizada no mercado de capitais, com maior impacto, de igual modo, para as entidades anteriormente referidas. É de evidenciar ainda, nesse contexto, o BCP com a maior descida em termos absolutos na ordem dos

6,7 mil milhões de Euros. Por outro lado, soma-se a estas a Portugal Telecom, cujas descidas neste ano foram superiores a 1,5 mil milhões de Euros.

Através de ilustração gráfica, com base na Figura 8 que se segue, verifica-se a evolução das medidas de descritivas da variável capitalização bolsista durante o período em estudo.

Figura 8 Medidas descritivas da variável capitalização bolsista das entidades



Com base na Figura 8 anterior, constata-se que todas as medidas têm uma evolução idêntica ao longo do período em análise. A AIQ evolui positivamente na passagem de 2006 para 2007, devido ao aumento absoluto reconhecido pelas mesmas seis entidades anteriormente descritas. Em 2008, a AIQ diminui abruptamente, tendo o desvio padrão atingindo nesse ano o valor mais baixo do período, devido à queda em valores absolutos identificadas para as mesmas entidades.

Nesse sentido, e de acordo com o ISP (2008: p. 186) o índice *Euronext Lisbon PSI Geral* em 2008 cedeu 42%, em linha com as principais praças mundiais, verificando-se também uma queda de 52,8% do volume de transacções face ao ano anterior, situações estas atribuídas à grande turbulência nos mercados financeiros.

Embora os valores da variável em causa apresentem variações significativas durante o período, apenas foram encontrados dois *outliers* moderados, um em 2008 e o outro em 2009. Foi a EDP considerada *outlier* em ambos os anos pois a sua CAP_BOLS ascende a 9,8 mil milhões de Euros em 2008 e 11,3 mil milhões de Euros em 2009.

O primeiro factor explicativo (dimensão), identificando-se com as variáveis total de activos e capitalização bolsista, foi analisado em termos de análise univariada, tendo-se concluído que as referidas variáveis apresentam uma evolução diferenciada ao longo do período deste estudo.

Outro factor explicativo analisado no contexto deste estudo é o endividamento, que será igualmente objecto de análise descritiva. Nesse sentido, a Tabela 12 apresenta os valores de cada medida de dispersão e de tendência central necessárias à referida análise.

Tabela 12 Medidas descritivas da variável endividamento

Análise descritiva		2005	2006	2007	2008	2009
ENDIVID	Média	6,68	6,55	7,42	8,68	8,26
	Desvio Padrão	6,70	6,12	6,40	6,50	6,57
	Q1 = Percentil 25%	2,16	2,11	2,39	3,05	2,86
	Q2 = Mediana	3,00	3,56	5,30	9,87	5,22
	Q3 = Percentil 75%	10,51	9,63	9,78	13,01	11,75
	Outliers moderados	0	0	0	0	0
	Outliers severos	0	0	0	0	0

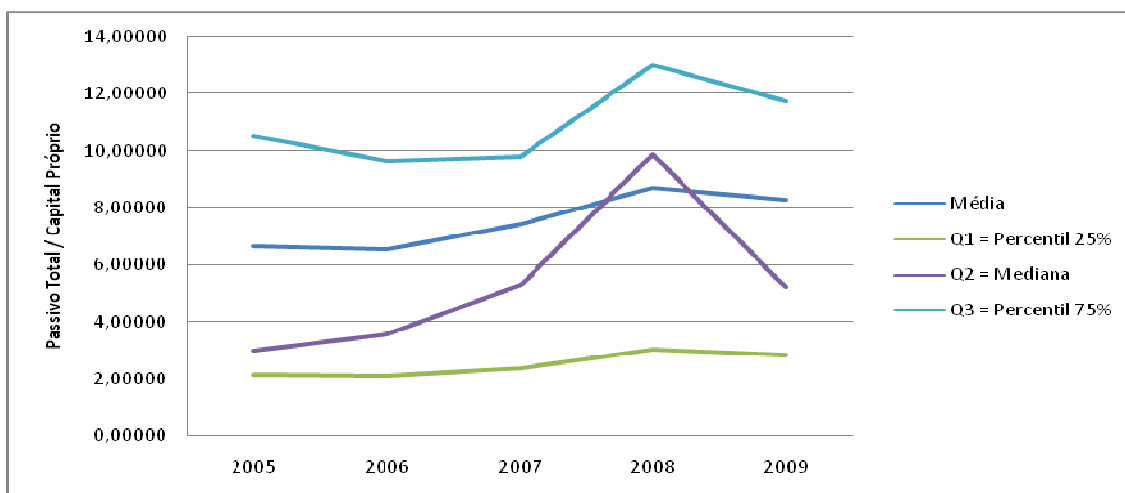
A variável endividamento apresenta uma tendência de evolução crescente no período de 2005 a 2009, exceptuando as ligeiras reduções que se verificam em 2006 e 2009. Individualmente, as entidades incluídas neste estudo apresentaram valores com variações pouco significativas, pelo que o pico evidenciado através da mediana deve-se, fundamentalmente, a um aumento significativo (o dobro) da P.Telecom. A referida entidade possuía o valor central da amostra em 2007, no entanto, superou a Mota Engil em 2008, entidade esta que em 2007 situava-se acima da mediana. Este aumento de 5,3 para 10,4 em 2008 da P.Telecom é justificado, por um lado, pela diminuição dos passivos totais na ordem dos 900 milhões de Euros e, por outro, com maior impacto, pelo aumento do capital próprio na ordem dos 1,5 mil milhões de Euros. Com base no Relatório e Contas da P.Telecom em 2008, a diminuição anteriormente mencionada pode ser atribuída aos seguintes factores:

- Aos *equity swaps* contratados sobre acções próprias da Portugal Telecom em 2008;
- Aos dividendos pagos aos accionistas;
- Aos ajustamentos de conversão cambial negativos;
- Ao impacto das perdas actuariais líquidas;
- À revalorização da infra-estrutura de condutas da Portugal Telecom.

É de salientar a inexistência de *outliers* nesta amostra, o que demonstra valores representativos de uma dispersão em níveis aceitáveis, não se identificando valores demasiadamente afastados da maioria da colecção.

Note-se, no entanto, que o crescimento acentuado do terceiro quartil de 2007 para 2008 provocou a maior AIQ da amostra ao longo do período em análise, identificado na Figura 9:

Figura 9 Medidas descritivas da variável endividamento das entidades



O aumento da AIQ de 2007 para 2008 foi influenciado pelo aumento da mediana, conforme anteriormente mencionado. Verifica-se que a maioria das entidades apresentou um aumento do endividamento, com base no ENDIVID, sendo representativo de um aumento do passivo total superior ao aumento identificado para o capital próprio.

A partir da análise da média, verifica-se que esta medida é superior à mediana em todo o período analisado neste estudo, com a excepção do ano de 2008. Tal facto é justificado pelo elevado ENDIVID das entidades bancárias, que durante o período do estudo apresentam valores superiores a 10, destacando-se nesse contexto o BPI, entidade com o índice mais elevado de ENDIVID (que apresentam valores em torno de 20, resultado de passivos 20 vezes superiores ao total do capital próprio).

A última variável independente apresentada neste estudo diz respeito ao factor explicativo relativo à rendibilidade, analisada em termos descritivos a partir da Tabela que se segue.

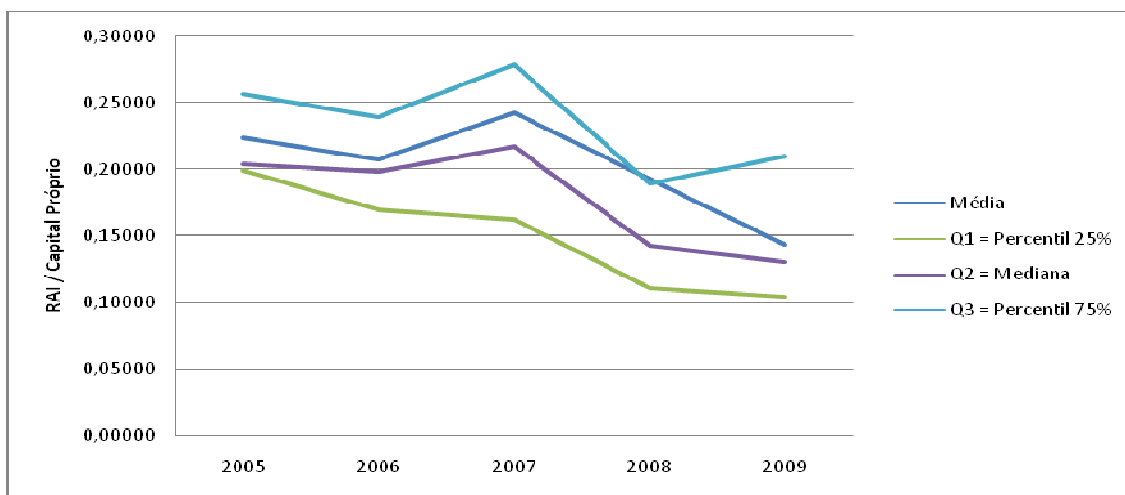
Tabela 13 Medidas descritivas da variável rendibilidade

	Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
REND	Média	0,22	0,21	0,24	0,19	0,14
	Desvio Padrão	0,11	0,06	0,11	0,20	0,16
	Q1 = Percentil 25%	0,20	0,17	0,16	0,11	0,10
	Q2 = Mediana	0,20	0,20	0,22	0,14	0,13
	Q3 = Percentil 75%	0,26	0,24	0,28	0,19	0,21
	Outliers moderados	2	0	1	0	1
	Outliers severos	0	0	0	1	1

A Tabela 13 anterior apresenta os valores das medidas estatísticas relativas à análise descritiva para a variável REND. Em termos médios, verifica-se os valores relativos à variável REND atingem o seu máximo em 2007 e o mínimo em 2009. Comparando o início do período (2005) do estudo com o final (2009), verifica-se uma acentuada redução do valor médio desta variável, indiciando que as entidades encontram-se, em termos médios, a diminuir os seus resultados antes de impostos (RAI) face ao seu capital próprio.

Relativamente às outras medidas estatísticas em análise, verifica-se um comportamento semelhante ao identificado para a média, conforme é possível constatar a partir da Figura 10 que se segue:

Figura 10 Medidas descritivas da variável rendibilidade das entidades



Com base no gráfico da página anterior (Figura 10) verifica-se que a AIQ apresenta, durante o período abrangido por este estudo, uma variação pouco significativa. No entanto, existem *outliers* severos e moderados identificados para esta variável que se destacam por apresentar valores mais afastados dos valores centrais. Em 2008, a Portugal Telecom foi a entidade identificada como *outlier* severo nesse contexto, devido ao seu valor ter atingido os 0,77, o que significa que nesse ano o RAI da entidade foi equivalente a 77% do capital próprio. Tal facto deve-se ao efeito do capital próprio, que diminuiu em torno de 1,5 mil milhões de Euros (conforme anteriormente identificado a partir da informação constante do Relatório e Contas da entidade), embora o resultado antes de imposto (RAI) tenha igualmente apresentado uma significativa redução no ano em análise (em cerca de 100 milhões de Euros).

As variáveis dependentes seleccionadas para este estudo serão igualmente analisadas em termos de medidas descritivas, sendo igualmente apresentadas em quadros e gráficos os valores encontrados. Nesse sentido, a primeira variável dependente a ser analisada nesse contexto diz respeito aos activos do fundo, encontrando-se os dados relativos à referida variável na Tabela 14 que se segue:

Tabela 14 Medidas descritivas da variável activos do plano de pensões

	Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
V_AP (€)	Média	1.161.136.770	1.267.875.440	1.330.059.782	1.149.883.376	1.241.027.597
	Desvio Padrão	1.584.943.035	1.747.632.084	1.795.394.749	1.641.568.628	1.729.726.545
	Q1 = Percentil 25%	14.176.067	18.948.906	19.026.385	17.999.075	16.779.757
	Q2 = Mediana	140.474.142	156.950.033	145.637.604	139.531.809	150.801.537
	Q3 = Percentil 75%	2.008.200.500	2.146.352.500	2.275.318.616	1.897.438.588	2.076.525.260
	Outliers moderados	1	1	0	1	1
	Outliers severos	0	0	0	0	0

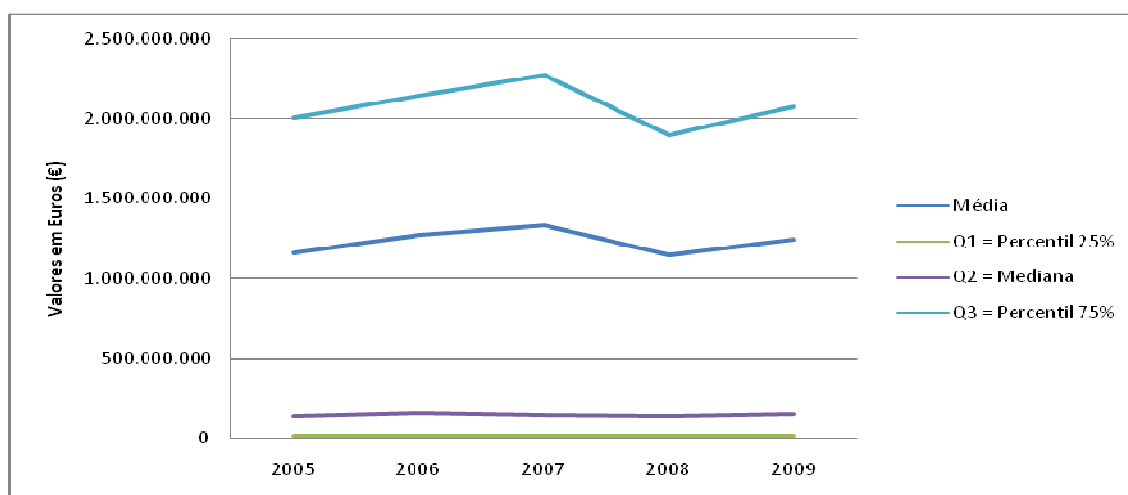
Da análise à Tabela 14, verifica-se que os valores dos activos dos planos de pensões representados pelas medidas descritivas identificadas na tabela apresentam uma evolução positiva até ao ano de 2009, apresentando excepcionalmente uma evolução desfavorável na passagem de 2007 para 2008.

É possível ainda identificar, com recurso à mesma tabela, que não existem *outliers* moderados apenas no ano de 2007, inexistindo, no entanto, *outliers* severos ao longo de todo o período em análise. O *outliers* moderado identificado no período referenciado diz

respeito ao BCP, maior entidade bancária portuguesa de capitais privados, que apresenta montantes para os activos do plano superiores ao dobro relativamente à segunda entidade identificada com o maior montante para a referida variável. Os montantes avultados dos activos do plano apresentam uma origem histórica, identificadas com a incorporação no passado de outras instituições bancárias igualmente possuidoras de planos de pensões (ex.: Banco Mello, Banco Pinto e Sotto Mayor, entre outras).

A Figura 11 que se segue apresenta outras medidas descritivas identificadas para a variável dependente activos do plano de pensões.

Figura 11: Medidas descritivas da variável activos do plano de pensões



Com base na Figura 11 anterior, verifica-se que as medidas descritivas com maior volatilidade são a média e o Q3. No entanto, as referidas medidas mantêm a mesma amplitude entre si. Tal evolução é fortemente influenciada pelas cinco entidades cujos activos dos planos são os mais elevados da amostra, identificando uma amplitude de cerca de um milhão de euros entre estas entidades e as entidades detentoras de planos de pensões com montantes de activos mais reduzidos. Por outro lado, foi ainda identificada uma consistência na evolução das medidas descritivas apresentadas para a variável activos do plano e a mediana, verificando-se um aumento significativo desta ao longo dos anos em estudo, atingindo o seu valor máximo em 2009 e o seu mínimo em 2005, conforme se pode constatar na Figura 11.

As cinco entidades com maiores montantes de activos do plano são: o BCP, o BES, o BPI, a EDP e a Portugal Telecom. A entidade com o valor de activos do plano imediatamente inferior á EDP (entidade com menor valor de activos do plano em relação ás cinco anteriormente referidas) é a SEMAPA, cujo montante aproximado durante o período é de 150 milhões de euros face ao da EDP, que ronda os 1,2 mil milhões de euros.

A acentuada queda que se verifica, na passagem de 2007 para 2008, abrange todas as entidades incluídas na amostra deste estudo, exceptuando-se nesse contexto a Mota Engil, sendo tal evidência atribuída na generalidade à crise que assolou, nesse período, os mercados financeiros mundiais. Desse modo, as variações identificadas para esse mesmo período a partir das principais medidas descritivas identificadas para a variável em causa, é explicada com base no mesmo relatório do ISP (2008, p. 185), que refere a intensificação da turbulência nos mercados financeiros e os impactos negativos de tais efeitos no âmbito da actividade seguradora e dos fundos de pensões, através da queda dos mercados accionistas, do aumento das taxas de juro, do acréscimo acentuado dos *spreads* de crédito e ainda, da maior exposição ao risco de contraparte.

A outra variável dependente a ser analisada é o défice dos planos de pensões, igualmente necessária à análise das hipóteses propostas neste estudo. O défice dos planos deriva da diferença entre os activos do plano e o valor presente das responsabilidades do plano, verificando-se um défice sempre que o valor presente do plano seja superior ao valor dos activos do plano. Na Tabela que se segue encontram-se as medidas de tendência central que apoiam a análise da evolução da variável défice do plano de pensões identificadas no final.

Tabela 15 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões

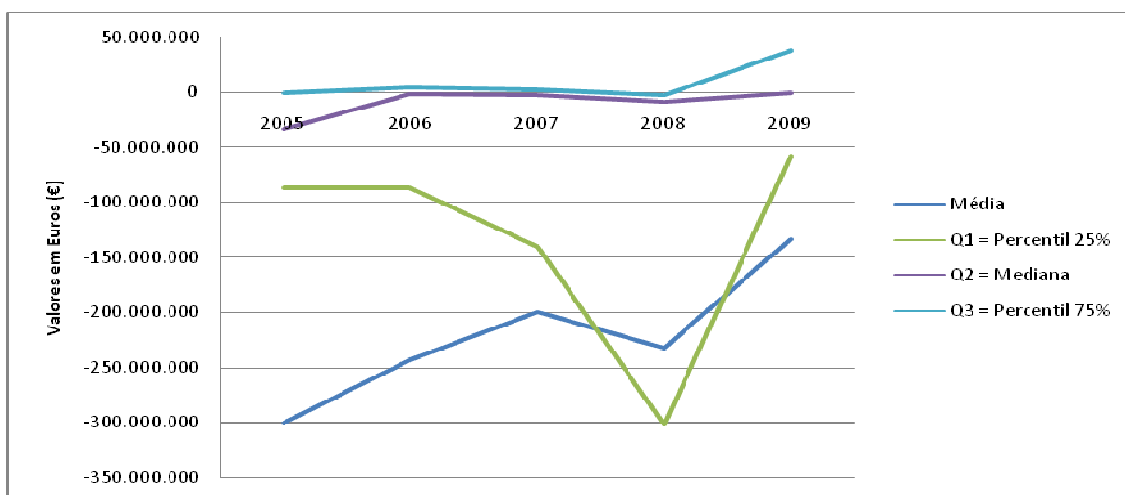
	Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
V_{AP-VP_P} (€)	Média	-300.274.076	-242.408.015	-199.053.944	-231.679.579	-133.032.057
	Desvio Padrão	650.765.482	597.126.957	526.983.813	359.187.103	372.889.052
	Q1 = Percentil 25%	-86.855.500	-87.514.053	-140.371.500	-301.834.000	-58.344.925
	Q2 = Mediana	-33.405.000	-814.993	-1.760.353	-8.247.000	-184.000
	Q3 = Percentil 75%	-767.378	4.174.258	3.070.364	-2.255.773	37.675.140
	Outliers moderados	0	0	0	2	1
	Outliers severos	2	2	2	0	3

Com base na Tabela 15 acima, verifica-se que em média, os planos encontram-se não financiados ao longo de todo o período em análise, tendo em conta o valor da média

apresentar valores negativos. É de realçar, no entanto, que apenas durante o ano de 2008 todas as entidades apresentaram valores negativos, ou seja, os activos estão deficitários em relação às reponsabilidades do plano. É nos últimos dois anos que a amostra encontra-se com menor dispersão, o que é indicado pela medida de tendência central designada por desvio padrão.

No que diz respeito à análise da mediana, verifica-se que os seus valores são igualmente negativos ao longo do período, depreendendo-se, assim, que pelo menos 50% das entidades analisadas têm os seus planos com défices, conforme é possível identificar com base na Figura 12:

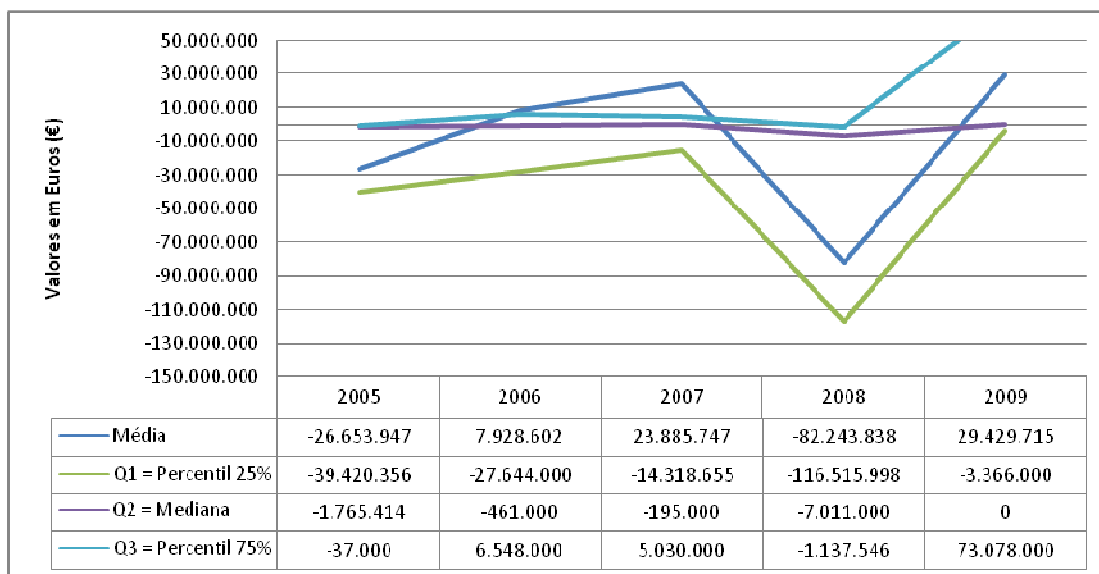
Figura 12 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões



Verifica-se, a partir da Figura 12 anterior, a evolução em termos médios da variável défice do plano de pensões, depreendendo-se que, de 2005 a 2008, a referida variável encontra-se abaixo do primeiro quartil. Durante o período em causa, foram identificados dois *outliers* severos que influenciaram significativamente a evolução da média para valores francamente negativos. Tais *outliers* severos estão relacionados com os efeitos dos défices relatados por duas entidades, nomeadamente, a EDP e a P.Telecom, que durante o período apresentaram valores que se afastavam demasiado do conjunto central de observações.

Assim, na Figura 13 que se segue será apresentada a variável défice do plano de pensões após a exclusão dos *outliers* severos referidos acima.

Figura 13 Medidas descritivas da variável défice do plano de pensões (*excluindo EDP e P. Telecom*)



Com base no Gráfico 13 anterior, é possível identificar a influência que as duas entidades já referidas exercem na evolução em termos médios da variável défice do plano de pensões. Assim, e em comparativamente com a Figura 12 anterior, constata-se que a média alterou-se significativamente após a exclusão das duas entidades (*EDP e P. Telecom*) identificadas como *outliers* severos. A média apresenta valores superiores ao Q1, aparentemente com uma amplitude semelhante entre ambos.

Verifica-se ainda um significativo aumento do défice (em termos absolutos) no ano de 2008, facto que se encontra intimamente relacionado com a conjuntura dos mercados financeiros globais. O cálculo do desvio padrão, após a exclusão dos *outliers* severos, apresenta-se significativamente mais reduzido face ao anteriormente apresentado, isto é, com a apresentação todas as entidades do estudo, identificando-se, assim, uma amostra com menor amplitude e, por sua vez, com uma maior concentração.

Como última variável objecto de tratamento estatístico, a Tabela que se segue apresenta as medidas descritivas analisadas neste estudo relativamente à variação dos activos do plano.

Tabela 16 Medidas descritivas da variável variação dos activos do plano

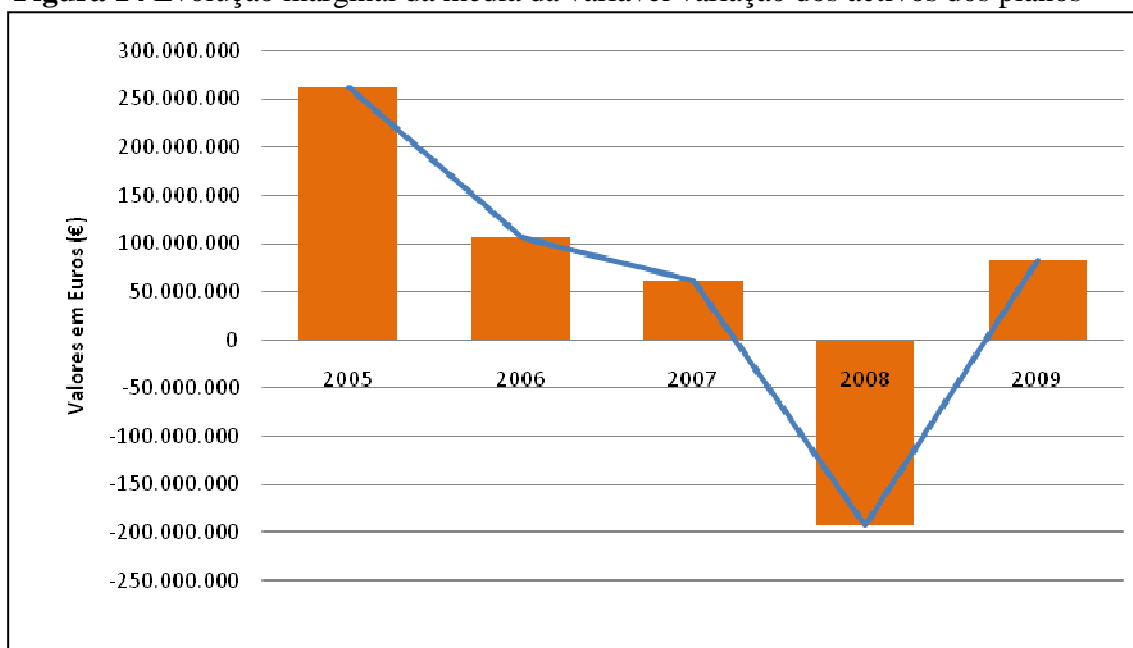
V_APn-V_APn-1(€)	Análise descritiva	2005	2006	2007	2008	2009
	Média	262.094.006	106.738.671	62.184.342	-192.356.316	83.162.676
	Desvio Padrão	422.539.109	170.602.926	108.114.677	250.012.221	115.419.251
	Q1 = Percentil 25%	-64.500	1.816.379	-22.002	-346.378.000	463.500
	Q2 = Mediana	19.133.822	16.475.891	154.962	-9.493.000	11.269.728
	Q3 = Percentil 75%	291.335.000	153.375.500	63.069.116	-1.977.342	174.950.000
	Outliers moderados	0	1	1	0	0
	Outliers severos	1	0	1	0	0

A partir da análise da Tabela 16 anterior, é possível constatar que a mediana apresenta valores positivos ao longo de todo o período do estudo, à excepção do ano de 2008, em que se constata a existência de um valor negativo, justificado pela inexistência de entidades com acréscimos positivos em relação aos activos dos planos relatados nos Relatórios e Contas do ano transacto.

Tal facto encontra-se consonante com as informações obtidas na Tabela 7, na medida em que, em 2008, todos os planos de pensões analisados apresentaram para os seus activos uma evolução desfavorável.

Para a referida variável, dada a sua composição derivar de acréscimos marginais positivos ou negativos, será apresentado um gráfico distinto dos anteriores (ver Figura 14 que se segue) que evidencia de outra forma a sua evolução em termos médios ao longo dos cinco anos analisados.

Figura 14 Evolução marginal da média da variável variação dos activos dos planos



Através da Figura 14 da página anterior é possível verificar que a média da variável em estudo apresenta decréscimos marginais ao longo de todo o período em análise, à excepção do ano de 2009 em que, com a recuperação dos mercados financeiros, é possível observar a existência de um acréscimo positivo face ao ano anterior.

Da análise efectuada, foram identificados dois *outliers* moderados nos anos de 2006 e 2007, ao passo que, em 2005 e em 2007, dois *outliers* severos. Como *outlier* severo, o BCP apresenta em 2005 um acréscimo positivo nos activos do plano, relativamente ao ano anterior, na ordem dos 1,2 mil milhões de euros, afastando-se desse modo das demais entidades analisadas no contexto desse estudo. O referido aumento deve-se, essencialmente, ao ajustamento efectuado em virtude da adopção da IAS 19, conforme informação divulgada pela entidade no Relatório e Contas de 2005.

Em 2006, o BCP é considerado um *outlier* moderado, sendo que o aumento identificado apresenta-se inferior ao aumento verificado no ano transacto, situando-se, no entanto, claramente acima da média comparativamente com as outras entidades.

Em 2007, destacam-se nesse contexto duas entidades, nomeadamente, o BES (com aproximadamente 200 mil euros) e o BPI (com aproximadamente 300 mil euros), que obtiveram os maiores acréscimos em relação à média analisada. Tais acréscimos, não sendo significativos no contexto evolutivo de tais entidades, influenciam, no entanto, os valores da amostra na qual se encontram inseridos.

5.2. ANÁLISE BIVARIADA

No ponto anterior foi efectuada uma análise univariada a partir da análise de medidas de tendência central e de dispersão para as variáveis objecto deste estudo. Através da representação gráfica, foram identificadas as tendências de evolução e o comportamento de algumas medidas descritivas ao longo do período de estudo.

Neste ponto são efectuados os testes às hipóteses, divulgando-se os resultados obtidos relativamente às hipóteses propostas para esta dissertação. As referidas hipóteses

pretendem identificar a existência de uma associação significativa entre determinados factores que distinguem as entidades, nomeadamente a dimensão, o endividamento e a rendibilidade, e os principais elementos caracterizadores dos planos de pensões.

Tais factores, conforme anteriormente mencionado, distinguem as entidades e são vulgarmente utilizados em estudos científicos relacionados com essa problemática (Anarthavawa, 2010; Comprix, 2007; Gopalakrishnan e Sugrue, 1995; Morais, 2010; Stone, 1987). Os elementos caracterizadores dos planos de pensões identificados nesta dissertação dizem respeito, por sua vez, aos activos dos planos de pensões, ao défice nos planos de pensões e à variação dos activos dos planos dos fundos.

Assim, as hipóteses desenvolvidas foram agrupadas em torno dos factores explicativos, sendo proposta a utilização do coeficiente de correlação de *Spearman* como medida de associação, representando simultaneamente uma técnica de análise bivariada. Para o cálculo do coeficiente correlação de *Spearman* será utilizado como suporte o *software* estatístico SPSS versão 17.

Recorde-se que, no contexto deste estudo, foram desenvolvidas três hipóteses de associação entre o factor dimensão e os planos de pensões, nomeadamente:

H₁: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

H₂: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e o activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

H₃: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e as variações anuais no activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

A Tabela que se segue apresenta a análise de correlação de *Spearman* efectuada para as variáveis caracterizadores do factor dimensão:

Tabela 17 Correlação de *Spearman* (factor dimensão)

		V_AP-VP_P	V_AP	V_AP n -V_AP n-1
ACT_05	Correlation Coefficient	,664*	,836**	,909**
	Sig. (2-tailed)	,026	,001	,000
	N	11	11	11
CAP_BOLS_05	Correlation Coefficient	,836**	,609*	,618*
	Sig. (2-tailed)	,001	,047	,043
	N	11	11	11
ACT_06	Correlation Coefficient	,664*	,800**	,809**
	Sig. (2-tailed)	,026	,003	,003
	N	11	11	11
CAP_BOLS_06	Correlation Coefficient	,700*	,564	,536
	Sig. (2-tailed)	,016	,071	,089
	N	11	11	11
ACT_07	Correlation Coefficient	,745**	,791**	,700*
	Sig. (2-tailed)	,008	,004	,016
	N	11	11	11
CAP_BOLS_07	Correlation Coefficient	,764**	,582	,555
	Sig. (2-tailed)	,006	,060	,077
	N	11	11	11
ACT_08	Correlation Coefficient	,645*	,755**	,682*
	Sig. (2-tailed)	,032	,007	,021
	N	11	11	11
CAP_BOLS_08	Correlation Coefficient	,718*	,409	,500
	Sig. (2-tailed)	,013	,212	,117
	N	11	11	11
ACT_09	Correlation Coefficient	,609*	,773**	,709*
	Sig. (2-tailed)	,047	,005	,015
	N	11	11	11
CAP_BOLS_09	Correlation Coefficient	,527	,209	,282
	Sig. (2-tailed)	,096	,537	,401
	N	11	11	11

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Tendo em conta as hipóteses anteriormente apresentadas, e com base na análise da Tabela 17 acima, verifica-se a existência de uma associação significativa relativamente às variáveis caracterizadoras do factor dimensão, excepto no que diz respeito à variável capitalização bolsista e as variáveis activos do plano de pensões e variação dos activos do plano.

Ressalte-se, porém, que relativamente ao ano de 2009 não foi identificada uma associação significativa entre o factor dimensão, em termos da capitalização bolsista, e os défices dos planos, assumindo-se como um ano atípico no espaço temporal definido para esta dissertação.

No contexto dos factores relativos ao endividamento e à rendibilidade, foram definidas duas hipóteses de associação entre as entidades e os planos de pensões, apresentadas na sequência:

H₄: Há uma associação significativa entre o endividamento das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

H₅: Há uma associação significativa entre a rendibilidade das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

A Tabela que se segue apresenta a análise de correlação de *Spearman* efectuada para a análise das variáveis caracterizadores dos factores endividamento e rendibilidade, anteriormente mencionados

Tendo em conta as hipóteses anteriormente apresentadas, e com base na análise da Tabela 18 seguinte, não foi possível identificar a existência de uma associação significativa relativamente às variáveis caracterizadoras dos factores relativo ao endividamento (hipótese H4) e rendibilidade (hipótese H5) e o défice do plano de pensões ao longo de todo o período repercutido neste estudo.

Tabela 18 Correlação de *Spearman* (factores endividamento e rentabilidade)

<i>Correlations</i>		
		V_AP-VP_P
ENDIVID_05	Correlation Coefficient	,182
	Sig. (2-tailed)	,593
	N	11
RENDB_05	Correlation Coefficient	,127
	Sig. (2-tailed)	,709
	N	11
ENDIVID_06	Correlation Coefficient	,155
	Sig. (2-tailed)	,650
	N	11
RENDB_06	Correlation Coefficient	,018
	Sig. (2-tailed)	,958
	N	11
ENDIVID_07	Correlation Coefficient	,291
	Sig. (2-tailed)	,385
	N	11
RENDB_07	Correlation Coefficient	-,027
	Sig. (2-tailed)	,937
	N	11
ENDIVID_08	Correlation Coefficient	,291
	Sig. (2-tailed)	,385
	N	11
RENDB_08	Correlation Coefficient	-,027
	Sig. (2-tailed)	,937
	N	11
ENDIVID_09	Correlation Coefficient	,091
	Sig. (2-tailed)	,790
	N	11
RENDB_09	Correlation Coefficient	,009
	Sig. (2-tailed)	,979
	N	11

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Desse modo, verifica-se igualmente nesse contexto uma consistência entre o resultado apurado neste ponto e a análise univariada previamente apresentada (análise em termos de medidas descritivas), tendo em conta que não foi identificada a existência de uma relação entre as referidas variáveis e a direcção do declive médio da curva.

6. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PERSPECTIVAS FUTURAS

Este último ponto do trabalho encontra-se dividido em duas partes. A primeira destina-se a apresentar as principais conclusões do estudo efectuado, ao passo que a segunda visa apresentar as suas limitações, bem como as perspectivas futuras.

6.1. CONCLUSÕES

Esta parte dedica-se à apresentação de uma síntese das conclusões obtidas a partir dos resultados evidenciados no ponto anterior, assim como as suas principais limitações e perspectivas futuras.

Recorde-se que, no âmbito deste estudo, foram definidas cinco hipóteses de associação entre os factores relativos às entidades subscritoras de planos de pensões (associados) e os elementos que caracterizam os planos subscritos por tais entidades, nomeadamente, os elementos relativos à dimensão, ao endividamento e à rendibilidade, apresentadas nos pontos que se seguem:

- **Dimensão**

As hipóteses de associação relativas ao factor dimensão definidas para estudo encontram-se adiante destacadas:

H₁: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

H₂: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e o activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

H₃: Há uma associação significativa entre a dimensão das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e as variações anuais no activo total dos planos de pensões de benefícios definidos.

No que diz respeito à **dimensão**, foram definidas neste estudo três hipóteses de associação entre o total de activos e a capitalização bolsista, elementos relativos às entidades, e o total de activos do fundo, a variação de tais activos e o défice dos planos subscritos pelas referidas entidades.

Nesse sentido, os resultados obtidos evidenciam a existência de uma associação significativa entre o factor relativo à dimensão e os défices dos planos de pensões (**H₁**), sendo a referida associação mais fortalecida com a variável capitalização bolsista. Ressalve-se, no entanto, a excepção relativa ao ano de 2009, em que não foi possível identificar a existência de tal associação, pese o facto de o coeficiente de correlação não se ter afastado significativamente dos valores mínimos requeridos para a sua verificação, tendo em conta o nível de significância definido para este estudo.

Relativamente às hipóteses **H₂** e **H₃**, os resultados obtidos evidenciam igualmente a existência de uma associação entre a dimensão das entidades e os elementos que caracterizam os planos de pensões subscritos por tais entidades, nomeadamente, o activo total do fundo e a variação anual dos activos, nessa ordem, verificando-se em tais casos (**H₂** e **H₃**) uma associação significativa apenas relativamente ao factor dimensão identificado com o total de activos da entidade.

Assim, e com base nos dados divulgados no contexto da apresentação do teste de correlação efectuado na parte precedente deste trabalho (Apresentação e discussão dos resultados), os resultados obtidos neste estudo permitem confirmar as hipóteses de associação definidas para o factor dimensão, relacionado com as variáveis activos da entidade e a capitalização bolsista, apenas no que diz respeito à variável défice do plano.

- **Endividamento**

A hipótese de associação relativa ao factor endividamento definida para estudo encontra-se adiante destacada:

H4: Há uma associação significativa entre o endividamento das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definido.

No contexto da hipótese que se segue (hipótese **H₄**), relativa ao endividamento, foi identificado neste estudo a inexistência de uma associação entre o endividamento e o total de activos do fundo.

Distintamente dos resultados encontrados para o factor dimensão, o resultado obtido neste estudo não permitem confirmar a hipótese de associação definida para o factor endividamento.

- **Rendibilidade**

A hipótese de associação relativa ao factor rendibilidade definida para estudo encontra-se adiante destacada:

H5: Há uma associação significativa entre a rendibilidade das entidades incluídas no índice nacional PSI 20 e os défices nos planos de pensões de benefícios definidos.

Por fim, relativamente à hipótese de associação entre o factor rendibilidade e o défice nos planos de pensões de benefício definido (**H₅**), não foi identificada a existência de uma associação significativa em quaisquer dos anos abrangidos por este estudo.

Identicamente aos resultados identificados para o factor endividamento, os resultados obtidos neste estudo não permitem confirmar a hipótese de associação definida para o factor rendibilidade.

6.2. LIMITAÇÕES E PERSPECTIVAS FUTURAS

Este estudo apresenta algumas limitações, a primeira das quais relacionadas com o reduzido universo de empresas analisadas (empresas incluídas no índice PSI 20 da Euronext Lisboa). A utilização de uma amostra mais alargada permitira, nomeadamente, a realização de análises que tivessem em conta os efeitos da repartição sectorial das entidades incluídas no estudo, designadamente, através da análise das diferenças que se podem constatar entre o conjunto das sociedades financeiras e sociedades não financeiras.

Outra limitação a ser referida diz respeito ao período de abrangência deste estudo que, se submetido a um período mais alargado, permitiria a realização de testes estatísticos

que analisassem mais aprofundadamente a evolução dos elementos caracterizados dos planos de pensões e o comportamento das variáveis no que diz respeito à relação entre estes e os factores relativos à dimensão, ao endividamento e à rendibilidade das entidades subscritoras dos referidos planos (associados). Acresce-se ainda a possibilidade de inclusão de novas variáveis que identificassem outras possíveis associações entre as entidades e os factores característicos dos planos de pensões subscritos pelas mesmas.

Alternativamente, novos estudos podem investigar aspectos mais qualitativos relacionados com os factores de decisão que envolvem quer as entidades quer as SGFP, nomeadamente, no que diz respeito às decisões de investimento ou à existência de uma possível manipulação dos pressupostos actuariais que servem de suporte ao cálculo do valor actual do fundo de pensões, onde se incluem o recurso a novas técnicas de recolha da informação, designadamente, através de entrevistas, e outras técnicas de análise estatística, de que são exemplos as diversas técnicas de análises de regressão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANANTHARAMAN, Divya – **Actuarial independence and pension assumptions** [Em linha]. (2010) [Consult. 6 Jun. 2010]. Disponível em: <http://www.mfa2010.com/papers/MWFASubmission.pdf>
- BERNARDINO, Gabriel – **Políticas de investimento das empresas de seguros e dos fundos de pensões. A aplicação do “prudent person plus” em Portugal.** *Revista semestral Fórum do ISP*. ISSN 1645-3603-A.8. 19 (2004) 11-16.
- BYRNE, Alistair; CLACHER, Iain; HILLIER, David; HODGSON, Allan - **Fair Value Accounting and Managerial Discretion** [Em linha]. (2007) [Consult. 16 Jun. 2010]. Disponível em: <http://www.fma.org/Prague/Papers/FairValAcc.pdf>
- CAIADO, Aníbal; CAIADO, Jorge – **Gestão de Instituições Financeiras**. 1ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2006. ISBN 972-618-400-2. pp. 351-353
- CARROLL, Thomas; NIEHAUS, Greg – **Pension plan funding and corporate debt ratings.** *The Journal of Risk and Insurance*. 65:3 (1998) 427-441.
- CMVM [Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários]. (2010). **Relatórios & Contas**. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>
- COMPRIX, Joseph – **Pension plan accounting estimates and the freezing of defined benefit pension plans** [Em linha]. (2007). [Consult. 16 Jun. 2010] Disponível em: http://www.accountancy.smu.edu.sg/research/seminar/pdf/JosephCOMPRIX_paper.pdf
- Direcção de supervisão do ISP – **A supervisão de seguros e de fundos de pensões em Portugal. Evolução recente e desígnios futuros.** *Revista semestral Fórum do ISP*. ISSN 1645-3603. 24 (2007) 75-95.
- Direcção de supervisão do ISP – **Os investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões.** *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões* (2008)
- Direcção de supervisão do ISP – **Os investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões.** *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões* (2009)
- DECRETO-LEI nº 12/2006. “**D.R. I Série-A**”. 15 (2006-01-20) 458
- DUARTE, Luís – **Fundos de Investimento.** *Expresso*. 1922 (Ago. 2009) 12.

GARCIA, Maria T. M. – **Economia e Gestão dos Fundos de Pensões**. Porto: Vida Económica, 2003. ISBN: 972-788-101-7. pp. 284-286 e 321-325.

GILBERTO, Fernando – **Manual Prático dos Seguros**. Lousã: Lidel, 2008. ISBN 978-972-757-524-4. pp. 4-7 e 184-205.

GOPALAKRISHNAN, V.; SUGRUE, Timothy – **The determinants of actuarial assumptions under pension accounting disclosures**. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*. 8:1 (1995) 35-41.

GUIMARÃES, Manuel – **A sustentabilidade financeira da segurança social. Novos contributos para análise**. *Revista semestral Fórum do ISP*. ISSN 1645-3603. 22 (2006) 79-83.

IAS 19. 2002, **Benefícios dos empregados**. IASB.

IAS 26. 1994, **Contabilização e Relatório Financeiro de Planos de Benefícios de Reforma**. IASB.

INE [Instituto Nacional de Estatística]. **Projeções de população residente em Portugal**, 2008-2060. *Destaque informação à comunicação social*. [Consult. 06 Jun. 2010]. (2009) Disponível em: www.ine.pt/ngt_server/attachfileu.jsp?look...att...n...

ISP [Instituto de Seguros de Portugal] – **Estatísticas de fundos de pensões**. [Consult. 8 Jun. 2010] (2008) Disponível em: http://www.isp.pt/Estatisticas/fundos/estatisticas_anuais/historico/Estatisticas%20FP2008.pdf

MAROCO, João – **Análise Estatística – Com utilização do SPSS**. 2ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2003. ISBN 972-618-331-6.

MARTÍ BALLESTER, Carmen; MATA LLÍN SÁEZ, Juan; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, Maria – **Influencia de la rentabilidade en el proceso de selección en los planes de pensiones en España: un análisis de sensibilidad**. *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD*. ISSN: 0210-2412. XXXVII:138 (2008) 279-314.

MENDES, Fernando R. – **Por onde vai a segurança social portuguesa?**. *Revista Análise Social do Instituto de Ciências Sociais da Universidade de Lisboa*. XXX:131-132 (1995) 405-429.

MERCER – Modelo de previdência Português – Modelo dos três pilares. [Consult. 16 Jun. 2010] (2009) Disponível em: [http://www.mercer.pt/referencecontent.htm?](http://www.mercer.pt/referencecontent.htm?idContent=1331840)

[idContent=1331840](http://www.mercer.pt/referencecontent.htm?idContent=1331840)

MORAIS, Ana Isabel – **Actuarial gains and losses: the determinants of the accounting method.** *Pacific Accounting Review*. 22:1 (2009) 42-56.

MURTEIRA, Bento; RIBEIRO, Carlos S.; SILVA, João A.; PIMENTA, Carlos – **Introdução à Estatística.** 2ª ed. Lisboa: Mc Graw-Hill, 2008. ISBN 978-84-481-6069-2.

NEWELL, Gale E.; KREUZE, Jerry G.; HURTT, David – **Corporate pension plans: How consistent are the assumptions in determining pension funding status.** *American Journal of Business*. 17:2 (2002) 23-30.

NR 9/2007 – R 28. 2007, **Regime prudencial dos fundos de pensões – Política de investimento e composição e avaliação de activos.** ISP.

NYSE EURONEXT (2010). **Estatísticas.** Disponível em: http://www.euronext.com/trader/priceslists/priceslists-1800-PT.html?cfl=1&lan=PT&cha=7213&mep=8628&belongsToList=market_EURLS&capitalizationList=&investmentList=invZone_6&eligibilityList=§orListLandingPage=

PEDRAS, Rui – **A gestão de fundos de pensões em Portugal** [Em linha]. (2000) [Consult. 22 Jun. 2010]. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/1e8e0059aa3844368ce9c0435f75dea9GestaoFundosPensoes.pdf>

PEDROSA, António; GAMA, Silvío – **Introdução computacional à probabilidade e estatística.** Porto Editora, 2004 ISBN: 978-972-0-06056-3.

PEREIRA, Helena – **A divulgação de informação sobre planos de benefícios de reforma e a sua relação com o endividamento: uma análise do PSI geral.** Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. 2010. Dissertação de mestrado.

MARTÍ BALLESTER, Carmen; MATA LLÍN SÁEZ, Juan; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, Maria – **Influencia de la rentabilidad en el proceso de selección en los planes de pensiones en España: un análisis de sensibilidad.** REVISTA

ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN Y CONTABILIDAD. ISSN: 0210-2412.
XXXVII:138 (2008) 279-314.

REGULAMENTO (CE) nº 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho. Bruxelas: Jornal Oficial da União Europeia L 243, de 2002-11-11. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002R1606:PT:HTML>

SAMPAIO, Jáder – **O Maslow desconhecido: uma revisão de seus principais trabalhos sobre motivação.** *Revista de Administração da Universidade de São Paulo.* 44:1 (2009) 5-16.

SANTOS, Célia – **Supervisão dos fundos de pensões baseada na avaliação dos riscos.** Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa. 2008. Dissertação de mestrado.

SCOTT, Thomas – **Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pensions plan information by canadian firms.** *The accounting review.* 69:1 (1994) 26-43.

SFAS 87. 1985, **Employers' Accounting for pensions.** FASB.

STARR, Martha – **Macroeconomic dimensions of social economics: saving, the stock market, and pension systems** [Em linha]. (2010). [Consult. 23 Nov. 2010]. Disponível em: <http://american.edu/cas/economics/pdf/upload/2010-3.pdf>

STONE, Mary – **A financing explanation for overfunded pension plan termination.** *Journal of Accounting Research.* 25:2 (1987) 317-326.