Da diferenciação entre planos de pensões de benefício definido e planos de pensões de contribuição definida: mitos e realidades

Autor(es): Quelhas, Ana Paula

Publicado por: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

URL persistente: URI:<http://hdl.handle.net/10316.2/39855>

DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_7

Accessed : 26-Apr-2023 10:32:53

A navegação consulta e descarregamento dos títulos inseridos nas Bibliotecas Digitais UC Digitalis, UC Pombalina e UC Impactum, pressupõem a aceitação plena e sem reservas dos Termos e Condições de Uso destas Bibliotecas Digitais, disponíveis em <https://digitalis.uc.pt/pt-pt/termos>.

Conforme exposto nos referidos Termos e Condições de Uso, o descarregamento de títulos de acesso restrito requer uma licença válida de autorização devendo o utilizador aceder ao(s) documento(s) a partir de um endereço de IP da instituição detentora da supramencionada licença.

Ao utilizador é apenas permitido o descarregamento para uso pessoal, pelo que o emprego do(s) título(s) descarregado(s) para outro fim, designadamente comercial, carece de autorização do respetivo autor ou editor da obra.

Na medida em que todas as obras da UC Digitalis se encontram protegidas pelo Código do Direito de Autor e Direitos Conexos e demais legislação aplicável, toda a cópia, parcial ou total, deste documento, nos casos em que é legalmente admitida, deverá conter ou fazer-se acompanhar por este aviso.

UNIVERSIDADE DE COIMBRA
FACULDADE DE DIREITO

BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS

HOMENAGEM AO PROF. DOUTOR ANTÓNIO JOSÉ AVELÃS NUNES

VOLUME LVII Tomo III

2 0 1 4

Organizadores:

LUÍS PEDRO CUNHA
JOSÉ MANUEL QUELHAS
TERESA ALMEIDA

COIMBRA

DA DIFERENCIAÇÃO ENTRE PLANOS DE PENSÕES DE BENEFÍCIO DEFINIDO E PLANOS DE PENSÕES DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA

MITOS E REALIDADES

Introdução

Em Agosto de 2007, o Pensions Institute publicava um *working paper*, da autoria de Paul Sweeting, sugestivamente intitulado *DB or not DB — the Choice of Pension Plan Provision by Employers*.

Tendo por base a gradual transformação de planos de pensões de benefício definido — designados na literatura anglo-saxónica por DB — em planos de pensões de contribuição definida — normalmente identificados pela sigla DC — observada, em termos internacionais, desde meados dos anos noventa do século XX, SWEETING (2007) procura ir no encalço dos argumentos que terão legitimado essa tendência. Passando em revista um conjunto de contributos anteriores, SWEETING (2007) conclui que a maioria dos estudos, conduzidos até então, atendia, essencialmente, às motivações dos participantes nos fundos de pensões — ou seja, dos trabalhadores — menosprezando a perspectiva dos promotores desses planos — ou seja, das entidades patronais. Tomando um conjunto de empresas não financeiras cotadas no FTSE 100 — índice

londrino referente a 100 ações transaccionadas na London Stock Exchange —, SWEETING (2007) observou que tanto as empresas de menor dimensão como as empresas mais recentes são menos propensas a proporem aos seus colaboradores planos de pensões de benefício definido. Para além disso, o autor concluiu ainda que as empresas *value* optam essencialmente por planos de benefício definido, sendo que as preferências das empresas *growth* recaem sobre os planos de contribuição definida.

Sucessivos trabalhos — tanto de âmbito académico como de âmbito profissional — têm debatido a diferenciação entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida. Esses trabalhos têm-se organizado, *grosso modo*, em torno das seguintes variáveis: *i*) tipo de riscos presentes e respectiva partilha; *ii*) custos de funcionamento; *iii*) estratégias de gestão prosseguidas; *iv*) nível de desempenho.

No presente trabalho, pretendemos conduzir discussão análoga, relevando, embora, o último dos tópicos apontados, ou seja, a avaliação do desempenho.

Antes, porém, facultaremos uma breve perspectiva atinente à situação que pondera sobre o sector dos fundos e dos planos de pensões em Portugal, a qual corresponde ao ponto um do presente texto. Já no ponto dois — o epicentro do trabalho, por excelência —, percorreremos os quatro trilhos de pesquisa já mencionados — riscos, custos, estratégias de gestão e desempenho —, revisitando os argumentos e os contributos que concorrem a favor dos planos de benefício definido ou dos planos de contribuição definida, à luz dos critérios de comparação propostos. No ponto três, focalizado na problemática da avaliação do desempenho dos fundos de pensões, sublinharemos as dificuldades que pairam sobre este domínio, entre as quais sobressai a multiplicidade de interesses que nele contendem. Por fim, em jeito de conclusão, tecem-se algumas considerações finais.

1. Os fundos e os planos de pensões em Portugal

A distinção entre planos de pensões de benefício definido e planos de pensões de contribuição definida encontra-se consagrada na legislação nacional no artigo 7.º, número 1, do Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, diploma que, no presente, estabelece o modo de constituição e de funcionamento dos fundos de pensões em Portugal¹. Com efeito, o artigo 7.º, número 1, alínea *a*) dispõe que os planos são de benefício definido justamente quando os benefícios a auferir no futuro, a título de pensão ou de complemento de pensão de reforma, se encontram previamente estabelecidos, sendo as contribuições ajustadas de modo a que permitam garantir o pagamento daqueles. Já a alínea *b*) esclarece o que se deve entender por planos de contribuição definida, no âmbito dos quais se fixa o montante das contribuições a realizar, resultando os benefícios a auferir no futuro das quantias vertidas e do retorno proporcionado por esse investimento.

¹ Revela-se, desde logo, apropriada a diferenciação entre os conceitos de *fundo de pensões* e de *plano de pensões*. Deste modo, um fundo de pensões é um património autónomo, composto por um elenco mais ou menos diversificado de activos, consignado à realização de um ou mais planos de pensões; enquanto isso, um plano de pensões envolve um conjunto de regras que determinam as condições de acesso a um fundo de pensões, ou seja, o modo como se define o direito ao recebimento de uma pensão paga por esse fundo.

No contexto dos fundos de pensões, podemos, bem assim, distinguir entre *fundos fechados* e *fundos abertos*. Os primeiros reportam-se, em regra, apenas a um associado; nos casos em que haja mais do que um associado, deverá existir, entre os mesmos, um vínculo de natureza profissional, social, associativa ou empresarial. Já nos segundos, não é requerida a existência de quaisquer vínculos entre os aderentes, podendo essa adesão ocorrer de um modo individual ou colectivo.

Com efeito, embora a primeira referência aos fundos de pensões remonte, entre nós, a 1971 ², estes seriam regulamentados somente em 1985, através do Decreto-Lei n.º 323/85, de 6 de Agosto. No ano seguinte, por intermédio do Decreto-Lei n.º 396/86, de 25 de Novembro, surgiram, no panorama financeiro nacional, as sociedades gestoras de fundos de pensões, as quais passaram a partilhar com as sociedades seguradoras do ramo «Vida» ³ a gestão do sector dos fundos de pensões em Portugal.

Tabela 1.a — Número de fundos e montantes geridos por tipo de entidade gestora (1987 a 2005)

(montantes geridos em 10⁶ €)

Tipos de Entidade	1987		1993		1999		2005	
	N.º	Montante	N.º	Montante	N.º	Montante	N.º	Montante
Empresas seguradoras do ramo «Vida»	42	70	87	393	89	517	65	630
Sociedades gestoras de fundos de pensões	20	14	132	3.544	149	12.394	158	18.351
TOTAL	62	84	219	3.937	238	12.911	233	18.982

Fonte: INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL, publicações várias.

² Cfr. a Lei n.º 2/71, de 12 de Abril, a qual definiu o Regime da Actividade de Seguros e Resseguros.

³ Atenda-se a que, no período de tempo que decorreu entre 6 de Agosto de 1985 e 25 de Novembro de 1986, a gestão dos fundos de pensões nacionais esteve exclusivamente a cargo das companhias de seguros do ramo «Vida».

Desde então que se verificou um crescimento acentuado do sector em Portugal, principalmente no que se refere ao montante de activos sob gestão das entidades gestoras. Já se atendermos ao número de fundos de pensões, observaremos que se registou uma ligeira quebra no virar do milénio, o que se deveu, principalmente, às mutações ocorridas ao nível do próprio sistema financeiro nacional, as quais determinaram, entre outros efeitos, a fusão de algumas entidades gestoras e, por conseguinte, dos fundos correspondentes ^{4 5}.

Contudo, o crescimento observado ao nível dos *portfolios* dos fundos de pensões nacionais viria a ser travado em 2010, quando se registou o primeiro decréscimo dos montantes sob gestão relativamente ao valor do ano anterior. Esta redução adveio, principalmente, da extinção de alguns dos fundos de pensões outrora existentes e da transmissão para o Estado da propriedade dos respectivos patrimónios ⁶.

⁴ Referimo-nos, necessariamente, a fundos abertos.

⁵ Essas transformações repercutiram-se, bem assim, ao nível do número de entidades gestoras, o qual atingiu, em 1999, o valor máximo de 32 entidades, repartidas entre 17 empresas seguradoras e 15 sociedades gestoras de fundos de pensões. No presente, o número de entidades gestoras de fundos de pensões a operar em Portugal fixa-se nas 23, das quais 12 são empresas seguradoras (ainda que 18 empresas seguradoras estejam autorizadas a operar no sector) e 11 são sociedades gestoras de fundos de pensões.

As sociedades gestoras de fundos de pensões, embora em número menor que as empresas seguradoras, tinham a seu cargo, em finais de 2012, a gestão de 84,2% dos activos que compunham os *portfolios* dos fundos de pensões nacionais.

⁶ O Decreto-Lei n.º 140-B/2010, de 30 de Dezembro, determinou a transmissão para o Estado dos patrimónios do Fundo de Pensões da Portugal Telecom, SA e do Fundo de Pensões Regulamentares da Companhia Portuguesa Rádio Marconi, SA, bem como imputou ainda à Caixa Geral de Aposentações a responsabilidade de pagamento de todo

Tabela 1.b — Número de fundos e montantes geridos por tipo de entidade gestora (2009 a 2012)(montantes geridos em 10⁶ €)

Tipos de Entidade	2009		2010		2011		2012	
	N.º	Montante	N.º	Montante	N.º	Montante	N.º	Montante
Empresas seguradoras do ramo «Vida»	48	452	48	447	78	2.004	77	2.281
Sociedades gestoras de fundos de pensões	168	21.466	189	19.227	151	11.234	151	12.190
TOTAL	236	21.917	237	19.725	229	13.238	228	14.471

Fonte: INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL, publicações várias.

Esta quebra foi particularmente óbvia em 2011, ano em que se inaugurou um novo ciclo para o sector dos fundos de pensões portugueses, o qual passamos a caracterizar de modo sucinto. Para o efeito, sustentamo-nos nos elementos que constam da tabela seguinte, onde se reparte

um elenco de encargos a trabalhadores outrora abrangidos no âmbito daqueles fundos.

No ano seguinte, o Decreto-Lei n.º 127/2011, de 31 de Dezembro, determinou as condições de transferência da responsabilidade do pagamento das pensões de indivíduos que se encontravam abrangidos por regimes de segurança social substitutivos, nomeadamente por fundos de pensões, para o regime geral de segurança social. O mesmo diploma obrigou à transmissão, para o Estado português, da titularidade dos activos pertencentes aos fundos de pensões do sector bancário, medida esta que abrangeu 18 entidades financeiras, de modo a permitir o pagamento dos encargos com pensões anteriormente referidos.

a informação relativa aos fundos pelos diversos tipos de planos de pensões.

Tabela 2 — Montantes dos planos de pensões por tipo de plano e por tipo de fundo (2010 e 2012)

(em 10⁶ €)

	2010			2012		
	Planos de benefício definido	Planos de contribuição definida	Total	Planos de benefício definido	Planos de contribuição definida	Total
Fundos profissionais	18.536	534	19.071	12.895	945	13.840
Fechados	18.145	375	18.520	12.491	705	13.196
Abertos (de ad. colectiva)	391	159	550	404	240	644
Fundos individuais	n/a	654	654	n/a	631	631
PPR	n/a	416	416	n/a	356	356
PPA	n/a	9	9	n/a	4	4
Abertos (de ad. individual)	n/a	229	229	n/a	271	271
TOTAL	18.536	1.188	19.725	12.895	1.576	14.471

Fonte: INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL (2013).

n/a — não aplicável.

Desde logo, a apreciação desses elementos permite evidenciar a quebra pronunciada dos fundos fechados, de âmbito profissional, reservados ao financiamento de planos de benefício definido. Os acréscimos registados noutras vertentes, mormente ao nível dos fundos profissionais de adesão aberta, consignados ao financiamento tanto de planos de benefício definido como de contribuição definida, não lograram compensar a dimensão dos decréscimos entretanto sofridos.

Em termos globais, tal traduziu-se numa perda de relevo do sector, passando o montante total dos fundos de pensões a corresponder, no final de 2012, a 8,8% do PIB, em contraponto com os cerca de 13% que, em média, se observavam em anos anteriores.

Não se pretende aqui construir qualquer espécie de raciocínio laudatório em torno do sector das pensões privadas em Portugal, mas tão só promover uma breve leitura crítica sobre o processo que determinou a transferência dos activos de alguns fundos de pensões para a Segurança Social.

Com efeito, esta decisão parece configurar um irreversível arrepio no caminho anteriormente traçado, já que os diplomas legais que regulamentaram os fundos de pensões em Portugal encorajavam, de modo inequívoco, o seu desenvolvimento. O Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 323/85, de 6 de Agosto, sublinhava a “inestimável função social dos fundos de pensões”. Ao mesmo tempo, o Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 396/86, de 25 de Novembro, recordava a menção, no Programa do Governo, ao incentivo “à criação de esquemas privados de segurança social, destacando-se entre estes os fundos de pensões”.

Para além disso, o desenvolvimento anteriormente apontado foi fortemente sustentado por via fiscal, através da concessão de benefícios a promotores e subscritores dos planos de pensões⁷.

Mais tarde, a própria Lei de Bases da Segurança Social actualmente em vigor — a Lei n.º 4/2007, de 16 de Janeiro

⁷ A propósito da questão fiscal, veja-se o entendimento de MYLES (2003, p. 136), de acordo com o qual “qualquer compromisso com a gestão da afectação dos custos com o envelhecimento da população envolve não apenas a redefinição dos benefícios provenientes do sector público, mas também o compromisso correspondente à regulação do sector privado de pensões”.

— no seu artigo 15.º, alusivo ao «princípio da complementaridade», reconhece a “articulação das várias formas de protecção social públicas, sociais, cooperativas, mutualistas e privadas com o objectivo de melhorar a cobertura das situações abrangidas”. No mesmo diploma, os artigos 81.º a 86.º prevêem a existência de um «sistema complementar», o qual integra um *regime público de capitalização* e os *regimes complementares de iniciativa colectiva* e de *iniciativa individual*. O primeiro destes regimes envolve a criação de contas individuais de segurança social, geridas em regime financeiro de capitalização⁸ e no âmbito das quais se contempla a possibilidade de contratualização parcial da respectiva gestão com entidades do sector privado.

Não se ignora, porém, que a referida transferência de fundos se pode enquadrar num propósito de âmbito mais alargado que é o da convergência entre os regimes de pensões existentes em Portugal. Recorde-se o caminho que tem sido percorrido no sentido de harmonizar os regimes de protecção social da função pública e os regimes de segurança social, no qual relevam as disposições contidas na Lei n.º 60/2005, de 29 de Dezembro, que transformaram o regime de protecção social dos funcionários públicos num sistema fechado, com efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2006.

Acresce, ainda, que este tipo de operação acarreta o incremento expressivo das responsabilidades financeiras do Estado português, decorrente do necessário pagamento das pensões aos subscritores dos planos financiados pelos fundos transferidos. Não obstante o facto de o Decreto-Lei n.º 127/2011, de 31 de Dezembro, referir que todo o processo de integração ocorreu à luz de “pressupostos consistentes” e mediante o

⁸ Sobre o conceito de “regime financeiro de capitalização”, cfr. QUELHAS (2001, pp. 48 e ss).

respeito das “melhores práticas”⁹, tal carece, em nosso juízo, de demonstração mais profunda, principalmente se atendermos à amplitude do horizonte temporal contemplado e à incerteza que pende sobre a evolução da longevidade.

Pelo exposto, a transferência de alguns dos fundos de pensões privados para a esfera da Segurança Social parece ter obedecido, essencialmente, a constrangimentos de curto prazo, decorrentes, entre outros, da necessidade de cumprimento das metas orçamentais.

Em termos genéricos, o percurso outrora traçado, no sentido da «financeirização» das pensões públicas, terá dado lugar, no caso nacional, à «socialização» das pensões privadas.

2. Um roteiro para a comparação entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida

Entre os contributos que permitem fazer luz sobre a distinção entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida, destacamos o trabalho de POIESZ e SWINKELS (2012), dada a sua completude. A discussão proposta desenrola-se em torno de cinco eixos, correspondentes a aforismos aceites na literatura e os quais os autores procuram desmistificar.

1) Os planos de contribuição definida conduzem à obtenção de pensões de menor montante que as proporcionadas pelos planos de benefício definido.

De acordo com POIESZ e SWINKELS (2012), o nível de benefícios a usufruir pelos participantes num plano de pensões de contribuição definida, uma vez atingida a idade de reforma,

⁹ Esse processo sustentou-se em dois pressupostos fundamentais: i) em termos financeiros, foi considerada uma taxa de desconto de 4%; ii) em termos demográficos, foram consideradas as tábuas de mortalidade TV 73/77 menos um ano, para o género masculino, e TV 88/90, para o género feminino.

depende do montante de contribuições realizadas e do retorno que essas contribuições propiciaram ¹⁰, em função da estratégia de investimento prosseguida pelo gestor do fundo. Deste modo, concluem que a realização de um montante adequado de contribuições permitirá aos planos de contribuição definida a obtenção de benefícios idênticos aos proporcionados pelos planos de benefício definido.

2) *Os membros dos planos de contribuição definida tomam decisões de investimento inadequadas.*

Certos trabalhos, alusivos à política de investimentos patente nos fundos de pensões que financiam planos de benefício definido, reconhecem que alguns promotores tendem a incentivar os participantes a investirem em activos da própria organização. Com efeito, se a detenção de activos por colaboradores pode constituir um entrave à ocorrência de processos hostis de aquisição e de fusão, essa detenção conduz, por outro lado, à composição de *portfolios* pouco diversificados. Além do mais, o fraco nível de literacia financeira ¹¹, normalmente detido pelos participantes nos planos de pensões — *maxime* nos planos de contribuição definida —, é outro dos factores que legitimam as eventuais más decisões tomadas por esses participantes. POIESZ e SWINKELS (2012), embora reconheçam alguma vera-

¹⁰ Valerá retermos o entendimento da OECD (2012), relativamente ao retorno obtido no contexto dos planos financiados por fundos de pensões, de acordo com o qual “Mesmo quando medida para o período de 2001 a 2010, a taxa de retorno real dos fundos de pensões, em 21 países da OCDE que reportaram essa informação, atingiu, em média, uns mediocres 0,1% ao ano. Tal retorno é desconcertante e coloca em risco a capacidade tanto dos esquemas de benefício definido como de contribuição definida de proporcionarem pensões adequadas”.

¹¹ No domínio da iliteracia financeira, destacam-se os trabalhos realizados por LUSARDI e MITCHELL (2007) (2011) e por LUSARDI, MITCHELL e CURTO (2014).

cidade nos dois argumentos comumente veiculados na literatura, não os entendem enquanto fatalidades no contexto dos planos de contribuição definida. Em vez disso, tais dificuldades poderão ser ultrapassadas, recorrendo a estratégias de investimento compatíveis com o ciclo de vida dos participantes ¹².

3) *As taxas de gestão são muito elevadas no caso dos planos de contribuição definida.*

Os custos associados aos planos de pensões encontram-se directamente relacionados com o montante dos activos pertencentes aos fundos que financiam esses planos. Nesse sentido, os fundos de pensões com maior dimensão tendem a obter economias de escala, conduzindo à redução dos custos de gestão e, por conseguinte, a retornos mais elevados. Ora, historicamente, os fundos de pensões que financiam planos de benefício definido são maiores que os fundos destinados ao financiamento de planos de contribuição definida, o que lhes propiciou o acesso a condições de negociação mais favoráveis. No entanto, a gradual transformação observada no passado recente, de planos de benefício definido em planos de contribuição definida, fez-se acompanhar do reforço da dimensão dos fundos destinados ao financiamento daqueles últimos, o que poderá, a breve trecho, esvaziar tal argumento.

4) *Nos planos de contribuição definida, perde-se o sentido de colectivo.*

Com efeito, a partilha de riscos, em termos intergeracionais, não se observa no contexto dos planos de contribuição definida. Ao invés, nos planos de benefício definido, ainda que financiados em regime de capitalização, regista-se essa partição, de modo similar ao que sucede nos próprios sistemas públicos de pensões,

¹² BASU e DE DREU (2009) conferem uma visão actualizada relativamente à teoria do ciclo de vida.

com certas gerações a poderem beneficiar do retorno dos investimentos realizados por outras. Ainda assim, POIESZ e SWINKELS (2012) sugerem o desenvolvimento de estratégias padrão (*default strategies*) como forma de promover a assunção comum de riscos entre os participantes nos planos de contribuição definida.

5) *As taxas actuariais aplicadas nos planos de contribuição definida são mais elevadas que as aplicadas nos planos de benefício definido.*

Os participantes nos planos de contribuição definida ficam à mercê da evolução da taxa de juro, tanto na fase de acumulação, durante a qual realizam contribuições, como na fase de distribuição, durante a qual recebem benefícios¹³. Isto porque, em alguns países, a legislação em vigor obriga à transformação das somas acumuladas à data da reforma (*lump-sum benefit*) em anuidades, de acordo com uma taxa actuarial, normalmente indexada à taxa de juro sem risco. A eventual descida da taxa de juro aumenta o valor das anuidades e, consequentemente, a quantia que é necessário acumular para poder aceder a tais recebimentos futuros.

Sem prejuízo da pertinência do trabalho de POIESZ e SWINKELS (2012), a qual já assinalámos oportunamente, trazemos à colação um outro conjunto de argumentos, facultados pela literatura e por nós sistematizados em torno de quatro tópicos essenciais.

2.1. Riscos subjacentes

A identificação dos vários tipos de riscos que pendem sobre os planos e os fundos de pensões não é unânime¹⁴. Para além

¹³ A propósito dos conceitos de «fase de acumulação» e de «fase de distribuição», cfr. BLAKE (2006), Capítulos 4 e 5, respectivamente.

¹⁴ A este propósito, cfr. GARCIA (2004) e HALIM, MILLER e DUPONT (2010).

disso, os diversos riscos presentes interagem entre si, revelando-se difícil o estabelecimento de uma linha de fronteira que permita a sua clara demarcação.

Porém, pelo seu carácter transversal, atenderemos, no presente trabalho, aos conceitos de *risco de longevidade* e de *risco de investimento*.

O conceito de risco de longevidade pode ser perspectivado tanto em termos individuais como em termos colectivos (MACMINN, BROCKETT e BLAKE, 2006). Em termos individuais, o risco de longevidade traduz-se na probabilidade de um determinado indivíduo sobreviver por um período de tempo superior àquele para o qual dispõe de recursos, estes últimos acumulados ao longo da sua vida activa. Em termos colectivos, o risco de longevidade resulta da possibilidade de um determinado grupo de indivíduos ou geração sobreviver para além de um certo limiar previsto.

Certo é que este tipo de risco ganhou acuidade no passado recente, na sequência dos fortes acréscimos de esperança de vida recentemente observados na Europa Ocidental, nos Estados Unidos e no Japão. Com efeito, de 1960 a 2011, observou-se, nos países da OCDE, um ganho de 4,8 anos e de 6 anos, no que se refere à esperança de vida aos 65 anos, para homens e mulheres, respectivamente ¹⁵.

O risco de longevidade comporta duas vertentes que importa escrutinar. Desta sorte, o risco de longevidade pode ser decomposto em risco agregado ou risco de tendência (ou *trend risk*), o qual reflecte as expectativas de evolução da mortalidade no longo prazo, e em risco de base (ou *basis risk*),

¹⁵ Entre nós, esses valores colocaram-se nos 5,7 anos e nos 7,3 anos, respectivamente, sendo que para os Estados Unidos se registaram 4,6 anos e 5 anos e para o Japão 7,1 anos e 9,6 anos.

resultando este último do confronto entre experiências de mortalidade associadas a duas populações diversas¹⁶.

Por seu turno, o risco de investimento congrega uma panóplia de riscos de natureza financeira, tais como o risco de taxa de juro, o risco de taxa de câmbio, o risco de concentração e o risco de inflação, entre outros.

Embora idênticos nos seus fundamentos, estes riscos poderão manifestar-se e repartir-se entre os intervenientes de modo diverso, consoante estivermos em presença de planos de benefício definido ou de planos de contribuição definida.

Desde logo, o efeito do envelhecimento demográfico não revela ser um exclusivo dos sistemas públicos de pensões e dos esquemas financiados por mecanismos de repartição. Sucede, todavia, que também os fundos de pensões ficam à mercê do risco de longevidade, conquanto o aumento da esperança média de vida se traduza em impactos diferentes ao nível das respectivas responsabilidades futuras, consoante esses fundos se destinem ao financiamento de planos de benefício definido ou de planos de contribuição definida. Se nos planos de benefício definido esse risco surge partilhado entre promotores e participantes, nos planos de contribuição definida o mesmo recai exclusivamente sobre o universo de participantes/beneficiários.

MCCARTHY e MILES (2013) vão mais longe, ao sustentarem que, no contexto dos planos de benefício definido, a partilha de riscos não se estabelece exclusivamente entre empregadores e trabalhadores — ou entre promotores e participantes —, mas também entre diferentes gerações de par-

¹⁶ Entre os determinantes do *basis risk* associado a uma determinada população colocam-se a idade, o género, o estado civil, o perfil económico e social, a ocupação profissional, o acesso a cuidados de saúde e a área geográfica de origem dos indivíduos que a compõem. O *basis risk* torna-se particularmente evidente quando se trata de definir estratégias de cobertura do risco de longevidade.

ticipantes, mobilizando, desta sorte, mecanismos de solidariedade intergeracional similares aos patentes nos sistemas públicos de pensões¹⁷.

Além do mais, é de assinalar que o risco de longevidade se torna particularmente sensível no âmbito dos planos de pensões que são financiados através de fundos fechados, entre os quais se colocam, maioritariamente, os fundos profissionais. Com efeito, o impedimento à entrada de novos membros traduz-se em maior pressão sobre o nível de financiamento do plano, sem que o avanço da idade dos beneficiários, se faça acompanhar de qualquer renovação ao nível ao nível dos participantes.

Já no que concerne ao risco de investimento, este pode ser entendido como a probabilidade de, uma vez atingida a idade de reforma, os beneficiários dos planos de pensões poderem não auferir o nível de rendimento esperado, tal como se ilustra na figura seguinte.

Figura 1 — Risco de investimento

Fonte: Adaptado de SMITH (2011)

¹⁷ Na senda deste entendimento, cfr. LARS e LUNDBERGH (2012), de acordo com os quais a partilha de riscos se observa apenas nos casos em que os planos de pensões assumam um carácter obrigatório.

Ora este tipo de risco assume também contornos distintos, no caso dos planos de benefício definido e dos planos de contribuição definida, tanto no que se refere à sua partição como ao momento da sua emergência. Nos primeiros, como o montante de benefícios se encontra previamente definido, competirá aos promotores, no caso dos planos não contributivos, ou aos promotores e aos participantes, no caso dos planos contributivos, a realização de um nível adequado de contribuições que permita atingir esse montante de benefícios. O risco recairá, assim, exclusivamente sobre os promotores ou poderá ser partilhado entre os promotores e os participantes, sendo ainda que se encontrará latente durante toda a fase de acumulação. Nos segundos, a realização de contribuições de montante inadequado ou a obtenção de retornos reduzidos poderão determinar níveis de rendimento que se afastam dos inicialmente previstos, tal como se encontra vertido na figura, sendo que essa possibilidade afectará exclusivamente os participantes/beneficiários no plano.

SMITH (2011) alerta para a possibilidade de os participantes nos planos de contribuição definida, à medida que se aproximam da idade de reforma, ao serem confrontados com os possíveis maus desempenhos dos fundos, propugnarem pela adopção de estratégias de investimento mais agressivas, no intervalo de tempo que medeia até ao termo da fase de acumulação, no intuito de obterem retornos mais elevados. O autor assinala, contudo, o papel do depositário dos activos do fundo na compreensão das necessidades e dos perfis dos membros do plano, ao mesmo tempo que propõe três medidas de risco¹⁸ a monitorizar de modo permanente: (1) *Con-*

¹⁸ Por similitude à conhecida medida de *Value at Risk* (VaR) soavelmente utilizada na área das finanças.

tributions at Risk (CaR), referente ao montante de contribuições extraordinárias a realizar pelo participante, de modo a colmatar a descida do preço dos activos; (2) *Retirement at Risk* (RaR), relativa ao número de períodos de tempo que o participante deverá adiar a sua situação de reforma, devido à ocorrência de flutuações no preço dos activos; e (3) *Pension at Risk* (PaR), referente à redução do rendimento a usufruir pelo beneficiário, em resultado da observação de choques adversos no mercado.

Um ponto interessante a reter é o da percepção das entidades nacionais gestoras de fundos de pensões, relativamente aos riscos que ameaçam o sector. De acordo com o questionário relativo ao segundo semestre de 2013, realizado pelo Instituto de Seguros de Portugal¹⁹, as 11 sociedades gestoras de fundos de pensões elegeram as alterações na legislação fiscal como o factor que poderá ter maior impacto no decurso da sua actividade, tendo-lhe atribuído um nível de risco «Elevado». Os outros tipos de risco contemplados foram os riscos de ALM²⁰ (ou de combinação das maturidades entre activos e passivos) — aos quais foi atribuído um nível de risco «Médio/Baixo» —, os riscos biométricos (longevidade, mortalidade e invalidez) — classificados pelos operadores com o nível de risco «Médio/Baixo» — e, por fim, a capacidade de os associados efectuarem as contribuições devidas — tendo os respondentes reconhecido um nível de risco «Médio/Alto» à possibilidade dessa capacidade poder ser comprometida.

Os resultados obtidos neste questionário permitem demonstrar a desconexão entre as preocupações das entidades gestoras de fundos de pensões nacionais e as motivações que

¹⁹ Cfr. INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL (2014).

²⁰ ALM é a sigla utilizada para *Asset Liability Management* e que poderemos traduzir como *gestão de activos e passivos*.

ponderam em termos internacionais, tanto na literatura como no próprio mercado. Assim, as preocupações das entidades gestoras centram-se nos condicionalismos internos e que resultam de factores de risco específico — como é o caso da questão fiscal —, menosprezando ameaças de carácter transversal, mormente a do risco de longevidade.

2.2. Custos de funcionamento

Não pretendemos, neste ponto do trabalho, atender aos custos de financiamento associados a ambos os tipos de plano em apreço, tanto mais que já evidenciámos que a realização de contribuições de montante adequado permitirá a obtenção de pensões de valor equivalente. Discutiremos, tão só, as particularidades associadas ao funcionamento dos planos de benefício definido e dos planos de contribuição definida.

Com efeito, os primeiros, pelas suas características intrínsecas, requerem mecanismos de gestão diferentes dos segundos. Os planos de benefício definido exigem o estabelecimento de uma *base técnica*, na qual se identificam todas as variáveis e todos os pressupostos susceptíveis de afectar a valorização do plano. Entre os últimos figuram pressupostos de natureza demográfica, de natureza económica e de natureza financeira, atinentes ao horizonte temporal do plano de pensões.

No caso nacional, nos termos do artigo 55.º do Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro, prevê-se a existência, entre os planos de benefício definido ou misto, de um actuário responsável, a quem compete a definição das hipóteses a contemplar na base técnica, a avaliação dos activos que compõem o fundo, bem como a mensuração do respectivo equilíbrio financeiro, em presença das responsabilidades financeiras do plano.

Outro mecanismo de interesse é o que resulta do artigo 53.º do mesmo Decreto-Lei, o qual prevê a existência

de uma comissão de acompanhamento do plano de pensões, no seio dos fundos de pensões fechados e dos fundos de pensões abertos de adesão colectiva, os quais financiam, maioritariamente, planos de benefício definido. Essa comissão é composta por representantes do associado e dos participantes e beneficiários, os quais devem corresponder, no mínimo, a um terço dos seus membros.

Ora tais dispositivos não se encontram previstos no âmbito dos planos de pensões de contribuição definida, o que simplifica sobremaneira as respectivas estruturas de gestão. Não obstante, considera-se que a monitorização dos gestores de fundos de pensões associados a planos de contribuição definida é, em termos genéricos, deficiente.

2.3. Estratégias de gestão

Alguns trabalhos na literatura apontam para a adopção de estratégias de gestão distintas no contexto dos fundos de pensões, consoante estes se reservem para o financiamento de planos de benefício definido ou para o financiamento de planos de contribuição definida. Tal é o caso de BLAKE (2003), quando sugere que os gestores dos fundos de pensões, subordinados ao financiamento de planos de benefício definido, elegem, preferencialmente, estratégias de gestão activas; já os gestores dos fundos de pensões destinados ao financiamento de planos de contribuição definida tendem a prosseguir estratégias de gestão passivas.

Em termos genéricos, numa estratégia de gestão activa, pretende-se obter um nível retorno que exceda o retorno subjacente a um determinado índice de referência ou *benchmark*. A prossecução de estratégias de gestão activa assenta no pressuposto da ineficiência dos mercados, logo o preço dos activos não reflectirá, necessariamente, o respectivo valor fundamental. Por seu turno, uma estratégia de gestão passiva tem como desígnio essencial a obtenção de um nível de retorno

similar ao propiciado por um determinado índice de mercado. Este tipo de estratégia aponta para o postulado da eficiência do mercado, dado que os preços dos activos são, a todo o momento, uma estimativa não enviesada do seu valor futuro²¹.

A estratégia de gestão adoptada tem implicações óbvias ao nível da composição dos investimentos. Assim, as carteiras — no caso, os *portfolios* dos fundos de pensões — que prossigam estratégias de gestão activa terão uma estrutura variável, sendo que as carteiras que prossigam estratégias de gestão passiva apresentarão composições mais ou menos estáveis, próximas da composição do índice de referência. Logo, no caso das primeiras, a busca de um nível de retorno que exceda o do próprio índice de referência obriga à realização de sucessivas transacções, o que tem custos associados e limita, por si só, a rendibilidade final. Mais ainda, a literatura sugere que as estratégias de gestão passiva proporcionam, no longo prazo, melhores resultados do que as estratégias de gestão activa.

Saliente-se, porém, que, em regra, as entidades reguladoras — no caso português, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões — estabelecem limites quantitativos ao investimento, em função do tipo de activo, do emitente e do grupo económico, condicionando, inexoravelmente, a observação anterior.

Entre nós, os fundos que financiam planos de contribuição definida têm uma concentração considerável em títulos da dívida, ao mesmo tempo que os fundos que beneficiam planos de benefício definido tendem a privilegiar classes de activos com maior risco, o que aparenta corroborar o que se afirma na literatura²².

²¹ Os contornos de ambas as estratégias surgem discutidos com maior aprofundamento em NEVES e QUELHAS (2013), pp. 140 e ss.

²² Cfr. INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL (2013).

Em nosso entendimento, tal deve permanecer um ponto em aberto, principalmente porque alguns estudos recentes procuram discernir quais as determinantes da escolha dos participantes por planos de contribuição definida em detrimento de planos de benefício definido, em casos em que tal escolha se afigura possível²³ e onde a mesma se sustenta, entre outros motivos, na possibilidade de obtenção de uma pensão que exceda a estabelecida nos planos de benefício definido. A generalizar-se, tal perspectiva poderá conduzir à adopção de estratégias mais agressivas, mesmo entre os fundos de pensões que financiam planos de contribuição definida.

2.4. Avaliação do desempenho

Em termos genéricos, o retorno total obtido no âmbito de um *portfolio* pode ter origem em três factores distintos: (1) nas flutuações observadas no mercado, ao nível das cotações dos títulos (*market movements*), (2) na composição do investimento relativamente ao retorno médio do mercado (*asset allocation*) e (3) na condução de estratégias de gestão activas por parte do gestor (*active return*). Este entendimento estende-se, naturalmente, à avaliação do desempenho dos fundos de pensões.

Um dos trabalhos mais marcantes em matéria de avaliação de desempenho é o de BRINSON, HOOD e BEEBOWER (1986)²⁴, de acordo com o qual mais de 90% da variação do retorno observado ao longo do tempo pode ser explicada pela composição dos *portfolios*, ou seja, pelo modo como o investimento se encontra repartido pelas diversas categorias de activos.

²³ Cfr., por todos, GERRANS e CLARK (2013).

²⁴ Este trabalho surge, por vezes, simplesmente identificado pela sigla BHB.

Esta asserção é, contudo, parcialmente contrariada por trabalhos posteriormente conduzidos, mormente por IBBOTSON e KAPLAN (2000) e por STATMAN (2001). Os primeiros, através de uma análise de regressão *cross-section*, baseada nos retornos anuais acumulados por um conjunto de fundos de investimento, num período de 10 anos, apontam que cerca de 40% da variação da rendibilidade poderá ser explicada através da política de investimento, ou seja, pela alocação de activos. Já STATMAN (2001) diferencia entre os conceitos de alocação estratégica, alocação tática e selecção de activos, tendo avançado que a alocação estratégica de activos e a alocação tática de activos assumem idêntica relevância, quando se trata de mensurar o contributo de ambas para a rendibilidade dos investimentos. O autor vai mais longe quando sustenta que “a alocação estratégica de activos envolve movimento sobre a fronteira eficiente, enquanto a alocação tática de activos implica a deslocação da fronteira eficiente”^{25 26}.

Mais recentemente, merece referência o trabalho conduzido por AGLIETTA, BRIÈRE, RIGOT e SIGNORI (2012). Tendo avaliado a contribuição de cada uma das fontes de retorno apontadas, entre os anos de 1990 e 2008, para um conjunto de 143 fundos de pensões americanos que financiam planos de benefício definido, numa fase inicial, os autores obtiveram resultados similares aos veiculados por BHB, com as flutuações do mercado a explicarem cerca de 90% do retorno dos fundos de pensões. Porém, numa segunda fase, a consideração do retorno para cada classe de activos — em vez do retorno global do fundo — conduziu a resultados diferentes. Com efeito, as flutuações de mercado continuam a explicar parte

²⁵ Cfr. STATMAN (2001, pp. 132-133).

²⁶ O conceito de fronteira eficiente remonta ao contributo de Harry Markowitz, no contexto da Teoria das Carteiras, e surge explicado em NEVES e QUELHAS (2013, pp. 66-78).

considerável do retorno apenas no caso dos activos tradicionais, sendo que a condução de estratégias de gestão activa é significativa na explicação do retorno obtido pelos activos alternativos.

No contexto do presente trabalho, focalizado na diferenciação entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida, afigura-se-nos conveniente atender ao juízo de XIONG, IBBOTSON, IDZOREK e CHEN (2010), quando consideram que a percentagem de variação no retorno dos fundos de investimento depende da amostra considerada, bem como à síntese de IBBOTSON (2010, p. 19), de acordo com a qual “Todas as respostas são observações empíricas de cada fundo, do período considerado e do método de estimação”. Ambos os contributos remetem, assim, para as especificidades de cada caso as fontes de retorno a contemplar.

Em jeito de epílogo ao exercício comparativo, entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida, conduzido ao longo deste ponto do trabalho, retenham-se as palavras de DOWD e BLAKE (2013, p. 1), a propósito da modelização de planos de contribuição definida. Estes autores sustentam que “Um plano bem concebido irá, portanto, ser projectado de trás para a frente, ou seja, dos resultados desejados para os *inputs* requeridos”. O trecho anterior, embora proferido relativamente aos planos de contribuição definida, remete-nos, contudo, para o próprio conceito de plano de benefício definido. Mais ainda, no trabalho em referência, os autores propõem um conjunto de princípios²⁷ a observar no desenho dos planos de contri-

²⁷ Princípio 1: os pressupostos subjacentes ao modelo devem ser plausíveis, transparentes e internamente consistentes; princípio 2: o ajustamento do modelo a dados exógenos deve ser devidamente auditado por especialistas e sujeitos a processos de *back testing*; princípio 3: o modelo deve ser estocástico e capaz de lidar com a *incerteza quantificável* (grifado nosso); princípio 4: deve ser especificada uma medida de risco para cada uma das

buição definida, que, em algumas circunstâncias, parecem colocar-se para além das próprias bases técnicas previstas para os planos de benefício definido.

variáveis que possam influenciar os resultados a obter, a qual deve atender, de modo particular, ao *downside risk*; princípio 5: as consequências das diversas possibilidades de escolha e dos diversos modos de actuação por parte dos membros do plano devem ser definidas e quantificadas, por forma a que esses membros possam dispor de cenários adequados que permitam a tomada de decisões; princípio 6: o modelo deve atender às características fundamentais dos planos de pensões, tais como ocupação, género e situação patrimonial (activos e responsabilidades); princípio 7: o modelo deve ilustrar as consequências ao nível das decisões de alocação de activos decorrentes do perfil de risco dos membros do plano; princípio 8: o modelo deve ter em consideração o conjunto completo de encargos associados ao plano; princípio 9: o modelo deve incorporar o risco de longevidade, bem como os aumentos de esperança de vida previstos para o horizonte temporal relevante para os membros do plano; princípio 10: o modelo deve projectar o valor da pensão a obter ao longo de todo o período de reforma, acautelando os efeitos da inflação e a eventual redução da *performance* do fundo que financia o plano, bem como a possibilidade de os membros viverem até idades muito avançadas; princípio 11: o modelo deve atender, de modo integrado, os períodos de pré e de pós reforma, no sentido de promover o equilíbrio entre os níveis de bem-estar usufruídos em ambos, evitando, assim, a realização de contribuições excessivas durante os últimos anos de vida activa ou as quebras consideráveis de rendimento nos períodos de reforma; princípio 12: o modelo deve contemplar a possibilidade de obtenção de outras fontes de rendimento na velhice, para além da pensão a pagar no contexto do plano, tais como pensões atribuídas pelo Estado ou rendimentos resultantes de investimento imobiliário; princípio 13: o modelo deve reflectir a realidade tanto quanto possível, permitindo a inclusão de factores exógenos, tais como o risco de desemprego, a taxa de actividade, a carga fiscal ou a evolução dos direitos associados ao Estado de bem-estar; princípio 14: o modelo deve considerar vários cenários alternativos, relativamente aos quais devem ser estabelecidos pressupostos explícitos e plausíveis, devendo estes ser submetidos a testes de *stress* que permitam aferir a respectiva pertinência; princípio 15: o modelo necessitará de rever periodicamente os seus pressupostos, sendo que qualquer alteração deve ser devidamente explicada e documentada, de modo a garantir a manutenção da confiança dos membros do plano.

3. Em busca de uma métrica comum de avaliação do desempenho?

No contexto dos fundos e dos planos de pensões, a temática da avaliação do desempenho é, por certo, a que tem sido menos escrutinada e merecido menor interesse por parte de académicos e especialistas. Com efeito, durante longo tempo, aspectos como a estruturação dos próprios planos, a dimensão dos fundos e os custos inerentes ao funcionamento dos mesmos ocuparam um lugar privilegiado nos estudos devotados a este sector. Tal situação parece, porém, ter entrado definitivamente num ponto de viragem para o que concorreram dois factores essenciais: (1) a própria maturidade atingida pelo sector, que legitima a avaliação dos resultados obtidos pelas estratégias conduzidas; (2) a crise financeira dos anos 2008-2009, que impôs severas quebras no valor dos activos dos fundos e clarificou a conexão que se estabelece entre a composição dos investimentos e o respectivo retorno.

Não obstante, a multiplicidade de interesses em presença tenderá, outrossim, à profusão de métricas distintas e à confusão lexical, donde poderão resultar algumas dificuldades de comparação.

Assim, aos promotores de um plano de benefício definido importará o nível de financiamento do fundo (NF_a) resulta do quociente entre o valor do respectivo património (F_a) e o somatório do valor actual dos benefícios totais para os participantes ($VABTP_a$), o qual corresponde ao valor actual dos benefícios projectados a distribuir no futuro ou ainda às pensões que resultam dos direitos em formação, e do valor actual das pensões em pagamento ($VAPP_a$), relativo às responsabilidades assumidas com o pagamento das pensões dos actuais

beneficiários. Logo $NF_a = \frac{F_a}{VABTP_a + VAPP_a}$.

Já aos participantes no mesmo plano interessará a taxa de substituição (ou *replacement ratio*), que se define, tal como proposto por DIAMOND (1977), como a razão entre o primeiro rendimento obtido enquanto pensionista e o último rendimento obtido enquanto cidadão activo.

Por seu turno, para os promotores de planos de contribuição definida será relevante o facto de o retorno do fundo se aproximar ou não da medida ou medidas tidas como padrão (*benchmark*). A questão é similar para os respectivos participantes, para os quais o termo de comparação será o retorno de outros produtos financeiros de longo prazo.

No entanto, dado o peso crescente que o sector vem assumindo à escala mundial, uma vez reconhecida a crescente globalização dos mercados, recomenda-se, tal como já sucedido para outros produtos financeiros, o emvidamento de esforços, por parte dos organismos financeiros internacionais, na adopção de normas comuns de divulgação de desempenho.

Reflexões finais

O presente trabalho possibilitou o alinhamento de um conjunto de elementos sobre os quais se tem construído o debate relativo à distinção entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida. O exercício conduzido permitiu evidenciar que, para alguns dos argumentos mobilizados, a linha de fronteira entre ambos os tipos de planos tende a esbater-se, para além de ter colocado os planos de contribuição definida como uma alternativa credível aos planos de benefício definido.

Reconheceu-se, ainda, a existência de uma multiplicidade de métricas, atinentes à mensuração do desempenho no contexto dos fundos e dos planos de pensões, bem como a necessidade de emvidar esforços tendentes à uniformização das mesmas.

O trabalho permitiu sobretudo evidenciar algumas das particularidades subjacentes ao caso nacional, a saber: a «socialização» das pensões privadas, recentemente ocorrida, na sequência da transferência dos activos de vários fundos de pensões para a esfera do Estado; a valorização de factores de risco específico, de que é exemplo a questão fiscal, por parte das entidades gestoras de fundos de pensões nacionais, em detrimento de outros factores de risco preponderantes na literatura, mormente o risco de longevidade e o risco de investimento.

O último ponto reveste-se de contornos que escapam aos propósitos do presente trabalho, indo, no entanto, merecer o nosso interesse em contributos futuros.

Referências

- AGLIETTA, M., BRIÈRE, M., RIGOT, S. & SIGNORI, O. (2012). Rehabilitating the Role of Active Management for Pension Funds. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, n.º 9, pp. 2565-2574.
- BASU, A. K. & DE DREU, M. E. (2009). Portfolio Size Effects in Retirement Accounts: What Does It Imply for Lifecycle Asset Allocation Funds?. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 35, n.º 3, pp. 61-72.
- BLAKE, D. (2003). *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*. Oxford: Oxford University Press, 2.ª edição.
- (2006). *Pension Finance*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
- BRINSON, G. P., HOOD, L. R. & BEEBOWER, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, n.º 4, pp. 39-48.
- BROWN, J. R. & WEISBENNER, S. J. (2014). Why do individuals choose defined contribution plans? Evidence from participants in a large public plan. *Journal of Public Economics*, Vol. 116, pp. 35-46.
- CAMPBELL, J. Y. & VICEIRA, L. M. (2006). Strategic Asset Allocation for Pension Plans. In G. L. CLARK, A. H. MUNNEL & J. M. ORSZAG (Eds.), *The Oxford Handbook of Pensions Retirement Income* (441-455). Oxford: Oxford University Press.
- CANNON, E. & TONKS, I. (2008). *Annuity Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- COCCO, J. F. & LOPES, P. (2011). Defined Benefit or Defined Contribution? A Study of Pension Choices. *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 78, n.º 4, pp. 931-960.

- DIAMOND, P. A. (1977). A Framework for Social Security Analysis. *Journal of Public Economics*, Vol. 8, pp. 275-298.
- DOWD, K. & BLAKE, D. (2013). Good Practice Principles in Modelling Defined Contribution Pension Plans. The Pensions Institute — Cass Business School, Discussion Paper PI — 1302, 22 pp.
- GARCIA, M. T. M. (2004). An analysis of pension funds in Portugal. *Pensions*, Vol. 9, n.º 3, pp. 227-245.
- GERRANS, P. & CLARK, G. L. (2013). Pension plan participant choice: Evidence on defined benefit and defined contributions preferences. *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 12, n.º 4, pp. 351-378.
- HALIM, S., MILLER, T. & DUPONT, D. (2010). How Pension Funds Manage Investment Risks: A Global Survey. *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 3, n.º 2, pp. 30-38.
- IBBOTSON, R. G. & KAPLAN, P. D. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance. *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, n.º 1, pp. 26-33.
- (2010). The Importance of Asset Allocation. *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, n.º 2, pp. 18-20.
- INSTITUTO DE SEGUROS DE PORTUGAL (2002). *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões — 2000*. Lisboa: Instituto de Seguros de Portugal.
- (2009). *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões — 2008*. Lisboa: Instituto de Seguros de Portugal.
- (2011). *Relatório do Setor Segurador e Fundos de Pensões — 2010*. Lisboa: Instituto de Seguros de Portugal.
- (2013). *Relatório do Setor Segurador e Fundos de Pensões — 2011*. Lisboa: Instituto de Seguros de Portugal.
- (2014). *Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões*. Lisboa: Instituto de Seguros de Portugal.
- LARS, R. & LUNDBERGH, S. (2012). Principles for better pensions: Lessons from the Netherlands. *Pensions: An International Journal*, Vol. 17, n.º 2, pp. 88-93.
- LUSARDI, A. & MITCHELL, O. S. (2007). Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education. *Business Economics*, Vol. 42, n.º 1, pp. 35-44.
- (2011). Financial Literacy around the World: An Overview. *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 10, n.º 4, pp. 497-508.
- & CURTO, V. (2014). Financial literacy and financial sophistication in the older population. *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 13, n.º 4, pp. 347-366.
- MACMINN, R., BROCKETT, P. & BLAKE, D. (2006). Longevity Risks and Capital Markets. *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 73, n.º 4, pp. 551-557.

- MCCARTHY, D. & MILES, D. (2013). Optimal Portfolio Allocation for Corporate Pensions Funds. *European Financial Management*, Vol. 19, n.º 3, pp. 599-629.
- MYLES, J. (2003). A New Social Contract for the Elderly?. In G. Esping-Andersen (Ed.), *Why We Need a New Welfare State* (130-172). Oxford: Oxford University Press.
- NEVES, M. E. e QUELHAS, A. P. (2013). *Carteiras de Investimento — Gestão e Avaliação do Desempenho*. Coimbra: Livraria Almedina.
- OECD (2012). *Pension Outlook 2012*. Paris: OECD Publishing.
- (2013). *Health at a Glance: 2013. OECD Indicators*. Paris: OECD Publishing.
- POIESZ, O. & SWINKLES, L. (2012). Myth busting: Defined contribution. Clearing up common misperceptions about defined contributions pension schemes. *Pensions: An International Journal*, Vol. 17, n.º 4, pp. 260-269.
- QUELHAS, A. P. (2001). *A refundação do papel do Estado nas políticas sociais — a alternativa do movimento mutualista*. Coimbra: Livraria Almedina.
- (2003). The Market against the State? — An Overview of the Portuguese Pension Funds. Comunicação apresentada in European Network for Research on Supplementary Pensions 2003 Seminar, Londres, 19-21 de Setembro de 2003, 11 pp.
- (2010). *Seguros de Vida e Fundos de Pensões — uma perspectiva financeira e actuarial*. Coimbra: Livraria Almedina.
- SMITH, G. (2011). Considering investment risk in a DC pension plan. *Pensions: An International Journal*, Vol. 16, n.º 1, pp. 33-38.
- STATMAN, M. (2001). How important is asset allocation?. *Journal of Asset Management*, Vol. 2, n.º 2, pp. 128-135.
- SWEETING, P. (2007). DB or not DB — the Choice of Pension Plan Provision by Employers. The Pensions Institute — Cass Business School, Discussion Paper PI — 0710, 34 pp.
- XIONG, J. X., IBBOTSON, R. G., IDZOREK, T. M. & CHEN, P. (2010). The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management. *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, n.º 2, pp. 1-9.

Resumo: O objectivo do presente trabalho é o de discutir os principais argumentos em torno dos quais se sustenta a diferenciação entre planos de pensões de benefício definido e planos de pensões de contribuição definida.

Passando em revista os critérios normalmente veiculados na literatura, verificou-se que os planos de benefício definido e os planos de contribuição definida podem ser entendidos, em muitos casos, como realidades próximas, sendo ténue a linha de fronteira que os separa.

Sublinhou-se, ainda, a necessidade de adopção de medidas comuns de avaliação do desempenho no contexto dos fundos de pensões.

Para além disso, facultar-se uma breve perspectiva crítica relativamente à situação que prevalece sobre o sector dos fundos e dos planos de pensões em Portugal.

Palavras-chave: fundos de pensões; planos de pensões de benefício definido; planos de pensões de contribuição definida; riscos; avaliação do desempenho.

*On the distinction between defined benefit pension plans
and defined contribution pension plans. Myths and facts*

Abstract: The goal of this paper is to discuss the main topics in which the distinction between defined benefit pension plans and defined contribution is sustained.

Looking over the criteria usually widespread in the literature, we found that defined benefit pension plans and defined contribution pension plans may be seen, in many cases, as close realities with a slight line separating them.

The need to adopt common measures of performance evaluation within the pension funds context is also highlighted.

Furthermore, a brief critical overview on the Portuguese pension funds and pension plans landscape is provided.

Keywords: pension funds; defined benefit pension plans; defined contribution pension plans; risks; performance evaluation.

Ana Paula Quelhas

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra