



COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS

Bruxelas, 10.06.1997
COM(97) 283 final

Livro Verde

Os Regimes Complementares de Reforma no Mercado Único

(apresentado pela Comissão)

OS REGIMES COMPLEMENTARES DE REFORMA

NO MERCADO ÚNICO

INTRODUÇÃO E SÍNTESE	4
CAPÍTULO I: O CONTEXTO ECONÓMICO E DEMOGRÁFICO	8
A. As actuais tendências demográficas	8
B. Implicações orçamentais das alterações demográficas nos regimes nacionais de pensões	8
C. A actual estrutura da provisão de pensões.....	9
D. Conclusão	15
CAPÍTULO II AS REFORMAS E OS MERCADOS DE CAPITAIS NA UE.....	16
A. O valor dos fundos de pensões na UE.....	16
B Políticas de investimento dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros	17
C. Rendibilidade dos activos dos fundos de pensões.....	17
D. O impacte das variações da taxa de rendibilidade.....	18
E. É possível conseguir maior rendibilidade sem demasiados riscos?.....	19
F. Como poderão os mercados de capitais da UE absorver o futuro aumento do investimento dos fundos de pensões e das empresas de seguros de vida?	20
CAPÍTULO III REGRAS PRUDENCIAIS ADAPTADAS AO MERCADO ÚNICO.....	22
A. O papel da fiscalização prudencial dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros e respectivos gestores.....	22
B. Efeitos de uma regulamentação excessiva em matéria de investimentos dos fundos de pensões do segundo pilar	22
C. Regras aplicáveis aos investimentos efectuados por empresas de seguros que exploram o ramo “Vida” (pilar 3).....	24
D. Devem os regimes do segundo e do terceiro pilar ser submetidos a regras comunitárias análogas?	25
E. Gestores de fundos.....	26
F. Preparar o futuro	26
CAPÍTULO IV FACILITAR A LIVRE CIRCULAÇÃO DE TRABALHADORES	29
A. Considerações gerais	29
B. Obstáculos à livre circulação de pessoas associados com as pensões complementares.....	29
C. Abordagens possíveis	33
CAPÍTULO V O IMPACTO DA FISCALIDADE NOS REGIMES COMPLEMENTARES	35
A. Considerações gerais	35
B. Evitar a dupla tributação.....	36
C. O interesse de uma abordagem comum.....	37
ANEXO.....	39
QUADRO I NÍVEIS DE COBERTURA - SEGUNDO PILAR.....	40
QUADRO II ACTIVOS DOS FUNDOS DE PENSÕES – TOTAL E CORRESPONDENTE % DO PIB (1993).....	41

QUADRO III ACTIVOS DAS COMPANHIAS DE SEGUROS QUE EXPLORAM O RAMO “VIDA”-TOTAL E CORRESPONDENTE % DO PIB (1995)	42
QUADRO IV COMPOSIÇÃO DOS ACTIVOS DOS FUNDOS DE PENSÕES (PILAR 2) (1994)	43
QUADRO V COMPOSIÇÃO DOS ACTIVOS DOS SEGUROS DE VIDA (PILAR 3) 1994	44
QUADRO VI COMPARAÇÃO DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS ACÇÕES E DAS OBRIGAÇÕES	45
QUADRO VI A TAXA DE RENDIBILIDADE LÍQUIDA ANUAL (1967-1990) EM MOEDA NACIONAL.....	45
QUADRO VI B PRÉMIOS DE RENDIMENTO DOS MERCADOS DE ACÇÕES EM RELAÇÃO AOS MERCADOS OBRIGACIONISTAS, 1981-1995 , PERCENTAGEM ANUAL	46
QUADRO VI C RENDIMENTOS REAIS DOS MERCADOS DOS ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO E BELGICA (% ANUAL)	47
QUADRO VII FUNDOS DE PENSÕES 1984-1993. TAXAS MÉDIAS DE RENDIBILIDADE, FLUTUAÇÃO E RÁCIO REMUNERAÇÃO/RISCO	48
QUADRO VIII A DIMENSÃO DOS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS (ACÇÕES DOMÉSTICAS) (1996).....	49
QUADRO IX SÍNTESE DAS LEGISLAÇÕES NACIONAIS APLICÁVEIS ÀS CARTEIRAS DOS FUNDOS DE PENSÕES (SEGUNDO PILAR)).....	50
QUADRO X REGULAMENTAÇÃO COMUNITÁRIA EM MATÉRIA DE INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS SEGURADORAS (TERCEIRO PILAR).....	51
QUADRO XI SÍNTESE DAS DISPOSIÇÕES NACIONAIS APLICÁVEIS ÀS COMPANHIAS SEGURADORAS DO RAMO “VIDA” (TERCEIRO PILAR)	52
QUADRO XII ACTIVOS DOS REGIMES DE SEGUROS DE VIDA DE GRUPO EM PERCENTAGEM DOS ACTIVOS DOS REGIMES DE REFORMA DO SEGUNDO PILAR (1994)	53
QUADRO XIII SÍNTESE COMPARATIVA FUNDOS DE PENSÕES/SEGUROS DE VIDA.....	54
Notas.....	55

INTRODUÇÃO E SÍNTESE

A provisão de pensões constitui um aspecto fundamental da protecção social na União Europeia, facto que ficou patente na Comunicação da Comissão “Modernizar e Melhorar a Protecção Social na União Europeia”¹. O presente Livro Verde procura dar seguimento a essa Comunicação, desenvolvendo uma série de conceitos associados a certos aspectos dos regimes complementares de reforma. Actualmente, os encargos relativos a um pensionista são financiados por 4 cidadãos em idade activa. Até ao ano de 2040, este número será reduzido a 2. Esta previsão resulta de uma maior longevidade e da queda das taxas de natalidade na Europa. O número médio de nascimentos por mulher diminuiu dos 2,5 registados em 1965 para 1,8 na França e no Reino Unido e para menos de 1,5 na Alemanha, Itália e Espanha. Este fenómeno não está apenas circunscrito à UE, verificando-se igualmente, com maior ou menor incidência, na maioria dos países desenvolvidos.

As pensões do regime geral na UE são, na sua maioria, suportadas pelo Estado através de um sistema de repartição (*pay as you go*). De um modo geral, não existem presentemente fundos de investimento especificamente destinados às pensões do regime geral. Se não se proceder a alterações na actual política em matéria de pensões, assistiremos a um inevitável aumento da despesa pública para esse efeito, a fim de fazer frente ao número acrescido de pensionistas. Actualmente, as pensões do regime geral representam 10% do PIB, percentagem que aumentará significativamente até 2030, caso não se operem mudanças a nível político. Os Estados-membros terão dificuldade em fazer face a este acréscimo da procura, tendo em conta o já elevado nível da despesa pública na UE e os compromissos assumidos em matéria de rigor orçamental.

Vários Estados-membros iniciaram já reformas no sentido de assegurar a sustentabilidade da provisão estatal de pensões, estando em curso o estudo de outras medidas análogas. Presentemente, as pensões do regime geral (primeiro pilar) representam o grosso das prestações de reforma (88%), mas a necessidade de manter os níveis de rendimento dos pensionistas resultará, provavelmente, numa maior confiança depositada nos principais regimes complementares, a saber:

- planos de reforma associados ao emprego (segundo pilar)
- planos de reforma subscritos por particulares, geralmente junto de empresas seguradoras do ramo “Vida” (terceiro pilar).

A Comissão reconhece claramente que as políticas relativas aos segundo e terceiro pilares de regimes complementares de reformas discutidas no presente Livro Verde não são, de todo, uma solução definitiva para as dificuldades que se prevêem suscitadas pelas alterações demográficas. Os sistemas de segurança social dos Estados-membros continuarão a prover ao grosso das prestações de reforma, com a tónica na solidariedade em e entre gerações.

Em conformidade com o princípio da subsidiariedade, incumbe aos Estados-membros decidir qual o papel que pretendem atribuir a cada uma destas três fontes de provisão de pensões no financiamento das reformas. Podem ainda alterar directamente o equilíbrio entre as fontes, modificando a legislação relativa ao regime geral de reforma ou tornando obrigatórios os regimes profissionais, ou indirectamente, mediante incentivos fiscais. No

entanto, dada a existência e crescimento provável dos regimes complementares por capitalização, o presente Livro Verde explora formas de, no contexto do Mercado Único, melhorar a eficácia destes regimes.

Contrariamente aos sistemas estatais, a maioria dos regimes dos segundo e terceiro pilares funcionam por capitalização, isto é são cobertos por activos que se investem por forma a financiar os encargos futuros em matéria de reformas². Embora a contribuição destes planos para os pagamentos totais de pensões seja hoje relativamente reduzida, os fundos investidos para fazer frente aos futuros compromissos em matéria de pensões são consideráveis: em 1993 investiram-se 1 200 milhares de milhões de ECU em regimes complementares; dos 1 600 milhares de milhões de ECU de activos associados a seguros do ramo “Vida”, uma parte pequena mas significativa destina-se à provisão de pensões.

Tudo indica que estes valores continuarão a registar um aumento acelerado no futuro. Mesmo que o crescimento dos regimes do segundo pilar atinja a metade da actual cobertura nos Países Baixos e no Reino Unido (Estados-membros onde se verifica presentemente a cobertura mais alargada), estes fundos ascenderiam a 3 000 milhares de milhões de ECU.

O crescimento destes regimes constitui um dos elementos possíveis da manutenção dos actuais níveis de rendimento de reforma, abrindo novas oportunidades à economia da UE. O presente Livro Verde questiona como podem estas prestações ser difundidas no mercado de capitais da UE, em especial no contexto do impacto positivo da União Económica e Monetária. Presentemente, na maioria dos Estados-membros, os planos de reforma dos regimes profissionais e os associados a seguros do ramo “Vida” investem uma grande proporção dos respectivos activos em obrigações do Estado. Tendo em conta o empenhamento dos Estados-membros na estabilidade financeira, é provável que a capacidade de crescimento futuro das obrigações do Estado seja limitada. Significa isto que para que o mercado de capitais da UE possa absorver o aumento dos fundos disponíveis, a oferta de acções e obrigações do sector privado deverá registar um aumento. Deste modo, o mercado de capitais europeu sofrerá transformações decorrentes nomeadamente do aumento da oferta de capital de longo prazo, o que poderá ter efeitos benéficos para a indústria e infra-estruturas europeias.

Algumas das regras actualmente impostas pelos Estados-membros em matéria de fiscalização prudencial destes fundos parecem ir além do que é objectivamente necessário, entravando a livre circulação de capitais no Mercado Único. É óbvio que se tornam imperativos mecanismos de fiscalização prudencial por forma a garantir que os fundos de pensões e as seguradoras do ramo “Vida” cumpram as suas responsabilidades futuras em termos de pagamento de pensões. Esta fiscalização não deverá ser atenuada. Um dos objectivos do Livro Verde é reflectir sobre o modo de manter a segurança das prestações, eliminando as restrições desproporcionadas presentemente em vigor e permitindo o desenvolvimento de um verdadeiro mercado único de fundos de pensões, no interesse dos pensionistas actuais e futuros. A experiência demonstra que métodos alternativos de fiscalização podem oferecer segurança equivalente, apresentando duas vantagens adicionais:

- serem compatíveis com a livre circulação de capitais e fomentarem a expansão do mercado de capitais da UE, que seria mais líquido que os mercados nacionais individualmente; e

- permitirão aos fundos de pensões o investimento de uma maior quota dos seus activos numa variedade de instrumentos financeiros de longo prazo tais como acções, em conformidade com a estrutura das suas responsabilidades sobre o exterior. Esta estratégia poderia aumentar as taxas de retorno dos investimentos dos fundos de pensões, dado que estes instrumentos oferecem geralmente taxas de rendibilidade superiores às das obrigações do Estado.

Este último aspecto pode assumir uma importância significativa. É possível que muitos dos fundos de pensões da UE aumentem as actuais taxas de rendibilidade através da diversificação e das vantagens decorrentes de um mercado único para o investimento. Mesmo um aumento relativamente modesto na taxa de rendibilidade obtida ao longo de uma vida activa poderia implicar grandes diferenças no montante da reforma ou na contribuição necessária para financiar uma determinada pensão. A diminuição dos custos de financiamento de uma determinada pensão para as empresas teria um impacto positivo na criação de empregos. Tal como foi preconizado no Pacto de Confiança da Comissão e na estratégia para o emprego acordada no Conselho Europeu de Dublin, a Comunidade está fortemente empenhada na melhoria da situação do emprego na União.

Saliente-se que o presente Livro Verde não tem como objectivo apoiar o recurso ao investimento em acções ou outros produtos financeiros por parte dos fundos de pensões. Defende, sim, que os gestores dos fundos deveriam ter margem de manobra para investir em activos que considerem adequados ao seu fundo de pensões específico e que esta liberdade deveria ser exercida no contexto de um mercado único. É claro que não esta liberdade não pode ser absoluta, devendo basear-se em regras prudenciais e estar sujeita a fiscalização. A Comissão está empenhada em velar por que não se verifique qualquer redução na protecção oferecida pelos fundos de pensões. As considerações prudenciais revestem uma importância crucial no caso das acções dada a maior volatilidade destes produtos a curto prazo. A Comissão está a estudar métodos alternativos de supervisão consistentes com o Mercado Único.

O Presente Livro Verde sublinha ainda a necessidade de confirmar o direito à prestação de serviços noutros Estados-membros por parte de gestores autorizados de fundos de investimento. Esta solução não apenas garantiria aos próprios gestores as vantagens de um mercado único, como permitiria uma redução dos custos decorrente do aumento da concorrência, incentivando assim os gestores a melhorar o seu desempenho. Deste modo, registar-se-ia um aumento do retorno do investimento em benefício dos subscritores de planos de reforma.

O apoio à mobilidade dos trabalhadores na União Europeia é um objectivo fundamental da Comunidade. No entanto, embora com as medidas inerentes ao regime geral de pensões se pretenda facilitar a livre circulação, não existe qualquer legislação comunitária relativa à mobilidade no contexto dos regimes complementares de reforma. Estes podem constituir um obstáculo significativo à mobilidade dos trabalhadores. Este pode ser o caso que se verifica hoje relativamente a movimentações no interior de um mesmo Estado-membro; o mesmo se passa, com ainda maior incidência, relativamente às deslocações para outros Estados-membros. A questão das pensões complementares dos trabalhadores migrantes foi tratada no relatório do Comité de Alto Nível sobre a Liberdade de Circulação de Trabalhadores, presidido por Simone Veil, cujas conclusões apontavam para a necessidade de acção neste domínio, por forma a permitir aos trabalhadores migrantes um tratamento igual ao de outros que mudam de emprego num Estado-membro. O presente Livro Verde aponta o caminho a seguir.

A fiscalidade desempenha um papel importante na provisão de pensões e na concepção dos planos de reforma, proporcionando um tratamento privilegiado ao nível das contribuições, rendimento dos fundos e ganhos de capital, bem como do pagamento das prestações. Existem regulamentações em vigor para fiscalizar a utilização destes privilégios fiscais. Contudo, no que respeita aos regimes profissionais ou aos planos de reforma associados a seguros do ramo “Vida”, aqueles privilégios podem constituir um obstáculo a um mercado único, dificultando a mobilidade dos trabalhadores. O Livro Verde interroga-se, pois, sobre quais as iniciativas necessárias para progredir neste domínio.

A Comissão acredita que as ideias discutidas no presente Livro Verde prestarão um contributo significativo para a resolução da questão da manutenção dos níveis de rendimento de reforma, bem como para a redução dos custos do trabalho. Ainda que sejam necessárias acções noutras áreas, em especial no que respeita à reforma dos regimes estatais de pensões, mobilidade de trabalhadores e fiscalidade, a União Europeia não pode deixar de explorar plenamente as oportunidades decorrentes das novas políticas relativas aos planos complementares de reforma. O presente Livro Verde não pretende, contudo, tratar de questões subjacentes à protecção dos consumidores (tais como aconselhamento ou venda inadequada), excepto no contexto da regulamentação prudencial.

A Comissão convida os Estados-membros, o Parlamento Europeu, o Comité Económico e Social, o Comité das Regiões, os parceiros sociais, os agentes económicos, as organizações representativas, os consumidores e as outras partes interessadas nas questões suscitadas no presente Livro Verde a enviar, por escrito, os respectivos comentários e respostas até 31 de Dezembro de 1997 para:

Direcção-Geral XV
Comissão Europeia
Rue de la Loi, 200
B-1049 Bruxelas
Fax: (+32 2) 295 65 00
Endereço Internet: John.Mogg@dg15.cec.be

CAPÍTULO I: O CONTEXTO ECONÓMICO E DEMOGRÁFICO

A. As actuais tendências demográficas

1. A estrutura demográfica da União Europeia está a sofrer um processo de consideráveis mudanças. O rácio de dependência (i.e. a proporção de idosos relativamente à população em idade activa) regista um movimento ascendente na maioria dos Estados-membros, tendo atingido já níveis sem precedentes. Ao longo das últimas décadas, duas grandes alterações demográficas concorreram para este facto: o declínio das taxas de fertilidade e o aumento da esperança de vida. Embora as consequências a longo prazo do actual processo de envelhecimento nos orçamentos públicos se afigurem incertas e dependentes da adaptação da economia e da sociedade a este mesmo processo, é provável uma tendência acentuada nos próximos anos para o aumento da despesa pública. Muitas das pressões incidirão sobre os regimes gerais de pensões da segurança social, que representam de longe a proporção mais significativa de pensões na Europa, uma vez que as despesas para esse efeito estão largamente dependentes da estrutura etária da população. Idêntica pressão demográfica se verifica nos Estados Unidos e no Japão.
2. O impacto destas mudanças é considerável. A combinação do declínio das taxas de natalidade com uma esperança de vida mais longa significa que, com o tempo, a proporção de pensionistas relativamente à população activa aumentará significativamente. Os encargos relativos a um pensionista são hoje financiados por 4 cidadãos em idade activa através de contribuições da segurança social. No ano de 2040, prevê-se que serão necessários em média quatro cidadãos para financiar duas pensões. Em alguns Estados-membros, esta proporção será ainda mais desfavorável.

B. Implicações orçamentais das alterações demográficas nos regimes gerais de pensões

3. Os efeitos destes desenvolvimentos serão sentidos de forma gradual. A Comissão conduziu a realização de um estudo nos vários Estados-membros sobre as projecções dos gastos com pensões nas próximas décadas³. O referido estudo incidiu sobre as mais recentes projecções, incorporando as reformas já anunciadas. As conclusões foram as seguintes⁴:
 - *No período 1995-2030*, a média ponderada⁵ das despesas de pensões em percentagem do PIB nos 11 Estados-membros relativamente aos quais existem projecções até ao ano 2030 aumentará 3 pontos percentuais (segundo pressupostos favoráveis) e até 4 pontos percentuais (segundo pressupostos menos auspiciosos). As pressões orçamentais serão relativamente acentuadas em vários Estados-membros que não procederam ainda a reformas substanciais dos seus regimes de pensões (Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Países Baixos), mas também naqueles que já o fizeram (Finlândia, França, Alemanha). Prevê-se que o aumento das despesas seja razoavelmente limitado (segundo cenários económicos optimistas) em Itália, Portugal, Espanha, Suécia e Reino Unido.
 - *No ano 2030*, em vários Estados-membros (Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Países Baixos), as despesas de pensões em percentagem do PIB poderão oscilar entre os 15% e os 20%. Os gastos deverão

Dinamarca, Espanha e Suécia (entre os 10% e os 15%) e na Irlanda, em Portugal e no Reino Unido (abaixo dos 10%).⁶

4. Actualmente, cerca de 88% das pensões na UE são pagas pelo regime geral do Estado. Por seu turno, estes gastos representam uma percentagem significativa do PIB, isto é aproximadamente 10%⁷. Por conseguinte, qualquer aumento nos pagamentos totais de pensões a cargo dos governos nacionais produzirá impacto nos respectivos orçamentos. De um modo geral, e em razão das reformas já empreendidas na maioria dos Estados-membros, apenas as *tendências demográficas* contribuem agora para o aumento das despesas de pensões em percentagem do PIB.

C. Estrutura actual da provisão de pensões

5. Em conformidade com o princípio da subsidiariedade, incumbe aos Estados-membros decidir sobre a estrutura nacional de provisão de pensões mais adequada às respectivas necessidades. Assim, a importância relativa dos três pilares em cada Estado-membro variará consideravelmente e estará dependente do quadro legal que abrange a provisão de pensões, bem como da eventual intervenção de outros factores, tais como a existência de benefícios fiscais. Do mesmo modo, a natureza destes três pilares pode ser significativamente diferente. Na Finlândia, por exemplo, o primeiro pilar é composto por um regime estatal de pensões e um regime profissional que funciona, em parte, por capitalização⁸. Em França existe um segundo pilar obrigatório de importância considerável, assente no sistema de repartição. No Reino Unido, encontramos um regime complementar obrigatório do primeiro pilar associado ao rendimento⁹, enquanto que os esquemas do segundo pilar não são obrigatórios a nível nacional. Na Alemanha, Áustria, Luxemburgo e, com menor incidência, na Suécia, uma parte significativa dos regimes complementares é financiada pela constituição de reservas actuariais por parte das entidades patronais. Contrariamente, em Espanha, este tipo de sistema já não é permitido.
6. No conjunto, as entidades patronais da UE recorrem a várias fontes para a provisão de rendimentos de reforma. Em termos económicos gerais, podemos descrevê-las da seguinte forma:

1º Pilar	pensões da segurança social, taxa fixa (sistema de repartição)
	pensões associadas ao rendimento, prestação definida (sistema de repartição/capitalização)
2º Pilar	regimes profissionais de reforma (sistema de repartição/capitalização)
3º Pilar	planos de poupança reforma associados (predominantemente) a seguros do ramo "Vida" ¹⁰

O quadro que se segue ilustra a dimensão da actual dependência dos regimes do primeiro pilar. Em comparação, os regimes do segundo pilar apenas representam 7% do total de prestações.

Fontes de provisão na UE em percentagem das prestações totais (1994, à excepção da Áustria, Finlândia e Suécia)

Tipo de regime	
Primeiro pilar Sistema de repartição ¹¹	88,8%
Segundo pilar Sistema de capitalização, reservas actuariais, planos de seguros	7%
Terceiro pilar Fundos de pensões individuais	0,9%
Outros Regime de rendimento garantido, com base nos rendimentos, programas de luta contra a pobreza	3,3%

Fonte: EUROSTAT

7. O primeiro pilar

Trata-se do regime estatal típico no qual a vinculação é geralmente obrigatória. São regimes financiados por um sistema de repartição, em que as contribuições dos trabalhadores são utilizadas para prover às prestações de reforma dos pensionistas. Estes pagamentos são garantidos pelo Estado e o regime é administrado por uma instituição pública. As prestações de reforma são calculadas com base numa fórmula previamente definida e dependem geralmente dos anos de serviço. O rendimento de reforma é habitualmente determinado com base no índice de inflação ou nos salários correntes. A relação entre as contribuições pagas ao longo da vida profissional e as prestações recebidas após a reforma difere substancialmente de regime para regime. Os regimes gerais em alguns Estados-membros provêem a uma pensão que não apresenta qualquer relação com os rendimentos auferidos durante a vida profissional. Neste tipo de sistemas, podemos encontrar um regime do primeiro pilar associado ao rendimento destinado a complementar as pensões; as contribuições dependem dos rendimentos auferidos, sendo as prestações calculadas em função dos mesmos¹².

Vantagens:

- oferecem uma cobertura quase universal;
- promovem a solidariedade nas e entre gerações.
- atenuam os problemas associadas à pobreza em idade avançada e evitam alguns problemas relacionados com a longevidade;
- promovem o bem-estar social;
- não estabelecem qualquer tipo de discriminação relativamente à mobilidade profissional dos trabalhadores no interior de um Estado-membro e entre Estados-membros;
- constituem um seguro contra a inflação; evitam as consequências do risco de investimento;
- não apresentam custos de comercialização.

Desvantagens:

- são vulneráveis ao risco de alterações demográficas susceptíveis de tornar insustentáveis os actuais níveis de prestações;
- dado que os sistemas de repartição não dispõem de qualquer fundo de financiamento, são vulneráveis a mudanças legislativas. Os governos podem decidir alterar a base de cálculo das prestações, criando assim incerteza quanto à adequação destas no futuro;
- sempre que o financiamento é feito através de encargos sociais, existe o risco de distorção do mercado laboral, mediante a percepção de um imposto sobre o trabalho;
- não há margem de flexibilidade individual no ciclo contributivo.

8. O segundo pilar

O quadro I mostra a actual situação em termos de cobertura dos regimes complementares do segundo pilar. A variedade de abordagens praticadas pelos Estados-membros é ilustrada por um exemplo: em França, o regime obrigatório do segundo pilar assenta num sistema de repartição e abrange cerca de 90% dos trabalhadores do sector privado, perfazendo 21% do total das prestações de reforma, enquanto que na Itália a cobertura dos regimes complementares abrange 5% dos trabalhadores do sector privado e constitui 2% do total de reformas pagas. Nos Países Baixos, os regimes do segundo pilar representam quase um terço dos pagamentos de pensões.

Os regimes de reforma deste tipo estão geralmente associados ao emprego ou ao exercício de uma profissão (regime profissional ou regime sectorial). São reservados a trabalhadores de sectores específicos, indústrias, profissões ou empresas, e são criados com base em convenções entre os parceiros sociais ou em função de normas

em vigor num determinado ramo da indústria. Os regimes do segundo pilar são geridos por instituições privadas e as prestações não são garantidas pelo Estado. As contribuições são determinadas em função do rendimento e o seu pagamento é geralmente partilhado por empregadores e trabalhadores. Com algumas excepções notáveis¹³, os regimes do segundo pilar assentam geralmente num sistema de capitalização, com contribuições acumuladas e investidas com o objectivo de render benefícios futuros, em vez de servirem para o pagamento de prestações aos que se já se reformaram. A análise feita nesta secção centra-se nos sistemas por capitalização. A relação entre contribuições e prestações é mais estreita nos regimes de contribuição definida que oferecem prestações apenas dependentes do retorno dos activos investidos. As remunerações sobre a quota de um participante no fundo dependerá da opção de investimento e as prestações finais de pensões variarão em função do valor do fundo do participante no momento da reforma. Por outro lado, os regimes por capitalização com prestações definidas mantêm alguns vestígios de solidariedade, na medida em que permitem uma redistribuição de rendimentos entre os participantes do fundo. Nos regimes de prestações definidas, o empregador pode efectivamente assegurar um nível de prestações segundo os rendimentos do trabalhador antes ou no momento da reforma.

Vantagens:

- apresentam uma relação entre contribuições e prestações futuras, em especial nos regimes de contribuição definida, permitindo aos trabalhadores distinguirem entre contribuições pagas para o fundo de pensões e os impostos gerais cobrados para pagamento de outros benefícios sociais;
- são fortemente resistentes às alterações demográficas;
- nos regimes de contribuição definida, as prestações estão directamente associadas aos resultados do fundo de investimento;
- nos regimes de prestação definida, a garantia dada pelo empregador oferece uma protecção contra eventuais quebras de valor dos activos, estando também envolvida uma certa solidariedade;
- os planos voluntários de poupança não distorcem o mercado de trabalho.

Desvantagens:

- a cobertura não é universal em todos os Estados-membros;
- em alguns Estados-membros, os períodos de garantia (durante os quais um trabalhador ainda não acumulou anos de serviço suficientes para ter direito a uma pensão) são demasiado longos;
- verificam-se resistências à completa mutualização dos riscos, assim como à igualdade de tratamento entre mulheres e homens. Por exemplo, o pagamento global de uma pensão pode conduzir a uma diminuição dos pagamentos anuais em resultado da maior longevidade das mulheres.

- nos regimes de prestação definida, o método de avaliação das prestações dos reformados antecipadamente pode constituir um desincentivo à mobilidade de trabalhadores entre empresas, quer no interior de um mesmo Estado-membro quer entre Estados-membros (cf. Capítulo IV). Pode ainda fomentar a discriminação contra os trabalhadores que interrompem a carreira. Foi também sugerido que este sistema poderá dissuadir a contratação de trabalhadores mais velhos;
- nos regimes de contribuição definida, o risco do investimento é assumido pelo participante no regime;
- nos regimes de prestação definida, quando o empregador dá uma garantia, a sua insolvência anulará essa garantia, tornando o regime vulnerável a flutuações nos valores do investimento (ainda que o regime seja autónomo e separado dos fundos próprios do empregador);
- os regimes de prestação definida associados ao salário dependem de factores externos, tais como a inflação e, em particular, as flutuações salariais;
- os regimes obrigatórios podem distorcer o mercado laboral;
- não existem garantias contra os efeitos da inflação;
- o retorno do investimento poderá não corresponder às expectativas.

9. O terceiro pilar

Os regimes do terceiro pilar podem ser usados como complemento ao primeiro ou ao segundo pilar, ou ainda a ambos. Apresentam muitas das características dos sistemas de contribuição definida do segundo pilar, embora a participação não esteja associada ao emprego ou ao exercício de uma profissão e seja negociada individualmente mediante contrato directo com um prestador de serviços, que é geralmente uma companhia seguradora. As contribuições individuais são acumuladas e investidas, sendo o fundo resultante usado para prover a um rendimento de reforma ao participante.

Vantagens:

- se os resultados do investimento dos activos forem favoráveis, poderão conduzir a melhorias das prestações de reforma;
- proporcionam alguma flexibilidade no que respeita às contribuições, sendo compatíveis com pausas na carreira e períodos de trabalho a tempo parcial;
- são resistentes às alterações demográficas;
- são neutros em relação à mobilidade profissional;
- se se tratar de um plano de poupança associado a um seguro do ramo “Vida”, o segurado poderá, em princípio, beneficiar da liberdade de prestação de serviços ao abrigo da terceira directiva sobre o seguro de vida, e assim optar por um

prestador de serviços estabelecido em qualquer Estado-membro. Os aspectos regulamentares e fiscais são considerados nos Capítulos IV e V.

Desvantagens:

- o retorno do investimento poderá não corresponder às expectativas;
- não existem garantias contra os efeitos da inflação;
- ausência de solidariedade nas e entre gerações;
- os custos de comercialização são geralmente elevados quando comparados com os regimes do primeiro e segundo pilares;
- o sucesso depende em parte de deduções fiscais;
- os particulares incorrem no risco de adquirirem produtos inadequados.

10. Esquemas de grupo

Os fornecedores de seguros do ramo “Vida” desempenham um papel importante na provisão de pensões. Tal como foi anteriormente descrito, esta pode ser efectuada através de pensões individuais. Do mesmo modo, as seguradoras podem assegurar a gestão de fundos de pensões colectivos em nome dos seus participantes. Um plano deste tipo inclui-se no segundo pilar. Uma outra opção à disposição dos participantes é solicitar a uma seguradora do ramo “Vida” a administração do fundo com base num plano de grupo. Trata-se de um esquema colectivo que se inclui igualmente no âmbito do segundo pilar. Uma terceira variante é o regime colectivo de reforma individual que, ainda que organizado através de um empregador, constitui uma recolha de pensões individuais¹⁴.

11. Recentes reformas nos Estados-membros

Ao longo da última década, vários Estados-membros introduziram reformas no sentido de reduzir o impacto das alterações demográficas nos regimes gerais de pensões. Estas reformas foram conduzidas de vários modos. A fim de tentar manter o nível de prestações, alguns Estados-membros optaram por um aumento das contribuições da segurança social. Contudo, dadas as já elevadas taxas de quotização praticadas na maioria dos Estados-membros, a contenção das despesas parece ser o primeiro instrumento usado para garantir a sustentabilidade. Foram já tomadas algumas medidas no sentido de reduzir as prestações, nomeadamente a alteração das fórmulas de indexação, passando a definição das prestações a ser feita em função dos preços e não dos rendimentos; o aumento da idade de reforma e, consequentemente, dos anos de contribuição e redução do período de usufruto de uma pensão; diminuição da proporção das prestações de reforma no rendimento ao longo da vida profissional (taxa de substituição); cálculo das prestações em função dos rendimentos correspondentes a períodos superiores a um ano; redução dos incentivos à reforma antecipada.

12. Uma abordagem diferente consiste no desenvolvimento de um regime estatal de capitalização, funcionando em paralelo com o sistema de repartição. Na Suécia, as contribuições de pensões são presentemente feitas para o sistema de repartição;

contudo, uma vez implementada a nova legislação, 2% serão cotizados para um regime legal de capitalização. Uma reforma sistémica mais substancial do financiamento do regime geral de pensões residiria numa passagem do sistema de repartição para um regime de capitalização. Ainda que esta ideia tenha sido amplamente discutida, a sua implementação apresenta dificuldades no caso de regimes estatais de pensões completamente desenvolvidos como os existentes na UE, designadamente no que respeita ao cálculo das regalias futuras já “compradas” pelos trabalhadores não reformados. Esta questão foi discutida na Comunicação da Comissão sobre a melhoria da protecção social na Europa¹⁵.

13. Uma opção actualmente considerada é a possibilidade de os Estados-membros introduzirem gradualmente condições mais propícias ao desenvolvimento de planos complementares de reforma privados. O nível das contribuições não deverá, no entanto, baixar drasticamente na medida em que não apenas será necessário prover às pensões dos já reformados, como o papel dos sistemas públicos de repartição continuará a constituir uma parte fundamental da estrutura social da União. Os regimes privados de pensões por capitalização estão bem estabelecidos em países como o Reino Unido, os Países Baixos, a Dinamarca e a Irlanda. A recente legislação nos outros Estados-membros, tal como a Itália e mais recentemente a França, oferece oportunidades para maiores desenvolvimentos neste domínio.
14. Uma confiança acrescida nos planos de reforma dos segundo e terceiro pilares implicaria fundamentalmente transferir a responsabilidade pela provisão de pensões dos governos para as entidades patronais e os trabalhadores, assim como para os particulares. Do ponto de vista económico, são desejáveis sistemas de pensões (uma combinação de regimes estatais e complementares) que integrem elementos de repartição e capitalização, dado que estes estão sujeitos a diferentes riscos e rendibilidades. Contudo, à medida que a importância das pensões complementares aumenta em percentagem do rendimento total de reforma, tornar-se-á progressivamente mais importante que os governos proporcionem enquadramentos seguros para o funcionamento eficaz dos regimes complementares. No capítulo que se segue, é analisado o papel a desempenhar pelo Mercado Único.

D. Conclusão

15. As alterações demográficas em todos os Estados-membros têm vindo a suscitar considerações sobre o seu efeito no financiamento dos regimes gerais de pensões. As reduções continuadas das prestações e as restrições à elegibilidade de pensões como forma de assegurar a viabilidade dos sistemas públicos de repartição constituem opções que vários Estados-membros estão já a implementar, embora muito haja ainda a fazer. No entanto, estas medidas terão um impacto negativo nos níveis de rendimento total de reforma, motivo pelo qual é previsível a continuação da tendência para o desenvolvimento de planos complementares ao abrigo dos segundo e terceiro pilares.

Deve esclarecer-se, no entanto, que o desenvolvimento de regimes por capitalização na UE não constituirá, por si só, uma solução para os actuais problemas dos sistemas de repartição. A sustentabilidade destes últimos só poderá ser concretizada através de outras reformas internas. Os regimes por capitalização podem facilitar o processo de reforma dos sistemas de repartição, proporcionando condições que compensem a redução das prestações asseguradas por estes.

CAPÍTULO II AS PENSÕES E OS MERCADOS DE CAPITAIS NA UE

A. O Valor dos fundos de pensões na UE

16. O total dos activos dos fundos de pensões na UE que integram o segundo pilar é de 1 198 milhares de milhões de ECU, dos quais o Reino Unido detém a parte mais significativa (717 milhares de milhões de ECU, o que corresponde a 65% do total) (Quadro II). Importa ainda ter presente que os dois Estados-membros onde os activos dos fundos de pensões registam os valores mais elevados, o Reino Unido e os Países Baixos (261 milhares de milhões de ECU), representam 89% do total dos activos dos fundos de pensões da UE, sendo os dos restantes Estados-membros comparativamente mais reduzidos. Para tal, concorrem essencialmente dois factores: o seu financiamento não é feito por capitalização, repartição (“pay as you go”) ou reservas actuariais; e quando assim acontece, a taxa de cobertura é baixa (ver Quadro I). A importância destes fundos no Reino Unido e nos Países Baixos está de novo patente quando expressa em percentagem do PIB (79% e 88% respectivamente), ocupando os outros Estados-membros um lugar mais baixo na escala. A média da UE é de 20% do PIB. A título de comparação, note-se que o total dos activos dos fundos de pensões (pilar 2) dos EUA é de 3 546 milhares de milhões de ECU (60% do PIB) e o do Japão cifra-se em 1 800 milhares de milhões de ECU (45% do PIB).
17. O total dos activos das empresas de seguros da UE que exploram o ramo “Vida” é 50% mais elevado do que os fundos de pensões do segundo pilar, totalizando 1 600 milhares de milhões de ECU (Quadro III), sendo que esta cifra inclui os fundos geridos a título do terceiro pilar, mas é composta essencialmente por regimes de poupança ligados a um seguro de vida (não especificamente concebidos para financiar uma reforma) e seguros de vida sem componente de poupança (ligados a créditos hipotecários). Também aqui, o Reino Unido é o principal detentor de fundos (564 milhares de milhões de ECU - 67% do PIB), seguido da Alemanha (380 milhares de milhões de ECU - 21% do PIB), da França (317 milhares de milhões de ECU - 30% do PIB) e dos Países Baixos (138 milhares de milhões de ECU - 46% do PIB). Os incentivos fiscais que cada Estado-membro determinam a taxa de crescimento destes fundos.
18. É difícil prognosticar o crescimento dos fundos de pensões e fundos similares geridos por companhias de seguros. Muito dependerá das novas regras que vierem a obrigar os empregadores a constituir reservas de cobertura (segundo pilar) e dos incentivos fiscais (pilares 2 e 3). Actualmente, os regimes do segundo pilar cobrem 22% da população activa da UE e representam apenas 7% do total das prestações dispensadas aos beneficiários de tais regimes. Mesmo se os regimes do segundo pilar vierem a registar um crescimento equivalente apenas a metade do nível da cobertura dos Países Baixos e do Reino Unido (os dois Estados-membros que actualmente garantem a maior cobertura), a dotação dos fundos atingirá 3 000 milhares de milhões de ECU. Para um crescimento que coloque os regimes nos níveis de cobertura equivalentes aos dos dois países referidos, a dotação equivalerá a 5 000 milhares de milhões de ECU. Da mesma forma, num contexto fiscal favorável, poderá também registar-se um crescimento rápido dos fundos dos regimes do terceiro pilar, à medida que aumentar o número de pessoas dispostas a confiar nos regimes individuais de reforma.

B Políticas de investimento dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros

19. Os fundos de pensões e as companhias de seguros que exploram o ramo “Vida” fazem investimentos para poderem fazer face no futuro aos compromissos que assumem. As opções de investimento variam consideravelmente consoante os Estados-membros. O Reino Unido e, em mais reduzida escala, a Irlanda constituem excepções, já que registam uma elevada quota de investimentos em acções (80% e 55% respectivamente, valores comparáveis aos 52% dos EUA) e reduzida proporção de valores de rendimento fixo (ver Quadro IV). Em contrapartida, as carteiras de fundos da maior parte dos outros Estados-membros são constituídas essencialmente por activos de rendimento fixo, sobretudo obrigações do Estado (75% na Alemanha, 67% em França), sendo pouco importante o peso das acções (11% e 14% respectivamente). Em todos os Estados-membros, os investimentos no imobiliário e as aplicações de curto prazo são relativamente pouco significativas. A relação entre activos estrangeiros e domésticos varia consideravelmente de um país para outro. A maior parte dos fundos dos Estados-membros investem menos de 10% em activos sobre o exterior. O Reino Unido e os Países Baixos também aqui constituem excepção com os respectivos 30% e 25% de activos estrangeiros.
20. A composição dos investimentos actuais das companhias de seguros que exploram o ramo “Vida” é semelhante à das carteiras dos fundos de pensões do pilar 2 (ver Quadro V). Na realidade, a maior parte dos activos é composta por títulos (geralmente do Tesouro) de rendimento fixo (na Alemanha, 75% do total, França e Itália 70%). A exposição em acções das carteiras de fundos de pensões é muito menos significativa (Alemanha 5%, França 18% e Países Baixos 12%). O Reino Unido constitui excepção com perto de 50% da carteira de fundos constituída por acções nacionais e 10% em acções estrangeiras. Neste país Reino Unido o peso dos títulos de rendimento fixo é muito menos significativo (25% do total).

C. Rendibilidade dos activos dos fundos de pensões

21. Inúmeros estudos indicam que numa óptica de longo prazo as acções tendem a registar uma remuneração superior à das obrigações (ver Quadro VI), embora esta situação possa não ser irreversível no futuro. A estratégia de investimento de um fundo de pensões ou de uma sociedade gestora de fundos de investimento ou de uma companhia de seguros que explore o ramo “Vida” e a repartição dos activos das respectivas carteiras por acções, obrigações, bens imóveis e aplicações de curto prazo constituem as principais determinantes da taxa de rendibilidade dos activos globais. Atendendo ao carácter mais volátil das acções, os dados numéricos relativos a taxas de rendibilidade são sensíveis ao período em que foram calculados. Daí que, a curto prazo, as acções possam produzir resultados inferiores aos das obrigações ou registar uma evolução decrescente. No entanto, alguns observadores crêem que, dadas as elevadas taxas de remuneração associadas às acções numa perspectiva de longo prazo, e sendo que os fundos de pensões requerem investimentos a longo termo, é possível aumentar a taxa de rendibilidade de certos fundos de pensões e seguros de vida financeiros em alguns países da UE que actualmente privilegiam as obrigações do Estado nos respectivos activos, aumentando para tal a quota-parte das acções na carteira de investimentos.

22. É difícil comprovar o carácter inequívoco desta propensão para uma rendibilidade acrescida das acções. Qualquer período seleccionado é arbitrário. No entanto, no período 1984-1993 (Quadro VII), os fundos de pensões no Reino Unido e na Irlanda, com uma importante quota parte de acções, registaram elevadas taxas de rendibilidade (11,4% e 13,6% respectivamente). Os Estados-membros com um terço das respectivas carteiras de activos compostas por acções tiveram taxas de rendibilidade inferiores (Suécia 8,5%, Países Baixos 7,2%, Bélgica 8,9%). Os países com mais baixas percentagens de acções nas respectivas carteiras de investimento e maior percentagem de títulos do Estado foram os que registaram mais baixa rendibilidade (Alemanha 7,2%, Espanha 7% e Dinamarca 6,3%, este último país, em parte devido à tributação da taxa de juro real). Contudo, importa saber que fontes que se reportam a outros períodos de referência não fornecem resultados tão claros.

D. O impacto das variações da taxa de rendibilidade

23. Na secção anterior, viu-se existirem diferenças substanciais nas taxas de rendibilidade dos vários fundos de pensões e seguros de vida financeiros na UE - cerca de 6 pontos percentuais afastaram os dois extremos no período de 1984-1993. No caso de um regime por capitalização, a taxa de rendibilidade tem de ser suficiente para compensar os efeitos a longo prazo da inflação salarial. Um acréscimo de 2 ou 3 pontos percentuais na taxa anual pode induzir uma diferença significativa ao longo do ciclo de vida activa, pelo que não deve ser subestimada.

Supondo que o objectivo é uma pensão complementar fixa correspondente a 35% do salário com base num período de actividade profissional de 40 anos; se a taxa de rendibilidade líquida é de 6%, o custo corresponderá a 5% do salário. Mantendo-se constantes todos os outros elementos, se a taxa de rendibilidade líquida for de 4%, os custos equivalerão a 10% do salário e se a taxa de rendibilidade for de apenas 2%, o custo representará 19% do salário. Baixas taxas de rendibilidade dos activos dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros surtirão dois tipos de efeitos alternativos:

- contribuições muito mais elevadas para as empresas e para os trabalhadores, o que indirectamente afectará os custos do trabalho, resultando desse feito um impacto negativo na capacidade de criação de emprego da UE;
- pensões muito mais reduzidas para o mesmo montante de contribuições pagas e consequente maior pressão nas despesas públicas conexas com o primeiro pilar.

Importa salientar que a Comissão não preconiza qualquer modelo de investimento específico para os fundos de pensões. Cabe aos gestores desses fundos determinar a estratégia mais adequada tendo em conta os interesses dos pensionistas, sujeitando-se a mesma às necessárias regras da supervisão prudencial. O presente Livro Verde pretende estudar o papel do Mercado Único numa perspectiva de maximização das possibilidades de investimento, mantendo um controlo prudencial adequado. Interroga-se ainda sobre se as regras vigentes em alguns Estados-membros em matéria de supervisão prudencial não serão desproporcionadas, na medida em que ultrapassam aquilo que seria objectivamente necessário para garantir a segurança dos fundos, ao mesmo tempo que obstam ao desenvolvimento de um verdadeiro mercado único dos fundos de pensões, favorável aos interesses dos actuais e futuros

pensionistas (ver Capítulo III). Começa por analisar as principais técnicas de gestão e supervisão compatíveis com um mercado único dos fundos de pensões.

E. Será possível conseguir maior rendibilidade sem demasiados riscos?

24. Porque se trata de aplicações a longo prazo, os fundos de pensões e os seguros de vida financeiros podem tirar partido das taxas geralmente elevadas associadas às acções e às aplicações de longo prazo. No entanto, é um facto geralmente reconhecido que as acções enfermam de uma taxa de risco mais elevada do que as obrigações, em especial as do Estado, e que as obrigações de longo prazo comportam um risco superior às de curto prazo.¹⁶
25. É evidente que seria imprudente almejar apenas o objectivo de elevadas taxas de rendibilidade sem se atender ao risco. Muita da legislação dos Estados-membros focaliza os controlos prudenciais para reduzir os riscos em que os fundos são susceptíveis de incorrer.
26. Os apologistas das modernas técnicas de gestão do risco alegam que as mesmas permitem controlar o risco e simultaneamente investir em activos com maior margem de flutuação, mas também susceptíveis de produzirem uma rendibilidade mais alta. Visam estas técnicas captar o retorno do prémio de risco das acções evitando ao mesmo tempo níveis excessivamente elevados da volatilidade. Ao avaliar o risco e ao fazer opções de investimento, é mais correcto focalizar a relação entre o activo e o passivo, e não centrar exclusivamente a análise nos activos. Por exemplo, os fundos tenderão a realizar progressivamente os activos até à data do vencimento, evitando-se assim os efeitos de variações repentinas das taxas de juro. Assim, cada fundo de investimento (por exemplo, fundos para jovens, com maior proporção de entradas relativamente a pagamentos, ou fundos para idosos, em que a proporção é inversa) adoptará estratégias distintas, já que as relações entre o activo e o passivo diferem consoante o tipo de fundo. É possível desta forma maximizar os rendimentos com um risco mínimo.
27. Basicamente, a gestão activo/passivo procura concentrar a carteira de investimentos em aplicações de longo prazo com maior rendibilidade, compensando o aumento do risco com a combinação de activos cuja remuneração mantém uma correlação imperfeita (diversificação). Desta forma, um activo com elevado rendimento, mas também com risco superior, pode ser compensado por outro activo de elevado rendimento e elevado risco, desde que os dois riscos não estejam correlacionados.
28. Esta perspectiva de diversificação dos activos é considerada prudente uma vez que a excessiva concentração num mesmo activo pode aumentar o risco e reduzir as taxas de rendibilidade. Mesmo os títulos do Estado podem flutuar com as variações das taxas de juro e as previsões em termos de inflação. Em consequência, a excessiva concentração de uma carteira de títulos em activos como os títulos do Estado, tidos por “seguros”, pode na realidade aumentar o risco em comparação com uma carteira diversificada, sem que com isso a remuneração seja mais elevada¹⁷. O investimento em diversos mercados imperfeitamente correlacionados dará aos gestores um amplo leque de aplicações ao mesmo tempo que reduzirá o risco de uma concentração excessiva em activos numa só moeda. Assim concluía um comentador:

“As restrições que impõem limites arbitrários aos investimentos por categoria de activos, país ou moeda contrariam o princípio prudencial na medida em que limitam severamente a diversificação do risco. Estas restrições constroem os fundos de pensões a assumir mais riscos, em detrimento da rendibilidade, e a recorrer a políticas de investimento que, a longo prazo, serão desfavoráveis aos associados.”¹⁸.

29. Este paradigma de gestão activo/passivo está na base do princípio da gestão sã e prudente e das técnicas de supervisão utilizadas em alguns Estados-membros. A viabilidade financeira do fundo de pensões ou da companhia de seguros é avaliada pela coerência entre os activos financeiros e as obrigações ao longo do ciclo de vida esperado do regime, tendo em conta considerações relevantes como o tipo, a dimensão, o desenvolvimento e a taxa de financiamento do regime, bem como o volume e a natureza das obrigações do fundo. Ao aplicarem estes princípios, os gestores estarão também a utilizar uma estratégia de investimento que lhes é imposta pelo conselho de administração dos fundos. Não se trata de uma supervisão de tipo *laissez faire*. Pelo contrário, impõe aos supervisores a obrigação de garantir que as funções de gestor e de depositário são desempenhadas de uma forma que garanta a segurança das prestações aos associados.
30. As autoridades competentes em matéria de supervisão deverão dar provas de maior dinamismo se pretenderem optar por uma perspectiva qualitativa do investimento dos fundos de pensões. As preocupações de ordem quantitativa deverão ser relegadas para segundo plano. Ao examinar a situação financeira de um fundo, os supervisores deverão analisar separadamente as obrigações de curto e de longo prazo e o respectivo horizonte de investimento, a taxa de financiamento em relação às obrigações e a necessidade de a uma dada estrutura do passivo fazer corresponder uma adequada estrutura do activo através de uma correcta gestão activo/passivo.

F. Como poderão os mercados de capitais da UE absorver o futuro aumento do investimento dos fundos de pensões e das empresas de seguros de vida?

31. O desenvolvimento na UE de regimes complementares de reforma financiados por capitalização aumentará o volume de activos financeiros disponíveis para investimento. Este crescimento será muito significativo, mas gradual. A presente secção estuda as vantagens da criação de um verdadeiro mercado único para a liquidez acrescida e a redução dos custos dos fundos de pensões. Examina ainda as potenciais mudanças estruturais nos mercados de capitais da UE decorrentes do aumento do investimento dos fundos de pensões.
32. É provável que a oferta de títulos do Estado não acompanhe o crescimento dos activos financeiros dos fundos de pensões.

Entre os possíveis vectores de investimento, destacam-se as acções e os títulos emitidos pelas empresas. É previsível que no futuro estes produtos desempenhem um papel mais importante no mercado de capitais da UE. Nos EUA, a capitalização do mercado em relação ao PIB é muito maior (EUA: 68%; UE: 32%) (ver Quadro VIII) e o crescimento dos activos dos fundos de pensões tem sido devidamente aproveitado pelos mercados de capitais para garantir pensões adequadas.

Uma vez que os fundos de pensões deverão encontrar novos mercados para os seus investimentos, as acções do sector privado poderão tornar-se gradualmente o destino mais plausível. No entanto, a privatização das empresas públicas representará provavelmente apenas uma ínfima parte do mercado. Além disso, a EASDAQ e os mercados bolsistas reservados às pequenas empresas em alguns Estados-membros poderão constituir destinos suplementares à emissão de acções para investimento dos fundos de pensões dos seguros de vida financeiros. A emissão de acções por parte das empresas da UE poderá substituir-se às tradicionais fontes de financiamento na Europa.

Outro mercado susceptível de desenvolvimento na UE como alternativa às acções é o dos títulos emitidos por empresas, mercado que está muito pouco desenvolvido na UE, em comparação com os EUA, onde é 7 vezes superior. Se a evolução registada nos EUA se repetir na UE, é lícito esperar que o mercado de títulos das empresas cresça consideravelmente.

33. Os mercados de capitais terão de adaptar-se para absorver estes fundos. Uma parte do capital poderá sair da UE embora as práticas usuais de gestão resultem em que a maior parte destes fundos permaneça na União¹⁹. Todavia, se os mercados de capitais dos Estados-membros permanecerem segmentados, a liquidez será menor e a capacidade de absorção dos fundos reduzida. Em consequência, as barreiras à circulação de capitais que não se justificarem explicitamente por razões prudenciais obstarão à eficácia do processo. A directiva relativa aos serviços de investimento²⁰ permitiu já eliminar muitos dos obstáculos que dificultavam o funcionamento dos mercados de capitais da UE. Acresce que a terceira fase da união económica e monetária contribuirá para este processo ao acabar com os riscos de câmbio para os investimentos realizados em moedas dos Estados-membros participantes. Outros obstáculos, como os custos das transacções e os prazos de execução das decisões de investimento serão ultrapassados com a moeda única, contribuindo para relançar o investimento. O Capítulo III examina as disposições prudenciais ainda em vigor que obstam à livre circulação de capitais e interroga-se sobre se as mesmas ainda se justificam.
34. A concorrência entre instituições e centros financeiros na UE, aliada ao crescimento dos activos financeiros disponíveis para investimento contribuirá para a melhoria do mercado de capitais da UE por via da redução dos custos e da liquidez acrescida. Este processo será reforçado pela União Económica e Monetária que trará novas oportunidades de desenvolvimento para um mercado de capitais de dimensão europeia.

Questão: A Comissão gostaria de receber opiniões sobre os pontos tratados no presente capítulo.

A. Papel da fiscalização prudencial dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros e respectivos gestores

35. É evidente que os fundos de pensões e os seguros de vida financeiros, bem como os gestores dos mesmos, devem ser objecto de fiscalização prudencial. Os consumidores (i.e. os futuros pensionistas) devem estar protegidos num domínio cujos contornos nem sempre lhes são familiares. A fiscalização prudencial tem por objectivo velar por que os gestores de fundos desempenhem correctamente as suas funções fiduciárias. O tratamento normativo dos fundos de pensões varia substancialmente de um Estado-membro para outro. Em alguns países devem cumprir requisitos mínimos de solvência, noutros estão sujeitos a disposições de natureza similar às aplicáveis às seguradoras que exploram o ramo “Vida”. Significa isto que estão sujeitas a requisitos mínimos de solvência, regras relativas a provisões técnicas e restrições ao investimento idênticos aos que vigoram para as companhias seguradoras.
36. Embora as legislações apresentem aspectos divergentes, as várias perspectivas comportam alguns elementos comuns.
- os fundos de pensões carecem de autorização da autoridade competente;
 - esta autorização poderá ser condicionada ao respeito de certos critérios no que se refere à idoneidade e à competência dos gestores dos fundos e dos depositários dos activos desses fundos ou à forma jurídica dos mesmos;
 - os fundos devem estar sujeitos a um regime de fiscalização prudencial que obrigue os mesmos a declarações periódicas e confira poder de intervenção às autoridades competentes em matéria de fiscalização;
 - o investimento das contribuições dos associados deve obedecer a regras prudenciais mínimas que estabeleçam nomeadamente uma gestão prudente dos fundos.

Questão:

Concordam as partes interessadas em que estes pontos constituem uma base regulamentar adequada?

B. Efeitos de uma regulamentação excessiva em matéria de investimentos dos fundos de pensões do segundo pilar

37. Para além do princípio da livre circulação de capitais²¹ e das regras gerais que decorrem deste princípio, nenhuma disposição comunitária harmonizada rege os investimentos dos fundos de pensões. O princípio e as regras gerais mencionadas visam garantir a todos os investidores, incluindo os fundos de pensões, o direito de aplicarem os respectivos activos em qualquer Estado-membro da União. O Tratado permite a imposição de certas restrições²² por motivos de ordem prudencial. Os Estados-membros não podem utilizar esta derrogação do princípio da livre

circulação de capitais para aplicar um tratamento discriminatório aos activos de origem estrangeira ou para instaurar restrições ditadas por motivos que não os de ordem prudencial. Por outro lado, o Tratado proíbe as medidas²³ que, por via da imposição de quantidades mínimas, estabeleçam um “acesso privilegiado” das administrações centrais e das autoridades regionais ou locais às instituições financeiras. A Comissão está actualmente a tomar medidas contra os Estados-membros que, por motivos outros que os de ordem prudencial, reservam um tratamento discriminatório aos activos de origem estrangeira.

38. Inúmeros Estados-membros impõem disposições restritivas, através da fixação de percentagens máximas por categoria de activos ou por divisa (ver Quadro IX). A Alemanha é disso um exemplo, com os seguintes *plafonds*: 30 % de acções, 6 % de acções de países terceiros, 25 % de bens imobiliários europeus, 6 % de obrigações não europeias, 20 % de activos estrangeiros e 10 % de activos da própria empresa. Os fundos de pensões dos Estados-membros que estabeleceram restrições quantitativas deste tipo tendem a investir uma proporção elevada dos respectivos activos em obrigações do Estado.
39. As disposições nacionais em matéria de fiscalização prudencial podem ter por efeito travar o desenvolvimento do mercado único e limitar as vantagens que este pode oferecer aos investidores. A Comissão crê que em muitos casos essas disposições vão muito mais além daquilo que seria objectivamente necessário para manter uma supervisão prudencial adequada. Existem outras regras e técnicas prudenciais que são compatíveis com o mercado interno e garantem segurança prudencial equivalente. Em causa estão, em especial, as regras prudenciais dos Estados-membros aplicáveis às carteiras de investimento, que podem obrigar as entidades que gerem fundos de pensões e seguros de vida a investir uma grande parte dos respectivos activos em obrigações do Estado. Assim sendo, na prática, os investimentos dos fundos de pensões de vários Estados-membros nem sequer atingem os *plafonds* regulamentares. Por exemplo, na Alemanha, os activos estrangeiros representam apenas 6% da carteira dos fundos de pensões (máximo autorizado :20%) e as acções 11% (máximo autorizado: 30 %)²⁴.

Questão:

A Comissão gostaria de apurar em que medida as restrições quantitativas limitam efectivamente a estratégia de investimentos dos fundos de pensões, em particular nos Estados-membros onde a percentagem máxima de acções não é atingida.

Poderão estas restrições influenciar mais as políticas de investimento se, tal como se prevê, os recursos financeiros disponíveis aumentarem significativamente e se as possibilidades de investimento em obrigações públicas forem condicionadas por uma oferta insuficiente?

40. No passado, a Comissão propôs em duas ocasiões uma interpretação específica das disposições do Tratado relativamente aos fundos de pensões: fê-lo numa proposta de directiva²⁵, a qual foi posteriormente retirada porque as alterações propostas pelos Estados-membros teriam legitimado as restrições impostas aos fundos de pensões em vez de as flexibilizar. Depois, voltou a abordar a questão numa comunicação²⁶, recentemente anulada pelo Tribunal de Justiça que alegou estar a Comissão a pretender impor aos Estados-membros novas disposições vinculativas²⁷.

A Comissão considera que os objectivos da proposta de directiva e da comunicação têm de ser perseguidos, ainda que num contexto mais vasto, em particular à luz da crescente consciencialização para a necessidade de reforma dos sistemas de segurança social, a fim de assegurar a sua sustentabilidade. Estes objectivos podem resumir-se em dois pontos:

- o direito que assiste aos gestores de fundos de pensões por força da directiva relativa aos serviços de investimento, da segunda directiva de coordenação bancária e da terceira directiva sobre seguros de vida²⁸, de oferecer livremente os seus serviços em todos os Estados-membros da União;
 - liberdade de escolha no investimento dos activos, de harmonia com os princípios da gestão sã e prudente, diversificação da carteira, designadamente através da aquisição de activos em moeda estrangeira; supressão de qualquer obrigação ou proibição, ditada por considerações que não as de ordem prudencial, de adquirir certas categorias de activos ou de localizar activos num Estado-membro determinado. Qualquer restrição justificada por razões de ordem prudencial deve ser proporcional aos objectivos legitimamente almejados²⁹.
41. A supressão das restrições não deverá induzir uma alteração súbita do estilo de gestão dos fundos. Os gestores demorarão um certo tempo a adaptar-se às novas estratégias de investimento; por outro lado, verifica-se com frequência que os fundos privilegiam o mercado doméstico, ao mesmo tempo que continuam a manter a parte maior dos activos na mesma moeda que o passivo. Assim, mesmo quando não existem restrições ao investimentos em acções estrangeiras, estas apenas representam 25 a 30% da carteira nos Estados-membros onde os regimes de investimento são mais liberais. Na mesma ordem de ideias, regista-se que actualmente é frequente que os gestores de fundos não aproveitam plenamente a liberdade de que gozam, o que torna improvável uma corrida repentina às acções.

Questão:

Concordam as partes interessadas em que a perspectiva acima descrita relativamente às regras prudenciais é susceptível de proporcionar segurança adequada e ao mesmo tempo oferecer as vantagens de uma remuneração acrescida no contexto de um verdadeiro mercado único dos fundos de pensões?

C. Regras aplicáveis aos investimentos efectuados por empresas de seguros que exploram o ramo “Vida” (pilar 3)

42. Contrariamente aos regimes do segundo pilar, que não foram objecto de qualquer harmonização ao nível comunitário, os regimes de reforma ligados a contratos de seguros de vida do terceiro pilar foram harmonizados no âmbito das disposições relativas ao mercado interno³⁰. Uma empresa seguradora autorizada e objecto de fiscalização num dado Estado-membro pode operar nos outros Estados-membros. A vigência de regras comuns permite que companhias de seguros de vários Estados-membros operem em condições de igualdade, tendo sido também instauradas normas de protecção dos consumidores.

43. As disposições comunitárias que regem os investimentos das companhias de seguros que exploram o ramo “Vida” constam do Quadro X³¹. São as seguintes as mais importantes:

- as opções de investimento da empresa devem obedecer a imperativos de uma gestão sã e prudente;
- os Estados-membros não podem obrigar as seguradoras a investirem os seus capitais em certas categorias de activos;
- os Estados-membros não podem obrigar uma seguradora a deter mais de 80 % dos respectivos activos em moedas que cumpram os requisitos pré-estabelecidos da congruência.

Poucos são os Estados-membros que adoptaram uma perspectiva prudencial flexível e as companhias seguradoras destes Estados-membros possuem uma elevada percentagem de acções do mercado interno e externo. No entanto, a maior parte dos Estados-membros optou por uma abordagem quantitativa da supervisão, à semelhança do que fizeram no tratamento dos fundos do segundo pilar (ver Quadro XI). Com efeito, a maior parte dos activos das empresas seguradoras destes países está investida em títulos domésticos de rendimento fixo (Alemanha: 75 %, Espanha: 55 %, França: 68 % e Itália: 70 %), mesmo quando a regulamentação prudencial autoriza uma percentagem mais elevada de acções e de activos estrangeiros (acções ou obrigações, por exemplo).

***Questão:** A Comissão gostaria de saber em que medida a regulamentação nacional que impõe restrições quantitativas de facto limita ou pode vir a limitar a estratégia de investimento das empresas de seguros que exploram o ramo “Vida” e se seria oportuno modificar tais disposições quantitativas, de harmonia com as orientações descritas na parte B em relação aos regimes do segundo pilar.*

D. Devem os regimes do segundo e do terceiro pilar ser submetidos a regras comunitárias análogas?

44. O presente Livro Verde examinou as regras prudenciais relativas aos investimentos (i.e. ao activo do balanço) dos fundos de pensões e das companhias de seguros que exploram o ramo “Vida”. Convém igualmente questionar-se sobre se os fundos de pensões devem ou não ser submetidos a disposições análogas às que regem o passivo do balanço das companhias de seguros do ramo Vida e, em especial, se é oportuno harmonizar as disposições relativas às provisões técnicas e à margem de solvência de 4% dos fundos próprios³². É o caso de empregadores que recorrem a companhias de seguros em concorrência directa para proporcionar aos seus trabalhadores no âmbito do contrato de trabalho um “seguro de grupo” ao qual se aplicam as disposições harmonizadas do terceiro pilar (ver Quadro XII)³³.

Em relação a este ponto, a organização representativa das seguradoras europeias (Comité Europeu dos Seguros) considera que os regimes de reforma do segundo pilar devem ser submetidos a regras prudenciais equivalentes, quer seja o seu funcionamento ou a sua gestão assegurado por um fundo de pensões ou por uma companhia de seguros que explore o ramo “Vida”. Segundo a Comissão, existem quatro opções:

- **Opção I:** submeter os fundos do segundo pilar às regras actualmente aplicáveis aos seguros de vida de grupo;
- **Opção II:** adaptar as actuais exigências em matéria de margem de solvência para os seguros de vida de grupo ao quadro presentemente aplicado ao segundo pilar;
- **Opção III:** definir novas normas comunitárias aplicáveis simultaneamente aos regimes do segundo pilar e aos seguros de vida de grupo. A Comissão acolheria com satisfação propostas concretas neste domínio;
- **Opção IV:** aceitar as actuais diferença, visto que de facto as mesmas não induzem qualquer distorção de concorrência significativa.

Questão:

Antes de tomar uma decisão, a Comissão gostaria de ouvir as partes interessadas.

E. Gestores de fundos

45. Os gestores de fundos autorizados já podem vender os seus serviços de investimento em toda a UE, com base no Tratado e em critérios harmonizados³⁴. Podem também operar enquanto gestores de fundos de pensões fora das fronteiras nacionais. Qualquer restrição a esta liberdade poderia obstar à melhoria do rendimento das aplicações e contrariar os princípios do Tratado relativamente à livre prestação de serviços de gestão de investimentos no Mercado Único³⁵.
46. A gestão eficaz da carteira de um fundo de pensões postula uma estratégia de investimento devidamente diversificada que pode implicar a intervenção de especialistas externos. Os fundos de pensões devem poder recorrer ao apoio e aos serviços de gestão mais adequados, facto que os poderá levar a solicitar a intervenção de um gestor estabelecido noutro Estado-membro. Aquele poderá estar mais bem informado acerca das possibilidades de aplicações no mercado externo. Nada deve impedir que um fundo de pensões possa recorrer a este tipo de serviços. A Comissão considera ainda que um reforço da concorrência poderia permitir uma diminuição dos encargos de gestão, para além de uma maior eficácia na gestão dos fundos. Uma redução dos custos ou um ganho de eficácia de apenas um ponto percentual ao ano representa uma economia importante sobre a totalidade de uma vida activa.

Questão:

A Comissão gostaria de receber opiniões sobre este ponto e saber se existem actualmente obstáculos que impeçam os gestores de fundos de pensões de fornecer serviços além fronteiras.

F. Preparar o futuro

47. O presente Livro Verde avançou a ideia de que poderia ser oportuno modificar o regime prudencial dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros. Caso venha a ser dado seguimento a esta recomendação, seria conveniente escolher o instrumento mais eficaz. Existem várias possibilidades:

Opção 1: Confiar na introdução do euro. Esta opção reduziria o impacto das exigências de congruência monetária para os países participantes. Qualquer activo de um Estado-membro seria automaticamente expresso numa moeda congruente. Esta opção não implicaria quaisquer medidas legislativas ou executórias adicionais por parte da Comissão. No entanto, não resolveria o problema das exigências quantitativas injustificadas que limitam os investimentos em certas categorias de activos (como as acções) e obrigam de facto os investidores a adquirir obrigações (do Estado). Tão pouco contribuiria para resolver as dificuldades que conhecem os fundos dos Estados-membros não participantes no euro que aplicam regras de congruência monetária ou limites quantitativos. Esta abordagem poderia todavia combinar-se com a segunda opção.

Paralelamente à introdução do euro, os Estados-membros poderão operar modificações nas respectivas legislações nacionais a fim de facilitar uma gestão mais eficaz dos fundos de pensões. Tais alterações seriam da competência dos Estados-membros e dependeriam das respectivas percepções quanto ao que é mais adequado a cada situação específica.

Opção 2: Aplicar as liberdades consagradas no Tratado. Esta opção assenta nas obrigações decorrentes dos princípios do Tratado relativos à livre circulação dos capitais e à livre prestação de serviços. A Comissão poderia definir orientações interpretativas destas liberdades fundamentais no que respeita aos investimentos dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros bem como dos serviços que os gestores de fundos oferecem. Examinaria em seguida as disposições de carácter geral e as decisões individuais de cada Estado-membro no intuito de verificar se as mesmas se justificam do ponto de vista prudencial. Caso uma regra ou uma decisão pareça injustificada, a Comissão ver-se-á forçada a desencadear um processo por incumprimento, ao abrigo das disposições do Tratado. Desenvolver-se-ia assim progressivamente uma jurisprudência propositada de uma interpretação prática das regras do Tratado. Esta perspectiva apresenta todavia alguns inconvenientes:

- seria necessário tempo para tornar mais precisos os contornos da aplicação prática dos princípios jurídicos fundamentais;
- poderia gerar insegurança jurídica: com efeito, a jurisprudência poderia detectar abusos evidentes, mas ser-lhe-ia mais difícil julgar os casos extremos em que a fronteira entre a restrição prudencial justificada e injustificada não está claramente traçada;
- as interpretações baseadas na jurisprudência, a qual por seu lado resulta de processos contraditórios em casos pontuais, poderiam pecar por falta de flexibilidade e obstar às adaptações necessárias neste domínio técnico e em rápida evolução que é a fiscalização financeira.

Opção 3: Adopção de uma directiva. Outra solução consistiria em adoptar uma directiva de harmonização que fixasse princípios básicos, o que permitiria lançar, em colaboração com todas as partes interessadas, uma interpretação comum das disposições do Tratado relativas a este domínio que é simultaneamente financeiro e técnico. A directiva poderia prever mecanismos de cooperação entre a Comissão e as autoridades nacionais competentes em matéria de fiscalização, com vista a uma leitura e a uma actualização constante da aplicação concreta das liberdades

fundamentais do Tratado no domínio da fiscalização dos fundos de pensões e dos seguros de vida financeiros. A emissão, no âmbito deste processo de cooperação, de um parecer sobre a interpretação e a aplicação das directivas poderia gerar transparência e segurança jurídica. Esta abordagem foi já tentada no passado, mas sem êxito. A dificuldade de concertação de posições entre os Estados-membros sobre a legislação comunitária na matéria é evidente. Talvez o crescente interesse suscitado pelos regimes complementares de reforma financiados por capitalização possa vir a aproximar posições até aqui divergentes.

Questão:

A Comissão gostaria de conhecer a posição das partes interessadas.

CAPÍTULO IV FACILITAR A LIVRE CIRCULAÇÃO DE TRABALHADORES

A. Considerações gerais

48. O artigo 51º do Tratado da União estabelece a adopção de legislação comunitária no sentido da eliminação de todos os obstáculos em matéria de segurança social que impedem uma efectiva liberdade de circulação de trabalhadores.

Com base neste artigo³⁶, a Comunidade adoptou já legislação (Regulamentos nº 1408/71 e 574/72³⁷) com vista à eliminação dos obstáculos à mobilidade transfronteiriça de trabalhadores em matéria de pensões **garantidas por lei**, legislação esta que não se aplica aos regimes complementares de reforma.

São cada vez mais os cidadãos altamente qualificados que exercem o direito de livre circulação. Para esta categoria de pessoas, os regimes complementares de reforma contribuem substancialmente para a respectiva protecção social.

B. Obstáculos à livre circulação de pessoas associados às pensões complementares

49. Na sua Comunicação de Julho de 1991³⁸, a Comissão encetou um debate a nível comunitário sobre o papel dos regimes complementares de reforma e respectiva incidência na livre circulação.

No seguimento desta Comunicação, os serviços da Comissão, em cooperação com os representantes dos Estados-membros, dos parceiros sociais e dos fundos de pensões, exploraram, em várias ocasiões, as possíveis formas de eliminar os obstáculos à mobilidade transfronteiriça dos trabalhadores assalariados e não assalariados na União Europeia em matéria de pensões complementares.

Dada a natureza específica de muitos dos regimes complementares de reforma e a sua extraordinária diversidade a nível nacional no que respeita à sua origem, âmbito profissional e material, assim como às suas formas jurídicas e técnicas, o actual sistema de coordenação criado para os regimes legais não parece ser um instrumento adequado para a resolução dos problemas suscitados. Torna-se imperativa uma abordagem mais flexível.

50. Em Fevereiro de 1996, a Comissão decidiu solicitar ao Comité de Alto Nível sobre a Livre Circulação de Pessoas, presidido por Simone Veil, um parecer sobre as medidas a adoptar a fim de eliminar os obstáculos à livre circulação de trabalhadores originados no contexto dos regimes complementares de reforma.

O Comité apresentou o respectivo relatório em Novembro de 1996, no qual se conclui da necessidade de acção legislativa a nível comunitário que deverá, no entanto, limitar-se, pelo menos numa fase inicial, a uma abordagem tripartida, englobando os seguintes elementos:

a) Manutenção dos direitos adquiridos por parte de membros de regimes complementares de reforma que cessem a sua vinculação em consequência de deslocação para um outro Estado-membro, em condições pelo menos equivalentes às

de membros que cessem a vinculação mas permaneçam no Estado-membro em questão.

Este ponto específico inspira-se no princípio básico do direito comunitário da “igualdade de tratamento”. Significa isto que um trabalhador que deixe de estar vinculado a um regime complementar de reforma para exercer uma actividade junto de um empregador num outro Estado-membro não deverá perder os direitos já adquiridos ao abrigo do primeiro regime, que teria preservado caso mudasse de empregador no interior do mesmo Estado-membro.

b) Pagamentos transfronteiriços: os Estados-membros deverão assegurar a aplicação de outro princípio fundamental do Tratado (livre circulação de capital e pagamentos), adoptando medidas destinadas a assegurar, em outros Estados-membros, as prestações devidas ao abrigo de regimes complementares.

c) Medidas que permitam a trabalhadores temporariamente destacados para um outro Estado-membro pelo respectivo empregador permanecerem vinculados ao regime complementar de reforma do país onde trabalharam anteriormente. Para este efeito, todos os obstáculos à vinculação transfronteiriça seriam eliminados.

Como primeira medida conducente à eliminação dos obstáculos à livre circulação suscitados no quadro das reformas complementares, a Comissão pretende apresentar brevemente uma proposta de directiva relativa aos aspectos salientados no relatório do Comité de Alto Nível, facto já anunciado na Comunicação da Comissão “Melhorar e Modernizar a Protecção Social na UE”.

51. Na sequência do sugerido pelo Comité de Alto Nível, a Comissão está também a considerar a pertinência da criação de um Fórum Comunitário de Pensões, que seria constituído por representantes dos Estados-membros, dos parceiros sociais e dos fundos de pensões. O seu objectivo seria explorar as possibilidades de resolver os sérios problemas de mobilidade no contexto dos regimes profissionais de pensões. Ao reunir diferentes grupos de interesses, poderia contribuir para encontrar soluções para o problema do não reconhecimento dos regimes de pensões entre os Estados-membros. Em geral, a sua missão seria a de aconselhar a Comissão sobre a melhor forma de ultrapassar os obstáculos ainda existentes à livre circulação.
52. Contudo, e tal como foi já apontado, persistem vários obstáculos à livre circulação que não os eventualmente resolvidos pela proposta de directiva. Os problemas identificados podem resumir-se da seguinte forma:
 - exigentes condições de qualificação para aquisição de direitos de pensão complementares, incluindo longos períodos de garantia;
 - dificuldades na transferência de um Estado-membro a outro dos direitos de pensão adquiridos;
 - dificuldade fiscais associadas à aquisição de direitos de pensão em mais do que um Estado-membro;
 - a desvantagem específica decorrente da alteração de regimes suscitada no caso de trabalhadores que, não sendo destacados, vão exercer uma actividade temporária

para um outro Estado-membro que não aquele onde constituíram os direitos de pensão.

53. Condições de qualificação para a aquisição de direitos

A aquisição de direitos ocorre, por vezes, após vários anos de trabalho numa empresa (dez anos segundo a legislação alemã) e em alguns casos apenas no momento da reforma. Qualquer mudança de emprego antes da aquisição de um direito implica o não pagamento de qualquer pensão relativamente a este período de emprego. No entanto, alguns regimes de pensões abrangem todos os trabalhadores de um determinado ramo industrial (por exemplo, a indústria da construção). Neste caso, as mudanças de emprego dentro do mesmo sector e num determinado país não serão penalizadas com a perda dos direitos de pensão. As mudanças transfronteiriças de emprego, contudo, implicam a passagem para um novo regime de pensões, o que pode ser considerado como obstáculo à mobilidade transfronteiriça dos trabalhadores.

54. A razão para tal reside no impacto negativo de longos períodos de garantia na livre circulação, quer porque um trabalhador hesita em deixar o seu empregador original com receio de perder os direitos que já adquiriu, quer porque revela relutância em se deslocar para outro Estado-membro onde os longos períodos de garantia são regra para a constituição de direitos de pensão. Por exemplo, um trabalhador migrante italiano ou espanhol na Alemanha pode ter de exercer a sua actividade junto do mesmo empregador durante 10 anos a fim de obter um direito adquirido ao abrigo de um regime profissional de pensões neste país.

55. Dificuldades na transferência de um Estado-membro para outro dos direitos de pensão adquiridos, incluindo a ausência de mecanismos aprovados de reconhecimento dos fundos de pensões.

Relativamente à questão da transferência, existem presentemente dificuldades em transferir direitos adquiridos para um regime de um Estado-membro que não aquele onde foram constituídos. Estes obstáculos podem assumir a forma de regulamentações legais ou de normas aplicáveis aos regimes.

Se um trabalhador que abandona uma actividade profissional tiver adquirido um direito terá de decidir o que fazer com ele. Existem duas possibilidades: os direitos podem ser preservados no regime de pensões em que foram adquiridos e o trabalhador pode vir a beneficiar de uma pensão ao abrigo deste regime quando se reformar. Em alternativa, caso a natureza do regime o permitir, poderá proceder-se ao pagamento de um valor capital representativo dos direitos adquiridos. Este valor pode então ser utilizado para comprar uma anuidade diferida a uma empresa seguradora ou ser pago no novo regime de pensões, desde que este aceite a transferência.

56. A transferência de capital parece ser uma solução válida no caso de regimes por capitalização, mas não é normalmente aplicável a planos assentes na constituição de reservas actuariais e em sistemas de repartição, isto é sem qualquer acumulação de activos financeiros para financiar os seus compromissos em matéria de pensões. Deste modo, apenas uma solução se apresenta a muitos dos trabalhadores que mudam de emprego, ou seja a manutenção dos direitos no antigo regime de

pensões³⁹. Em qualquer dos casos - transferência ou manutenção -, os aumentos salariais futuros não serão normalmente considerados, contrariamente ao que acontece em caso de uma carreira ininterrupta ao serviço do mesmo empregador. Muitas vezes, nem mesmo os aumentos previstos de preços ou rendimentos médios são tidos em conta no cálculo dos valores de transferência. Assim, as pessoas que cessam a sua vinculação a um regime tendem a não receber a sua quota do fundo de pensões.

O cálculo dos valores a transferir, que penaliza as pessoas que cessam a vinculação a um regime, e a manutenção inadequada dos direitos “latentes” constituem sérios obstáculos à mobilidade dos trabalhadores.

57. Dificuldades fiscais associadas à aquisição de direitos de pensão em mais de um Estado-membro

Embora a fiscalidade directa seja largamente da competência dos Estados-membros, estes devem exercer os seus poderes em conformidade com o direito comunitário⁴⁰. A este respeito, deve salientar-se que o artigo 48º implica não apenas a abolição de toda a discriminação em função da nacionalidade, mas também a supressão de qualquer medida nacional que impeça ou torne menos atraente o exercício, por parte de cidadãos comunitários, das liberdades fundamentais garantidas pelo Tratado⁴¹. O Capítulo V incide mais concretamente nas questões da fiscalidade.

Os trabalhadores que pretendam exercer o direito à livre circulação na União poderão encontrar obstáculos fiscais quando tentarem transferir prestações adquiridas (nos casos em que tal é possível) a partir de um regime por capitalização no país de origem para outro regime no país de acolhimento. A transferência a partir do regime do país de origem pode estar sujeita a tributação, o que induzirá desvantagens se o país de acolhimento não conceder benefícios fiscais às transferências do exterior, estando as prestações sujeitas ao imposto sobre rendimentos. Esta situação ilustra a posição desfavorável em que se encontram os trabalhadores que exercem o seu direito à livre circulação em comparação com os que transferem prestações adquiridas dentro de um mesmo Estado-membro.

58. A desvantagem específica decorrente das alterações de regimes suscitada no caso de um trabalhador que vai exercer uma actividade temporária num Estado-membro que não aquele onde constituiu os direitos de pensão.

Podem distinguir-se duas situações:

- trabalhadores destacados para outro país pelos próprios empregadores, permanecendo ao serviço da mesma empresa ou de empresas associadas: esta situação será discutida na proposta de directiva anteriormente mencionada.
- trabalhadores que se deslocam para outro Estado-membro por um período limitado de tempo: estes trabalhadores, tais como os destacados, estão em desvantagem pelo facto de terem mudado de regime de pensões, o que constitui um desincentivo à livre circulação de trabalhadores entre os Estados-membros.

C. Abordagens possíveis

59. Uma questão discutida foi a viabilidade de limitar a resolução dos obstáculos encontrados no contexto dos regimes obrigatórios, esquecendo os relativos aos regimes facultativos. Para alguns, uma iniciativa regulamentar aplicável a estes últimos poderia agir como desincentivo para os empregadores que, desta forma, optariam pela criação de sistemas deste tipo. Parece, no entanto, difícil tratar diferentemente regimes que, no que respeita ao trabalhador, têm o mesmo objectivo: completar a sua provisão de pensão. A exclusão dos regimes facultativos teria um impacto muito diferente em função do Estado-membro em questão.
60. Das consultas efectuadas parece evidente que qualquer proposta de legislação comunitária impondo um limite à duração dos períodos de garantia suscita um problema específico. Contudo, os longos períodos de garantia, independentemente das vantagens que podem induzir noutras áreas, constituem obstáculos à livre circulação; por conseguinte, torna-se necessário reflectir em formas de ultrapassar o problema. Para tal, poderia recorrer-se à adopção de medidas legislativas a nível comunitário impondo um número máximo de anos para os períodos de garantia. Poderia ainda especificar-se que nenhum Estado-membro estaria autorizado a aumentar a duração dos períodos já existentes. Outra opção a considerar seria a Comunidade abster-se de propor qualquer acção por via legislativa neste domínio, limitando-se a promover o debate ao nível europeu entre os parceiros sociais.
61. Sobre a questão da transferência, as discussões até ao momento com os Estados-membros e com os parceiros sociais tendem a favorecer uma abordagem na qual se exigiria a autorização da transferência sempre que a natureza dos esquemas o permitisse (em especial, sistemas por capitalização). Em outros casos, a manutenção dos direitos adquiridos seria a única opção. Poderia também exigir-se uma justa avaliação actuarial do montante transferido, quer por parte do regime que efectua a transferência, quer pelo regime ao qual o trabalhador se vincula de novo.

A criação de um Fórum Comunitário de Pensões, tal como sugerido pelo Comité de Alto Nível constituído por representantes dos Estados-membros, dos parceiros sociais e dos fundos de pensões, poderia revelar-se útil para resolver os problemas técnicos associados à transferência dos direitos de pensão, nomeadamente a transferência de direitos apenas para regimes de reforma complementares aprovados ou o estabelecimento de padrões actuariais de valores de transferência.

62. A fim de eliminar as desvantagens fiscais, os Estados-membros poderiam ser incentivados a incluir disposições específicas nos seus acordos bilaterais em matéria de dupla tributação relativas ao tratamento fiscal a conceder às contribuições, aos montantes transferidos e às prestações. Embora esta medida permitisse a adaptação dos acordos individuais às especificidades dos sistemas fiscais em questão, a harmonização das disposições específicas a incluir em todas as convenções bilaterais constituiria um processo moroso e difícil. Seria também menos transparente do que o estabelecimento de normas comuns ao nível da Comunidade, embora talvez fosse difícil negociar tais normas.
63. A proposta de directiva já mencionada incluirá, em princípio, medidas que autorizem os trabalhadores destacados num outro Estado-membro pelo seu

empregador a manterem a vinculação ao regime complementar de pensões do país onde trabalhavam anteriormente.

Esta possibilidade de vinculação transfronteiriça poderia estender-se a todos os trabalhadores que se desloquem por um período limitado de tempo para um outro Estado-membro, o que implicaria um acordo entre o empregador do Estado-membro de origem, o empregador do Estado-membro de acolhimento, o trabalhador e, sempre que aplicável, o regime complementar de pensões em questão.

Questões:

- 1. Será necessária uma acção a nível comunitário a fim de eliminar os obstáculos à livre circulação (que não os que serão objecto da anunciada proposta de directiva) que subsistem no domínio das pensões complementares?*
- 2. Em caso afirmativo, que tipo de acção se afigura mais adequada a cada um dos obstáculos identificados (legislação, acordo entre os parceiros sociais)?*
- 3. Caso contrário, de que modo poderão ser eliminados os obstáculos à livre circulação?*
- 4. Que outras iniciativas deverá a Comissão empreender a fim de eliminar estes obstáculos?*

CAPÍTULO V O IMPACTO DA FISCALIDADE NOS REGIMES COMPLEMENTARES

A. Considerações gerais

64. A tributação das provisões de reforma assume fundamental importância na concepção de qualquer fundo complementar de pensões e a maioria, se não a totalidade, dos Estados-membros concede alguma forma de privilégios fiscais. No entanto, a concepção de planos de reforma e a escolha entre diferentes modelos de tributação incumbem essencialmente aos Estados-membros. Cabe a cada governo nacional decidir do enquadramento fiscal mais adequado às suas circunstâncias específicas, tendo em mente os custos inerentes à concessão de vantagens fiscais para as finanças nacionais. As normas fiscais desenvolvidas ao longo de vários anos são extremamente complexas e próprias a cada Estado-membro, contendo regulamentações pormenorizadas cujo objectivo é assegurar que os fundos públicos destinados a incentivar planos de poupança para a reforma sejam utilizados apenas para esse fim.
65. Esta diversidade conduz a uma situação em que a tributação pode constituir uma barreira à livre circulação de pessoas e à livre prestação de serviços. Os privilégios fiscais dependem geralmente de um esquema que integra uma série de normas pormenorizadas e, por conseguinte, é altamente improvável que um sistema aprovado num Estado-membro corresponda aos requisitos fiscais impostos por outro Estado-membro. Esta situação tem o efeito prático de desincentivar contribuições para fundos de pensões constituídos noutros Estados-membros.
66. Neste contexto, a Comissão defende que quaisquer normas fiscais específicas devem ser consistentes com os princípios comunitários fundamentais à livre circulação de pessoas e à livre prestação de serviços. O mesmo se aplica aos planos de reforma ao abrigo dos segundo e terceiro pilares. No que respeita aos esquemas do terceiro pilar, a terceira directiva sobre o seguro de vida estabelece a livre prestação de serviços na UE, com base no controlo por parte do Estado de origem. Contudo, a eliminação de barreiras associadas à fiscalização da prestação transfronteiriça de serviços por parte de companhias seguradoras tornou evidentes algumas desvantagens fiscais eventuais, em especial no que respeita à dedutibilidade dos prémios de seguro de vida.
67. As normas fiscais que descriminam um segurado junto de uma empresa seguradora estabelecida num outro Estado-membro são contrárias à livre prestação de serviços. No acórdão relativo ao processo Bachmann⁴², o Tribunal de Justiça sustentou, contudo, que estas disposições discriminatórias podem ser mantidas na medida em que são necessárias à preservação da coerência específica do sistema fiscal de um Estado-membro. Neste caso, o TJ confirmou a validade de uma disposição da lei fiscal belga segundo a qual a dedução de prémios no caso de contratos de seguro de vida só seria permitida relativamente a apólices emitidas por empresas estabelecidas na Bélgica. Esta disposição justifica-se pela existência de um vínculo entre a dedução dos prémios e a imposição de tributação devida em virtude da execução do contrato; se fosse concedida uma dedução dos prémios de seguro a um segurado estrangeiro, as autoridades fiscais belgas não teriam certeza quanto ao pagamento do imposto correspondente aos montantes auferidos.

68. Num processo mais recente, o Tribunal deixou claro que a coerência fiscal não poderia ser invocada como justificação no caso de um Estado-membro ter renunciado voluntariamente a essa coerência, por exemplo, no âmbito de disposições de um acordo em matéria de dupla tributação com outro Estado-membro. O acórdão emitido no processo Wielockx⁴³ demonstra que um Estado-membro deve ter em conta o efeito possível que os acordos de dupla tributação poderão ter na coerência fiscal criada a nível nacional por medidas específicas. Se, nos termos de um acordo deste tipo, um Estado-membro aceita que as prestações pagas a não-residentes sejam tributadas apenas no seu país de residência, a impossibilidade de as tributar não deve constituir uma razão de recusa de dedutibilidade fiscal nos casos em que as contribuições são pagas a um regime estabelecido num qualquer outro ponto da Comunidade.

B. Evitar a dupla tributação

69. Todos os Estados-membros celebraram vários acordos em matéria de dupla tributação com outros países, membros ou não da União. Estas convenções, quase todas de natureza bilateral, destinam-se a promover a actividade económica através da eliminação do risco de tributação dupla, assegurando, em simultâneo, a cooperação no combate à evasão fiscal e fraude. Na União, 98 das 105 relações bilaterais possíveis são actualmente abrangidas por um acordo deste tipo. Na ausência deste, alguns Estados-membros renunciam unilateralmente à dupla tributação.
70. No que respeita à tributação dos regimes profissionais de pensões, os acordos existentes tendem quase exclusivamente a concentrar-se na eliminação do risco de dupla tributação de pensões no momento do respectivo pagamento. A maioria das convenções bilaterais inspira-se no artigo 18º da Convenção-Tipo da OCDE, que confere ao país de residência do contribuinte o direito exclusivo de tributar as prestações de reforma resultantes de um emprego no sector privado. (Por outro lado, as pensões do regime geral são abrangidas pelo artigo 19º da mesma Convenção-Tipo e são geralmente tributadas no país onde são constituídas). Ainda que alguns dos recentes acordos bilaterais em matéria de fiscalidade atribuam ao país de origem direitos de tributação sobre as pensões do regime privado, permanece válido o princípio essencial de evitar a dupla tributação. Deste modo, o mesmo rendimento não será tributado duas vezes.
71. Alguns acordos bilaterais entre Estados-membros, tais como os celebrados entre a França e o Reino Unido e entre este último e a Dinamarca, prevêm especificamente a possibilidade de um trabalhador continuar a pagar contribuições para um regime de um país após se ter deslocado para outro. Estas disposições, que ultrapassam o âmbito da Convenção-Tipo da OCDE, estabelecem essencialmente uma forma de reconhecimento mútuo dos regimes de reforma aprovados fiscalmente no outro país. Este reconhecimento tem como resultado permitir ao trabalhador migrante continuar a beneficiar de deduções fiscais no seu país de residência sobre contribuições pagas no país de origem. Estas medidas podem resultar numa eliminação dos obstáculos à mobilidade dos trabalhadores.

C. O interesse de uma abordagem comum

72. Os acordos bilaterais em matéria de dupla tributação apresentam a vantagem considerável de poderem ser adaptados às especificidades dos sistemas de fiscalidade e regimes de pensões dos dois países em questão. Por outro lado, deve salientar-se a relativamente difícil natureza do sistema que obriga a que, nas relações no interior da União, seja necessário negociar e renegociar 105 acordos, o que implica claramente um dispêndio de tempo considerável. Na perspectiva dos futuros alargamentos, espera-se ainda que este número aumente exponencialmente⁴⁴. Por último, não se conhece geralmente o teor destes acordos, para além de que não existe igualdade de tratamento de situações análogas ao abrigo das diferentes convenções bilaterais.
73. Uma coordenação mais estreita dos aspectos transfronteiriços do tratamento fiscal das pensões poderia, contudo, simplificar substancialmente o processo de actualização dos acordos bilaterais em matéria de fiscalidade, estendendo possivelmente o seu âmbito. Uma coordenação deste tipo parece particularmente adequada às necessidades de um Mercado Único em desenvolvimento, podendo ser posta em prática de várias formas. Como primeiro passo, seria imperativo considerar a eventual necessidade de medidas ou iniciativas adequadas ao contexto particular da União. Se os governos nacionais acordassem entre si algumas regras, haveria então uma escolha quanto às modalidades da sua aplicação: poderiam ser, como agora, incorporadas em acordos individuais entre Estados-membros; ou implementadas numa base multilateral. Por outro lado, talvez fosse oportuna a celebração de um acordo relativo a determinados aspectos da tributação das pensões a ser adoptado como legislação comunitária.
74. Em especial, e dada a necessidade de assegurar que os benefícios fiscais concedidos aos regimes de pensões não são usados de forma abusiva, será indispensável a adopção de disposições contra a evasão fiscal. Tendo em conta este aspecto, parece particularmente meritória a exploração do conceito de reconhecimento mútuo dos regimes aprovados por autoridades fiscais de outros Estados-membros, tal como já acontece em alguns acordos bilaterais em matéria de dupla tributação. Uma abordagem deste tipo, por exemplo na área das contribuições transfronteiriças, poderia prevenir a incorrecta utilização dos benefícios fiscais concedidos aos rendimentos de reforma.
75. O relatório da Comissão de 22 de Outubro de 1996 sobre a evolução dos sistemas fiscais⁴⁵ sublinhava a necessidade de considerar a política fiscal no contexto dos grandes desafios políticos que actualmente se colocam à União Europeia. Entre estes conta-se prioritariamente a questão da promoção das empresas e do emprego⁴⁶. Neste relatório, no qual se reflecte sobre o trabalho efectuado pelo Grupo de Alto Nível sobre Fiscalidade⁴⁷, dele tirando conclusões, a Comissão salienta o facto de que, para se poder usufruir dos plenos benefícios do Mercado Único e promover as empresas, devem ser primeiramente eliminados os obstáculos fiscais que entravam e penalizam as actividades económicas no interior da União.
76. O relatório aponta ainda a tributação das pensões como domínio possível de futuras iniciativas a nível comunitário e salienta que muitos representantes pessoais no âmbito do Grupo de Alto Nível apelaram a acções destinadas a melhorar o funcionamento dos acordos bilaterais em matéria de dupla tributação. No pleno

respeito pelos princípios da subsidiariedade e proporcionalidade, a Comissão considera que poderá revelar-se particularmente útil a procura, a nível comunitário, de formas de melhorar a coordenação e o âmbito das normas fiscais associadas à provisão de pensões. Tais normas estariam obviamente sujeitas a decisão unânime do Conselho.

77. No capítulo precedente discutiram-se em especial preocupações associadas aos trabalhadores temporariamente empregados num Estado-membro que não o seu Estado de origem, assim como as medidas legislativas que a Comissão pretende apresentar. Esta proposta proporciona uma oportunidade de dar um passo pequeno mas significativo rumo à coordenação de certas disposições fiscais, pelo menos na área específica dos regimes complementares de reforma.

Questões:

Em que medida as actuais normas ou regulamentações fiscais (associadas, por exemplo, à vinculação em regimes aprovados) constituem um obstáculo real à livre circulação de trabalhadores?

Será possível confiar em acordos bilaterais ou multilaterais no domínio da fiscalidade para fomentar uma cooperação mais estreita entre os Estados-membros no que respeita às disposições relativas às pensões transfronteiriças? Em caso afirmativo, qual deverá ser o âmbito dessas disposições e de que forma esta cooperação poderá ser concretizada?

Será a elaboração de legislação comunitária uma alternativa adequada e realista?

QUADROS

Observações:

Dada a importância económica crescente dos fundos de pensões, é essencial que todos os agentes interessados no financiamento das reformas, designadamente os operadores económicos e as autoridades públicas, disponham de estatísticas fiáveis e harmonizadas à escala comunitária sobre as instituições que operam neste domínio. Este apuramento estatístico deverá ser feito nos termos da legislação comunitária pertinente, a saber, o Regulamento nº 58/97 do Conselho, relativo às estatísticas estruturais das empresas.

QUADRO I NÍVEIS DE COBERTURA - SEGUNDO PILAR

<i>País</i>	<i>Cobertura Estimativa em % do emprego total do sector privado</i>	<i>Características dos regimes</i>	<i>Reformas complementares em % do total das reformas</i>
<i>Bélgica</i>	31	<i>Facultativos/por capitalização/fundos de pensões e seguros de grupo</i>	8 %
<i>Dinamarca</i>	80	<i>Fundos das empresas/fundos profissionais por convenções colectivas/sempre por capitalização</i>	18 %
<i>Alemanha</i>	46	<i>Facultativos/reservas actuariais ($\pm 56\%$), capitalização ($\pm 44\%$), através das caixas ("Pensionskassen"), fundos de apoio e seguros de grupo</i>	11 %
<i>Grécia</i>	5	<i>Facultativos/principalmente regimes complementares de quadros superiores /uma parte por capitalização</i>	não disponível
<i>Espanha</i>	15	<i>Facultativos/principalmente regimes complementares de quadros superiores devido ao elevado nível das pensões do regime geral/em parte por capitalização /principalmente por reservas actuariais que vão agora ser eliminadas</i>	3%
<i>França</i>	90	<i>Quase obrigatórios /convenções colectivas/ sistema de repartição/regimes voluntários para quadros superiores por capitalização</i>	21 %
<i>Irlanda</i>	40	<i>Facultativos/por capitalização /fundos de pensões e seguros de grupo</i>	18 %
<i>Itália</i>	5	<i>Facultativos/principalmente regimes complementares de quadros superiores devido ao elevado nível das reformas do regime geral/em parte por capitalização</i>	2 %
<i>Luxemburgo</i>	30	<i>Facultativos/principalmente por reservas actuariais / uma pequena parte por capitalização</i>	não disponível
<i>Países Baixos</i>	85	<i>Fundos das empresas /fundos sectoriais por convenções colectivas/sempre por capitalização</i>	32 %
<i>Portugal</i>	15	<i>Facultativos/planos de poupança reforma geridos por empresas de gestão e de seguros autorizadas/por capitalização/principalmente regimes complementares de quadros superiores devido ao nível elevado das reformas do regime geral</i>	não disponível
<i>Reino Unido</i>	48	<i>Facultativos/por capitalização</i>	28 %

Fonte: European Federation for Retirement Provision (EFRP) - European Pension Funds 1996 - com base no relatório do Banco Mundial - Relatório Tamburi

QUADRO II ACTIVOS DOS FUNDOS DE PENSÕES – TOTAL E CORRESPONDENTE % DO PIB (1993)

	Activos (mil milhões ECU)	Activos em % do PIB
Bélgica	7	3,4
Dinamarca	26	20,1
Alemanha ⁴⁸	106	5,8
Espanha	10	2,2
França	41	3,4
Irlanda	18	40,1
Itália	12	1,2
Países Baixos	261	88,5
Reino Unido	717	79,4
União Europeia⁴⁹	1198	20,3
Estados Unidos	3546	59,1
Japão	1800	44,7

Fonte: EFRP, op. cit.

**QUADRO III ACTIVOS DAS COMPANHIAS DE SEGUROS QUE EXPLORAM O RAMO
“VIDA”–TOTAL E CORRESPONDENTE PERCENTAGEM DO PIB (1995)**

País	Activos das companhias de seguros do ramo Vida (mil milhões ECU)	Activos em % do PIB
Bélgica	6	2,9
Dinamarca	65	49
Alemanha	379	20,5
Grécia	n.d.	
Espanha	18	4,2
França	317	30
Irlanda	n.d.	
Itália	31	3,7
Luxemburgo	5	37,6
Países Baixos	138	45,6
Austria	5	1,7
Portugal	3	3,9
Finlândia	6	6,3
Suécia	65	36,9
Reino Unido	565	67,1
EUR 15	1604	24,9

N.B. Os dados não são totalmente comparáveis devido às diferentes regras nacionais de valorimetria (os investimentos podem ser avaliados a preços de compra, como na Alemanha ou a preços correntes, como no Reino Unido).

O total UE inclui apenas os Estados-membros enumerados no quadro.

Fonte: Eurostat 1997

QUADRO IV COMPOSIÇÃO DOS ACTIVOS DOS FUNDOS DE PENSÕES (PILAR 2) (1994)

	Acções	Títulos de rendimento fixo	Bens imóveis	Aplicações a curto prazo	% dos activos estrangeiros
Bélgica	36	47	7	10	n.d.
Dinamarca	22	65	9	4	7
Alemanha	11	75	11	3	6
Espanha	4	82	1	13	5
França	14	39	7	40	5
Irlanda	55	35	6	4	n.d.
Itália	14	72	10	5	5
Países Baixos	30	58	10	2	25
Portugal	(18)	(57)	5	19	n.d.
Suécia	32	47	8	13	12
Reino Unido	80	11	6	3	30
EUA	(52)	(36)	4	8	10
Japão	(29)	(63)	3	5	n.d.

Fonte: Royal Institute of International Affairs, UBS and EFRP (os valores entre parêntesis correspondem a estimativas)

QUADRO V COMPOSIÇÃO DOS ACTIVOS DOS SEGUROS DE VIDA (PILAR 3) 1994

PAÍS	ACÇÕES		TÍTULOS DE RENDIMENTO FIXO		BENS IMÓVEIS	OUTROS
	Nacionais	Estrangeiras	Nacionais	Estrangeiros		
Dinamarca	20	5	66	-	3	6
Alemanha	5	n.d.	76 ²	n.d.	5	14
Espanha*	2	n.d.	55	n.d.	10	33
França	19	-	69	-	8	4
Itália	7	5	70	5	12	2
Países Baixos	12	2	71 ¹	4	6	6
Suécia*	23	n.d.	61	n.d.	7	9
Reino Unido	49	12	24	3	9	3

* países para os quais não se dispõe de uma repartição entre activos domésticos e estrangeiros

¹ empréstimos incluídos (50%)

² empréstimos incluídos (61%)

Fonte: *Comité Européen des Assurances, Annuaire des statistiques d'assurance de l'OCDE, 1987-1994.*

QUADRO VI COMPARAÇÃO DAS TAXAS DE RENDIBILIDADE DAS ACÇÕES E DAS OBRIGAÇÕES

O período de referência para o cálculo dos desvios entre as taxas de rendibilidade das acções e das obrigações é um factor importante. O prémio geralmente associado aos rendimentos das acções em relação às obrigações depende em grande medida do nível do mercado dos valores mobiliários e da data do início e do termo do período de referência utilizado para as comparações. Várias são as fontes a seguir mencionadas. As diferenças variam, mas todas apontam para a superioridade das acções em matéria de rendimento.

QUADRO VI A TAXA DE RENDIBILIDADE LÍQUIDA ANUAL (1967-1990) EM MOEDA NACIONAL

País	Acções	Obrigações
Dinamarca	7,0	3,4
Alemanha	9,5	2,7
França	9,4	1,0
Itália	4,0	-0,2
Países Baixos	7,9	1,0
Suécia	8,4	-0,9
Reino Unido	8,1	-0,5
EUA	4,7	-0,5
Japão	10,9	0,2

Fonte: E.P. Davis: 1995

**QUADRO VI B PRÉMIOS DE RENDIMENTO DOS MERCADOS DE ACÇÕES EM RELAÇÃO
AOS MERCADOS OBRIGACIONISTAS, PERCENTAGEM ANUAL, 1981-1995**

Bélgica	11,5
Alemanha	7,1
França	4,5
Itália	1,5
Países Baixos	6,9
Suécia	15,5
Reino Unido	2,9
Japão	2,9
EUA	1,5

Fonte: JP Morgan
 FT/S+P Actions World Indices
 Pragma Consulting

QUADRO VI C RENDIMENTOS REAIS DOS MERCADOS DOS ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO E BELGICA (% ANUAL)

Rendibilidade líquida (% anual) dos mercados EUA 1926-1984	
Acções das pequenas empresas	9,1
Acções das grandes empresas	7,1
Obrigações do Estado (longo prazo)	1,7

Fonte: Ibbotson Associates Inc.

Rendibilidade líquida (% anual) do mercado do Reino Unido 1919-1993	
Acções	7,9
Obrigações do Estado (longo prazo)	2,0

Fonte: BZW 1994

Rendibilidade líquida (% anual) do mercado da Bélgica 1959-1994	
Acções	4,6
Títulos de rendimento fixo	2,3

Fonte: Banque Degroof

QUADRO VII FUNDOS DE PENSÕES 1984-1993. TAXAS MÉDIAS DE RENDIBILIDADE, FLUTUAÇÃO E RÁCIO REMUNERAÇÃO/RISCO

	Rendimento nominal médio dos fundos de pensões (rendimentos reais entre parêntesis)	Desvio-padrão entre os rendimentos nominais	Rácio ⁵⁰ rendimento/risco dos rendimentos nominais (Col 1 ÷ Col 2)
Bélgica	11,8 - (8,8)	8,9	1,3
Dinamarca	10,0 - (6,3)	9,4	1,1
Alemanha	9,4 - (7,1)	7,2	1,3
Espanha	13,8 - (7,0)	19,9	0,7
Irlanda	14,0 - (10,3)	13,7	1,1
Países Baixos	9,5 - (7,7)	7,2	1,3
Suécia	14,5 - (8,1)	8,5	1,7
Reino Unido	15,5 - (10,2)	11,4	1,4
EUA	13,5 - (9,7)	9,4	1,4
Suíça	7,6 - (4,4)	6,7	1,1
Japão	8,2 - (6,5)	8,3	1,0

Fonte: EFRP

Nota: A breve trecho estarão disponíveis através do EUROSTAT dados análogos relativos à rendibilidade dos investimentos dos seguros de vida, no âmbito do apuramento estatístico dos serviços de seguros

QUADRO VIII DIMENSÃO DOS MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS (ACÇÕES DOMÉSTICAS) (1996)

País	Capitalização bolsista em % do PIB
Bélgica	45.9
Dinamarca	41.8
Alemanha	29.6
Grécia	19.7
Espanha	42.3
França	38.9
Irlanda	49.7
Itália	21.7
Luxemburgo	193.4
Países Baixos	97.8
Áustria	14.3
Portugal	23.7
Finlândia	50.7
Suécia	97.2
Reino Unido	149.9
UE	32
EUA	68
Japão	65

Fonte: Federação Europeia das bolsas de valores e Comissão Europeia.

QUADRO IX SÍNTESE DAS LEGISLAÇÕES NACIONAIS APLICÁVEIS ÀS CARTEIRAS DOS FUNDOS DE PENSÕES (SEGUNDO PILAR))

País	Restrições
Dinamarca	40 % é a percentagem máxima de investimentos que podem ser feitos em “activos de alto risco” (acções domésticas, acções estrangeiras e valores mobiliários não cotados na bolsa). Exigência de congruência monetária de 80 %. Para as moedas da União, até 50 % dos compromissos podem ser cobertos por activos expressos em ECU. Não pode haver autofinanciamento.
Alemanha	Máximo de 30% dos investimentos em acções europeias, 25 % em valores imobiliários UE, 6 % em acções não UE, 6 % em obrigações não UE, 20 % em activos estrangeiros, limite de autofinanciamento de 10 % ⁵¹
Espanha	Máximo de 5% do investimento em valores mobiliários de uma mesma sociedade. 90 % dos activos devem ser investidos em valores cotados, depósitos bancários, no imobiliário ou em empréstimos hipotecários.; 1 % colocado em conta corrente ou nos mercados monetários.
França	Pelo menos 50 % deve ser investido em obrigações do Estado e menos de 33 % em empréstimos a <i>sponsors</i> .
Itália	Não existe legislação aplicável aos regimes geridos por empresas, mas uma política de investimento definida pelo conselho de administração e aplicações geralmente circunscritas a obrigações do Estado, depósitos bancários, apólices de seguros e imobiliário .
Países Baixos	Máximo de 5 % do investimento em activos da empresa, princípios de gestão são prudente.
Suécia	A maioria dos investimentos deve ser feita em obrigações e em empréstimos.
Reino Unido	Máximo de 5 % dos investimentos em activos reais da empresa, regras de gestão são prudente.
EUA	Princípios de gestão são prudente.
Japão	Mínimo de 50% do investimento em obrigações, 30 % em acções, 20 % no imobiliário, 30 % em activos estrangeiros e 10 % em activos de uma mesma sociedade.

Fonte: Comissão Europeia “Regimes complementares de reforma na União Europeia”(1994)

**QUADRO X REGULAMENTAÇÃO COMUNITÁRIA EM MATÉRIA DE INVESTIMENTOS DAS
EMPRESAS SEGURADORAS (TERCEIRO PILAR)**

Síntese das disposições comunitárias relativas aos investimentos das empresas de seguros (artigos 20º e seguintes e Anexo I da Terceira Directiva Seguro de Vida):

- os investimentos devem ter em conta o tipo de operações efectuadas pela empresa por forma a garantir a segurança, o rendimento e a liquidez dos investimentos da empresa que velará por adequada diversificação e dispersão dos investimentos (gestão sã e prudente)
- os tipos de activos que podem ser utilizados para representar as provisões técnicas (essencialmente exigências futuras e pensões) devem ser devidamente especificados (acções, obrigações, etc.);
- o método de avaliação dos activos deve ser devidamente indicado;
- os Estados-membros não podem obrigar as companhias de seguros a investirem em categorias específicas de activos;
- além disso, os Estados-membros exigirão das seguradoras, no que se refere aos activos representativos das suas provisões técnicas, que não ultrapassem os seguintes limiares de investimento:
 - 10% em terrenos ou edifícios;
 - 5% em acções ou obrigações de uma mesma empresa, salvo se se tratar de uma entidade estatal, regional ou local;
 - 5% em empréstimos não garantidos, dos quais 1% para um único empréstimo não garantido;
 - 3% em disponibilidades à vista;
 - 10% em acções não negociadas num mercado regulamentado;
- os Estados-membros não podem exigir que uma empresa de seguros detenha mais de 80% dos respectivos activos na mesma moeda em que os seus compromissos são exigíveis⁵².

**QUADRO XI SÍNTESE DAS DISPOSIÇÕES NACIONAIS APLICÁVEIS ÀS COMPANHIAS
SEGURADORAS DO RAMO “VIDA” (TERCEIRO PILAR)**

País	Restrições
Dinamarca	Limites cumulativos de 40 % para as acções domésticas e estrangeiras, 10 % para valores não cotados e 10 % para as hipotecas e os empréstimos.
Alemanha	Máximo de 30% em acções domésticas, 25 % no imobiliário, 6 % em acções estrangeiras, 5 % em obrigações estrangeiras, 10 % em valores não cotados e limite cumulativo de 50 % para as hipotecas e os empréstimos.
Espanha	Não há limites específicos.
França	Limite cumulativo de 65% para as acções domésticas, os valores não cotados e as acções estrangeiras. Limite de 40 % para o imobiliário e limite cumulativo de 10 % para as hipotecas e os empréstimos.
Itália	Máximo de 20% em acções domésticas, 20 % em valores não cotados, 20 % em acções estrangeiras, 50 % em obrigações estrangeiras, 50 % no imobiliário, 50 % em hipotecas e 0 % em empréstimos.
Países Baixos	Limites cumulativos de 10% para os valores mobiliários não cotados e as hipotecas e de 8 % para os empréstimos.
Suécia	Limite cumulativo de 25% para as acções domésticas, os valores mobiliários não cotados e as acções estrangeiras. Limite cumulativo de 25 % para o imobiliário e as hipotecas, limite de 10 % para os empréstimos.
Reino Unido (UK)	Limite cumulativo de 10% para os valores mobiliários não cotados, as hipotecas e os empréstimos.

Fonte: *Aspects fondamentaux des assurances, OCDE, 1996*

QUADRO XII ACTIVOS DOS REGIMES DE SEGUROS DE VIDA DE GRUPO EM
 PERCENTAGEM DOS ACTIVOS DOS REGIMES DE REFORMA DO SEGUNDO
 PILAR (1994)

País	
Bélgica	73
Alemanha ⁵³	12
Espanha	52
França ⁵⁴	6
Países Baixos	25
Finlândia	56
Suécia	81
Reino Unido	5
UE ⁵⁵	

Fonte: CEA

QUADRO XIII SÍNTESE COMPARATIVA FUNDOS DE PENSÕES/SEGUROS DE VIDA

Existem similitudes entre os fundos de pensões e certos produtos de seguros de vida: ambos visam concessões pecuniárias futuras e beneficiam frequentemente de incentivos fiscais. Em alguns países, estas similitudes reflectem-se na aplicação aos fundos de pensões de regulamentação semelhante à que vigora para os seguros de vida por força da Terceira Directiva.

Similitudes:

- Ambos são investimentos a longo prazo
- Ambos implicam uma gestão profissional de activos por entidades devidamente autorizadas
- Os interesses dos consumidores são essenciais em ambos os “produtos”
- Ambos estão enquadrados por regras destinadas a evitar riscos inúteis para os capitais que os consumidores confiam ao gestor/à sociedade.

Diferenças:

- Os compromissos dos regimes de reforma comportam um prazo mais longo do que os dos seguros de vida. A duração média dos contratos de seguros de vida varia entre os 8 e os 12 anos. Para as reformas, a duração dos compromissos situa-se na ordem dos 20 a 25 anos, por vezes mais se as prestações são efectuadas pela mesma fonte. Daqui resulta que os fundos de pensões devam fazer corresponder aos seus compromissos a mais longo termo activos também de prazo mais dilatado, o que tende a gerar uma maior proporção de investimentos em acções ou no imobiliário do que no caso dos seguros de vida.
- As apólices de seguro de vida estão expostas ao risco de resgate antecipado, o que implica a necessidade de se constituírem provisões suficientes sob forma de activos rapidamente realizáveis ou de liquidez para se poder fazer face a níveis previsíveis ou imprevisíveis de resgate antecipado. Em contrapartida, a regulamentação em vigor proíbe geralmente o resgate antecipado das prestações dos fundos de pensões, salvo em situações bem definidas. Acresce que as transferências para outro regime só são autorizadas em certos casos, por exemplo se o interessado mudar de emprego e comportam geralmente numa penalização. O nível das exigências de liquidez a curto prazo é por isso muito menos elevado no caso das reformas.
- Observações do mesmo tipo poderão ser aduzidas em relação aos empréstimos. As seguradoras do ramo Vida oferecem geralmente empréstimos garantidos por apólices de seguros de vida. Devem proceder de forma a dispor de activos líquidos a curto prazo para conceder esses empréstimos. Regra geral, os regimes de reforma não podem oferecer tais serviços, pelo que não necessitam de dispor de liquidez a curto prazo para esse fim.
- Os compromissos de seguro de vida exprimem-se geralmente em termos nominais: um dado montante segurado, fixado no momento em que a apólice é subscrita. Em contrapartida, os compromissos de reforma estão relacionados com os salários e neste

caso é o crescimento em termos reais que importa. Comprar activos de curto prazo para cobrir compromissos de reforma a longo prazo pode ser perigoso, uma vez que existe um grande risco de que os activos não atinjam crescimento suficiente para responder às expectativas dos associados do regime de reforma.

- Nos regimes em que as prestações estão definidas, há um factor importante que é a “garantia” que o empregador dá de que a reforma prometida será efectivamente paga independentemente do rendimento dos investimentos do fundo. Uma garantia desta natureza não existe no contexto dos seguros de vida, sendo evidente que a mesma é susceptível de influenciar a política de investimento do gestor de fundos.

¹ COM (97) 102

² Existem algumas excepções relativamente a determinados regimes profissionais, por exemplo em França, onde estes assentam num sistema de repartição, e na Alemanha onde a provisão de pensões é complementada pela constituição de reservas actuariais.

³ Cf. D. Franco and T. Munzi, “Public Pension Expenditure Prospects in the European Union: A Survey of National projections”, *European Economy*, 1996, N° 3.

⁴ As projecções nacionais não são homogéneas quanto à cobertura das despesas de pensões. Foram produzidas estimativas comparáveis do impacto das despesas de pensões nas contas gerais do Estado, com base nas tendências das despesas nacionais em 1995 e nas proporções dos gastos totais de pensões relativamente ao PIB.

⁵ Ponderada em relação ao PIB de 1995 em unidades de Padrão de Poder de Compra.

⁶ Os valores relativos ao Luxemburgo e a Portugal baseiam-se em projecções apenas relativas ao período de 2015-2020.

⁷ Eurostat, estimativa de 1995.

⁸ Activos em 1996 correspondentes a 120% da massa salarial e a 39,5% do PIB.

⁹ Sujeito à possibilidade de opção em favor de um regime privado.

¹⁰ Considera-se por vezes que esta categoria inclui todas as formas de poupança usadas como fonte de rendimento de reforma, tais como poupanças individuais, fundos de investimento mobiliário e imobiliário, apoio familiar, etc.

¹¹ Inclui igualmente o segundo pilar francês, o qual assenta num sistema de repartição que apresenta muitas das características do regime estatal.

¹² Por exemplo, na Finlândia, cf. parágrafo n° 5.

¹³ Por exemplo em França, os regimes obrigatórios ARRCO e AGIRC; na Alemanha, muitas empresas adoptam a política de financiar pensões complementares mediante a constituição de reservas actuariais.

¹⁴ A questão dos regimes de grupo é discutida no Capítulo III.

¹⁵ COM (97) 102.

¹⁶ Para efeitos do presente estudo, consideram-se dois tipos de risco:

- risco de crédito: probabilidade de incumprimento de um contrato de crédito devido a falência da entidade emissora ou falta dos poderes públicos. A longo prazo, este risco é expresso pela taxa de rendimento média

dos diferentes activos. Pode a mesma aumentar a todo o momento, traduzindo-se na volatilidade acrescida do activo.

- risco de taxa: probabilidade de uma dada rendibilidade esperada não se concretizar no prazo previsto, obrigando o investidor a liquidar uma parte mais significativa do que previsto da respectiva carteira para poder respeitar os compromissos no decurso do ano considerado. Este risco encontra expressão no carácter volátil do activo.

¹⁷ Ver Quadro VII, situação em que a remuneração dos títulos do Estado registou valores negativos ao longo de períodos de tempo extensos.

¹⁸ Prof. B. Solnik, "Fundamental considerations in cross-border investment: the European view". The research foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, April 1994.

¹⁹ Nos Estados Unidos, os gestores dos fundos de pensões não estão sujeitos a restrições quantitativas em matéria de investimentos. O facto de terem ao seu dispor vastas oportunidades de aquisição de activos em dólares, apenas 10% dos seus investimentos se fazem no exterior dos EUA.

²⁰ Directiva Serviços de Investimento 93/22/CEE

²¹ Artigo 73º B do Tratado.

²² Artigo 73 D, nº 1 b).

²³ Artigo 104º A

²⁴ É evidente que certos fundos de pensões podem estar sujeitos a limites regulamentares mesmo se, em média, na generalidade dos fundos esses limites não são atingidos. Pode suceder que certos fundos pretendam manter, por uma questão de prudência, uma percentagem elevada de obrigações públicas. Outros poderão, devido à composição etária, jovem, dos seus associados, optar por uma proporção mais elevada de acções.

²⁵ JO nº C 171 de 1993, p. 11.

²⁶ JO nº C 360 de 1994, p. 8.

²⁷ Processo C-57/95, França contra Comissão.

²⁸ Directiva 93/22/CEE Serviços de Investimento; Segunda Directiva Coordenação Bancária 84/646/CEE; Terceira Directiva Seguro de Vida 92/96/CEE.

²⁹ Na sua proposta de directiva e na comunicação, a Comissão propôs, como primeiro passo, que a exigência de congruência monetária não se aplicasse a mais de 60% da carteira. Aliás, a introdução do euro reduzirá os efeitos restritivos das regras da congruência.

³⁰ Terceira directiva Seguro de Vida 92/96/CEE.

³¹ Trata-se de disposições prudenciais que regem a aplicação dos fundos das seguradoras do ramo Vida, que corresponde a o activo do respectivo balanço. O passivo do balanço está igualmente coberto por disposições comunitárias que dizem respeito essencialmente ao cálculo das "provisões técnicas" que cobrem os compromissos e os activos nos quais essas provisões devem ser aplicadas para garantir o respeito dos compromissos. Por outro lado, as seguradoras devem dispor de uma margem de solvência equivalente a 4% dos fundos próprios, concebida enquanto cobertura de imprevistos e como garantia complementar da execução dos compromissos.

³² Ver nota nº 30.

³³ Ver Terceira Directiva Seguro de Vida 92/96/CEE e parágrafo 28 supra.

³⁴ Segunda Directiva Coordenação Bancária 89/646/CEE; Terceira Directiva Seguro de Vida 92/96/CEE; Directiva Serviços de Investimento 93/22/CEE.

³⁵ Artigo 59º do Tratado

³⁶ Desde a extensão, em 1982, do seu âmbito de aplicação aos trabalhadores não assalariados, o Regulamento nº 1408/71 tem por base os artigos 51º e 235º.

³⁷ Com a última redacção que lhe foi dada pelo Regulamento (CE) nº 118/97, JO L 28 de 30 de Janeiro de 1997).

³⁸ Comunicação da Comissão ao Conselho sobre regimes complementares de segurança social e livre circulação SEC(91) 1332

³⁹ Este seria também o caso se a nova relação contratual não previsse a vinculação a um regime profissional de pensões.

⁴⁰ Ver *Finanzamt Köln-Alstadt v. Schumacher*, Processo C-279/93, acórdão de 14 de Fevereiro de 1995.

⁴¹ Ver *Kraus*, Processo C-19/92 CJ[1993] I-1663, acórdão de 31 de Março de 1993.

⁴² *Bachmann v. Bélgica, Comissão v. Bélgica* (C204/90 e C300/90, acórdão de 28 de Janeiro de 1992).

⁴³ Processo C-80/94, acórdão de 11 de Agosto de 1995.

⁴⁴ Seriam, por exemplo, necessários 109 acordos a fim de cobrir todas as relações bilaterais numa União de 20 Estados-membros.

⁴⁵ COM (96) 546 final.

⁴⁶ Conselho Europeu de Florença, 21-22 de Junho de 1996. Conclusões da Presidência (SN300/96) páginas 2-3.

⁴⁷ Este Grupo de Alto Nível, presidido pelo Comissário Monti, reuniu representantes pessoais dos Ministros das Finanças dos Estados-membros em quatro ocasiões entre Junho e Outubro de 1996, na sequência da reunião informal ECOFIN de 13 de Abril de 1996.

⁴⁸ Reservas actuariais na Alemanha: 124 milhares de milhões de ECU (1992) fonte CEA

⁴⁹ Total UE inclui apenas os Estados-membros enumerados no quadro.

⁵⁰ Quanto mais elevado for o rácio melhor é a situação.

⁵¹ Não se aplica aos regimes de constituição de reservas actuariais.

⁵² Os activos expressos em ECU são considerados congruentes.

⁵³ O grosso (56%) dos activos dos fundos de pensões correspondem a reservas actuariais.

⁵⁴ Prémios dos seguros do ramo “Vida” em percentagem do total dos prémios dos fundos de pensões. Não foi possível calcular o total dos activos em virtude de os principais regimes de reforma (AGIRC/ARRCO) assentarem no sistema de repartição.

⁵⁵ UE: inclui apenas os Estados-membros enumerados no quadro, França excluída.

ISSN 0257-9553

COM(97) 283 final

DOCUMENTOS

PT

04 05 06 10

N.º de catálogo : CB-CO-97-296-PT-C

ISBN 92-78-21513-9

Serviço das Publicações Oficiais das Comunidades Europeias

L-2985 Luxemburgo