Conselho das Finanças Públicas

O FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL

Nazaré da Costa Cabral

Noémia Goulart

Março de 2024

Publicação Ocasional n.º
02/2024

A série "Publicação Ocasional" divulga textos esporádicos sobre qualquer tema relacionado com a missão e as atribuições do Conselho das Finanças Públicas. Trata-se de trabalhos aprovados pelo Conselho Superior e assinados pelos autores.

The "Occasional Paper" series comprises sporadic articles on any topic related to the mission and tasks of the Portuguese Public Finance Council. These are approved by the Senior Board and signed by the authors.

Índice

Resumo 4

1 Introdução 6

2 O FEFSS: origem, natureza e elementos característicos 7

2.1 Origens do FEFSS e uma primeira aproximação à natureza deste fundo 7

2.2 Dos fundos de riqueza soberanos aos fundos de reserva da segurança social: o enquadramento conceptual do FEFSS 8

2.3 Outros fundos de reserva similares no plano europeu – em especial, o *Fondo de Reserva de la Seguridad Social* espanhol 14

2.4 Primeira conclusão quanto à natureza do FEFSS: o FEFSS enquanto fundo de reserva da segurança social portuguesa 15

2.5 O FEFSS e os fundos de pensões 'comuns', em especial o Fundo dos Certificados de Reforma do Estado; a delimitação conceptual do FEFSS 18

2.6 O FEFSS no contexto do sector das administrações públicas 21

3 O financiamento do FEFSS 24

3.1 A evolução do financiamento do FEFSS 24

3.2 Análise à evolução das receitas do FEFSS 31

4 Situação patrimonial do FEFSS e o seu contributo para a sustentabilidade da segurança social 38

4.1 A composição da carteira do FEFSS 38

4.2 A Reserva Estratégica do FEFSS 44

4.3 Os rendimentos da capitalização – o contributo do FEFSS para a sustentabilidade do Sistema Previdencial 47

5 Impacto do FEFSS nas contas públicas 50

5.1 Acumulação e utilização do FEFSS e a sua relevância nas contas públicas 50

5.2 O papel do FEFSS no financiamento do Estado 66

6 Questões de governação na gestão de fundos de reserva da segurança social: o caso do FEFSS 91

6.1 Princípios e boas práticas em matéria de governação dos fundos de pensões e de reserva 91

6.2 Estrutura e mecanismos de governação no caso do FEFSS 94

7 Apreciação crítica 97

Lista de Abreviaturas 111

Referências 112

Índice de Gráficos 117

Índice de Figuras 117

Índice de Quadros 117

Índice de Caixas 118

O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social: Natureza, objetivos, política de investimento e a sua relevância para as contas públicas

Nazaré da Costa Cabral*

Noémia Goulart**

Conselho das Finanças Públicas

Resumo

O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) é um instrumento crucial para a sustentabilidade do sistema português de Segurança Social. Este estudo oferece uma análise aprofundada sobre o FEFSS, com vista a clarificar a sua natureza e objetivos, através da comparação das suas características distintivas face a outros fundos nacionais e internacionais. Compreender a evolução verificada naquela que constitui a principal reserva financeira do Estado português passa necessariamente por analisar a evolução das suas fontes de financiamento e a política de investimento adotada ao longo do tempo para promover a sua rentabilização, avaliando a forma como estas acompanharam as mudanças estruturais verificadas no sistema previdencial. Esta análise permite evidenciar o importante papel que o FEFSS desempenha como credor do Estado e na gestão de ativos públicos, através de diversas interações com reflexo nas contas públicas. O estudo analisa ainda aspetos relativos à governação do fundo, atentas as boas práticas nesta matéria, assinalando a importância do reforço de uma gestão transparente e marcada pelo profissionalismo. Conclui-se, da análise efetuada, pela necessidade de reformar e reforçar o regime jurídico do FEFSS, aplicável quer nas fases de acumulação quer de desacumulação e, especialmente no que a esta diz respeito, a fixação expressa de condições e termos para a utilização do fundo, prevenindo a discricionariedade e o (mau) arbítrio.

Classificação JEL: G01, G11, G20, H55, H63

Palavras-chave: fundos de reserva, FEFSS, sustentabilidade, política de investimento, capitalização, rentabilidade, repressão financeira, pensões

*Conselho das Finanças Públicas; CIDEEFF, Universidade de Lisboa (ORCID ID: 0000-0002-7070-4236). ** Conselho das Finanças Públicas.

Os autores agradecem os comentários de Miguel St. Aubyn, Carlos Marinheiro, Ariana Paulo, Jorge Garrido e Helena Rua obtidos durante o processo de revisão interna. Quaisquer erros e omissões são da inteira responsabilidade das autoras. As opiniões expressas nesta publicação responsabilizam apenas as autoras e não o Conselho das Finanças Públicas.

1 Introdução

O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) constitui um dos principais instrumentos de promoção da sustentabilidade do sistema português de Segurança Social. O presente estudo visa dar a conhecer o processo de criação deste fundo, a sua evolução ao longo do tempo e o papel que tem desempenhado na economia portuguesa. Sendo indiscutível a sua importância no financiamento da segurança social, não deixa de ser relevante notar que, volvidas mais de quatro décadas sobre a sua criação, a natureza e regras de utilização do FEFSS continuam a suscitar dúvidas e críticas.

Uma análise mais aprofundada como a que nos propomos fazer oferece uma oportunidade para conhecer as caraterísticas distintivas do FEFSS, nomeadamente face a outros fundos nacionais e internacionais, procurando clarificar aspetos relacionados com a gestão de ativos de natureza pública. De entre os aspetos a tratar será dado destaque ao papel do FEFSS enquanto credor do Estado, no âmbito da sua política de investimento, analisando as interações entre este e as contas públicas. Nesta medida, veremos como o fundo pode ser usado em benefício do desempenho orçamental. Na sua gestão, o FEFSS espelha uma certa tensão entre os seus objetivos imanentes, a saber, a capitalização dos excedentes da segurança social e com isso a rentabilização de uma carteira de investimento, desejavelmente ao serviço do pagamento de pensões, e outros objetivos de política pública, os quais podem levar à secundarização dos primeiros, limitando as possibilidades de máxima rentabilização pretendida para esse portefólio, atento o perfil de risco pretendido.

Nos Capítulos seguintes abordaremos em detalhe todos os aspetos referidos. No Capítulo 2, será estudada a origem, natureza e elementos característicos do FEFSS, incluindo por comparação com outros fundos estrangeiros similares. No Capítulo 3, será detalhada a evolução dos modelos de financiamento e das receitas do FEFSS. No capítulo 4, será investigada a situação patrimonial do FEFSS, na ótica do reforço da sustentabilidade do sistema previdencial da segurança social. No Capítulo 5, trataremos do impacto do FEFSS nas contas públicas, fazendo uma comparação com outros fundos de reserva e fundos de pensões públicos. Será dada especial atenção ao papel do FEFSS enquanto credor e financiador do Estado português. No Capítulo 6, olharemos para algumas questões atinentes à governação ('*governance*') do FEFSS, à luz das boas práticas nesta matéria. No Capítulo 7, conclusivo, far-se-á uma apreciação crítica de diversos aspetos analisados nos capítulos antecedentes, com sugestões de melhoria de regime.

2 O FEFSS: origem, natureza e elementos característicos

2.1 Origens do FEFSS e uma primeira aproximação à natureza deste fundo

A criação do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) remonta a 1989, com a aprovação do Decreto-Lei n.º 259/89, de 14 de agosto. Numa primeira aproximação, pode qualificar-se o FEFSS como património autónomo, cujo valor inicial resultou de transferências de receitas fiscais de transição decorrentes da criação, à data, do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS), assim como de receitas patrimoniais (cf. artigo 4.º). Nos termos do artigo 5.º (n.º 1), o ativo do FEFSS seria representado por valores de natureza vária, designadamente: títulos de dívida pública ou outros garantidos pelo Estado; obrigações, títulos de participação ou outros títulos negociáveis de dívida, incluindo as obrigações de caixa; ações de sociedades cotadas nas bolsas de valores; unidades de participação em fundos de investimento mobiliários ou imobiliários; imóveis que não se destinem a utilização própria do Fundo; depósitos à ordem ou a prazo; créditos concedidos para habitação, a título intercalar, no quadro das contas poupança-habitação.

Tal como indicado no preâmbulo deste diploma, era objetivo do FEFSS contribuir para "a estabilização financeira do sistema de segurança social e a instituição de uma garantia complementar de maior solidez", ainda que não fosse então concretizado o tipo de despesa ou de prestações sociais a que o mesmo se destinaria. Desde logo, não ficava claro em que circunstâncias se poderia acionar a utilização das suas reservas acumuladas, nomeadamente se para fazer face a necessidades de natureza conjuntural e/ou estrutural. Por sua vez, resultava do seu preâmbulo (ainda que também sem detalhe ulterior) ser ainda objetivo do FEFSS "o apoio à compra de habitação através de empréstimos intercalares, exclusivamente destinados a titulares de conta poupança-habitação, cujo regime legal deverá ser reajustado em conformidade".[1] Embora aqui previsto, este apoio não chegou a concretizar-se. Aliás, importa fazer notar que a política de habitação não é uma área de atuação típica do sistema de segurança social, embora ao longo do tempo este tenha sido instrumentalizado, tanto para processamento de rendas apoiadas ou subsídios de renda (situação recentemente retomada no contexto das medidas de apoio aos efeitos da crise inflacionária), como pelo facto de o património da segurança social, herdado em grande medida das antigas caixas de

[1] O Decreto-Lei n.º 382/89, de 6 de novembro, estabeleceu, pela mesma altura, um novo regime para as contas poupança-habitação, garantindo aos titulares de conta há mais de três anos, que pretendessem mobilizar o saldo da conta para fins de aquisição, construção ou beneficiação de habitação própria permanente, o direito à concessão de um empréstimo (artigo 9.º). Se a instituição depositária, por motivos de insuficiência ocasional de meios financeiros disponibilizáveis para o efeito, não estivesse em condições de o aprovar, o empréstimo poderia ser concedido com contrapartida num financiamento intercalar do mesmo montante a conceder pelo FEFSS nas seguintes condições (artigo 9.º): a) Prazo de nove meses, ao longo dos quais a instituição de crédito teria de substituir o financiamento intercalar pelo empréstimo definitivo; b) Taxa de juro igual à taxa contratual praticada pela instituição depositária nos empréstimos à habitação deduzida de meio ponto percentual.

previdência, ter sido usado em política de habitação acessível. Como veremos adiante, as receitas do património imobiliário da segurança social revertem para o FEFSS. Haverá então que questionar se a gestão desse património deverá obedecer a critérios de mercado (rentabilização desses ativos), por forma a garantir o maior retorno financeiro para o FEFSS e com isso o reforço do bolo a ser utilizado em pensões ou se este objetivo de maximização financeira deve, em certas circunstâncias, soçobrar perante objetivos de política social de habitação.

Já mais tarde, e após a criação do Instituto de Gestão dos Fundos de Capitalização da Segurança Social (IGFCSS), em 1999, foi aprovado, pela Portaria n.º 1273/2004, de 7 de outubro, o Regulamento de Gestão do FEFSS.[2] Ficou então determinado caber àquele Instituto a gestão deste último (cf. artigo 2.º). Do regulamento constam ainda, como veremos adiante, regras relativas à composição do capital social, representação do capital social (que inclui uma reserva estratégica), política de investimentos, técnica e instrumentos de cobertura de riscos e, bem assim, condições de realização das operações e respetivas contrapartes. Como se verá adiante também, durante o período de assistência financeira da União Europeia ao Estado português (2011-2014), o disposto na al. b) do n.º 3 do artigo 4.º e no n.º 2 do artigo 9.º do Regulamento foi suspenso (pela Portaria n.º 118/2012, de 30 de abril) e, mais tarde, em 2018, aquele primeiro preceito e outros foram objeto de alteração pela Portaria n.º 24/2018, de 18 de janeiro.

2.2 Dos fundos de riqueza soberanos aos fundos de reserva da segurança social: o enquadramento conceptual do FEFSS

No sítio da plataforma de dados Global SWF (*Sovereign Wealth Funds*) encontra-se a recondução a uma noção comum de 'investidores estaduais" (*State-Owned Investors*, SOIs) de três categorias diferentes e importantes: bancos centrais, fundos soberanos e fundos públicos de pensões. Por sua vez, na análise que concretiza esta taxionomia, Megginson *et al.* (2021) explicam que a última categoria corresponde a uma noção própria e restrita de fundo de pensão, deixando de fora alguns dos chamados fundos de reserva de pensões, os quais, quando alimentados pelo Estado, assumem, pelo contrário, a verdadeira natureza de fundos soberanos. Na presente subsecção e seguintes, iremos deixar de fora a categoria de bancos centrais, para nos concentrarmos na explicitação e delimitação (por ser menos óbvia) das outras duas categorias – fundos soberanos e fundos públicos de pensões (no sentido próprio do termo) – e, assim, procedermos à ulterior caracterização do FEFSS e de como compara com estas figuras. Vejamos então.

[2] Repare-se que esta Portaria, aprovada no âmbito da LBSS de 2002 (Lei n.º 32/2002, de 20 de dezembro) e que foi revogada pela atual - a Lei n.º 4/2007 –, deve hoje ser 'lida' precisamente à luz do disposto nesta última LBSS (cf. artigo 91.º).

Inicialmente, os fundos de riqueza soberanos (*Sovereign wealth funds*) surgem para aplicar os excedentes orçamentais verificados em certos países, a maior parte dos quais resultantes de receitas obtidas com recursos naturais ou '*commodities*' neles geradas. O mais antigo Fundo soberano, criado nos anos de 1950, foi a *Kuwait Investment Authority*, com o objetivo de investir as receitas excedentárias do petróleo. Mais tarde, foram criados outros fundos soberanos, alimentados já não por receitas de '*commodities*', mas pelo excesso de reservas em moeda estrangeira, fruto, por sua vez, dos excedentes da balança externa dos países em causa. Ilustra este tipo de fundo o *Government of Singapore Investment Corporation*, criado em 1981. Uma característica comum a estes dois tipos de fundos soberanos é o facto de serem fundos de estabilização: no primeiro caso, servem para estabilizar as receitas de recursos naturais que, de outra forma, refletiriam mais a volatilidade própria dos preços do petróleo e de outras *'commodities,* acentuando a instabilidade macroeconómica no país em questão; no segundo caso, canalizando para investimento reservas monetárias estrangeiras geradas com as exportações, visando criar uma almofada de proteção contra efeitos negativos de desequilíbrios futuros da balança de pagamentos. Os chamados fundos '*rainy-day'* são também fundos de estabilização (de natureza estritamente conjuntural). Estes fundos existem nos Estados Unidos da América, a nível estadual, pelo que não são aqui tratados como fundos soberanos. No entanto, alguns estados soberanos, nomeadamente da Europa, têm vindo a adotar fundos '*rainy-day'* influenciados pela experiência estado-unidense (Caixa 1).

Caixa 1 – Fundos de estabilização ('*rainy-day funds*')

Os Estados da federação americana instituíram fundos '*rainy day'* que são tipicamente fundos de estabilização macroeconómica. Ainda que muitas vezes com eles confundidos ou a eles reconduzidos, os fundos '*rainy day*' não são tecnicamente dotações ou fundos destinados a fazer face a emergências resultantes por e.g. de calamidades naturais. Os fundos '*rainy-day*' são isso sim, no sentido técnico do termo, instrumentos de política orçamental contra cíclica. A importância destes fundos é tanto maior quanto maiores os limites ao endividamento ou mais exigente for a regra de equilíbrio orçamental (que é o que sucede nos Estados norte-americanos). Estes fundos '*rainy day*' são alimentados nos momentos bons da economia para atuarem como 'almofadas' de amortecimento do impacto das crises, suportando financeiramente as medidas sociais e económicas de resposta que os Governos são chamados a adotar nesses maus momentos. As formas de financiamento dos fundos '*rainy day*' são diferentes consoante os Estados da federação: na maioria dos casos esses fundos são financiados a partir de excedentes orçamentais, noutros é exigida uma contribuição fixa ou uma percentagem de um dado imposto cuja receita lhes é consignada. Nos Estados com acesso a recursos naturais – e.g. o Texas e a Luisiana – uma parte das receitas provenientes da extração do petróleo é usada no financiamento dos fundos em questão. Em certos Estados estabelece-se uma indexação do financiamento ao nível da receita fiscal cobrada ou ao crescimento económico verificado. Também os termos de utilização destes fundos divergem consoante os Estados: na maioria dos casos, eles servem para cobrir o défice orçamental desse ano ou para manter o nível de despesa quando se espera um decréscimo de receita. As regras de utilização variam por sua vez entre transferências autorizadas por decreto simples ou as que requerem uma aprovação parlamentar mais exigente, por maioria qualificada. Em alguns Estados, exige-se mesmo uma

declaração parlamentar de emergência.[3] Aliás, durante a pandemia da COVID-19, estes fundos foram cruciais para o financiamento das medidas de apoio adotadas pela maior parte destes Estados.

Da instituição dos fundos '*rainy day*', bem como das respetivas regras de financiamento e de utilização depende também a notação de risco dos Estados em questão: desejavelmente, a dimensão do fundo deve ser adaptada à economia do Estado, à sua estrutura fiscal, ao grau de volatilidade da receita pública e à flexibilidade financeira aí verificada.[4]

Na Europa, por seu turno, são escassos os exemplos de fundos públicos '*rainy day*'. A Estónia instituiu em 1997 o Fundo de Reserva de Estabilização, financiado a partir dos lucros do seu Banco Central. Este fundo só pode ser usado para fazer face a choques económicos ou emergências, ou ainda para prevenção de crises financeiras, tendo sido usado durante a pandemia. A Irlanda, por sua vez, instituiu em 2019 o "*National Surplus (Exceptional Contingencies) Reserve Fund* (NRF)", inicialmente capitalizado através de uma transferência de €1,5 mil milhões de euros, feita a partir de um outro Fundo pré-existente, o '*Strategic Investment Fund*' (*vide infra* na presente secção). Também o NRF foi usado durante a pandemia.

Há certos fundos soberanos que têm assumido uma dimensão mais estrutural. É o caso dos chamados fundos de investimento estratégico. Tal como explicado pela OCDE (OECD, 2016), estes fundos apresentam duas importantes características. A primeira característica é a de que tais fundos operam numa base comercial, em que todas as decisões de investimento devem preencher critérios de risco e rentabilidade de mercado e ao mesmo tempo estão orientados para a promoção de objetivos de desenvolvimento económico. Estes objetivos podem incluir, por exemplo, a criação de oportunidades de emprego novo e sustentável, aumento da capacidade de energia a partir de fontes renováveis e desenvolvimento de infraestruturas. Os fundos de desenvolvimento estratégico prosseguem assim uma finalidade de natureza dual ('*double bottom-line objective*'): a obtenção de retorno financeiro deve estar associada a retornos socioeconómicos que podem ter diferente natureza. A concretização desses objetivos duais pode fazer-se através de diversos meios, e.g. desenvolvimento dos mercados de capitais, atração de investimento direto estrangeiro em projetos infraestruturais e a diversificação da economia. A segunda característica destes fundos é a de que adotam práticas organizacionais e operacionais similares às que são seguidas pelos fundos de investimento privados. Regra geral, são fundos que envolvem operações de natureza não orçamental e que apresentam algumas pontes e similitudes, nos objetivos e natureza, com os chamados bancos de desenvolvimento ou de fomento (a chamada 'banca promocional'). De resto, no seu figurino particular, eles podem oscilar entre uma natureza mais comercial (prevalecendo a lógica financeira) ou mais estratégica (prevalecendo o enfoque desenvolvimentista), tal

[3] Informações disponíveis em Tax Policy Center – Urban Institute and Brookings Institution.

[4] Sobre esta questão veja-se o Relatório "*Rainy Day Funds and State Credit Ratings*".

como podem ser mais próximos do modelo empresarial público ou do modelo privado.

Um exemplo interessante, a este respeito, é o fundo irlandês, o *Ireland Strategic Investment Fund* (ISIF). A história deste fundo é curiosa: ele foi criado em 2014 a partir do que restou do fundo de reserva de pensões deste país (o *National Pensions Reserve Fund,* NPRF*)* após este último ter sido usado para resgatar (‘*bailout*’) os bancos irlandeses expostos à crise financeira do ‘*subprime*’ em 2008. Depois, o mesmo fundo de reserva de pensões foi usado para apoiar a recuperação económica, incluindo o apoio ao emprego e às necessidades de capitalização das empresas do sector financeiro e não financeiro. A carteira do ISIF correspondeu assim, na sua criação, ao património herdado do NPRF com um valor global de 20,5 mil milhões de euros. O ISIF visa um retorno de 4% ao ano numa base contínua de cinco anos, incorporando custos de gestão de fundos e uma margem excedentária, além do custo da dívida pública. Na verdade, o ISIF tem a obrigação legal de assegurar o custo anual dos juros da dívida das administrações públicas (em média ao longo de cinco anos) a longo prazo. [5]

O ISIF opera, desde a sua criação, segundo o referido mandato de natureza dual, ou seja, alia ao objetivo de obtenção de retorno do investimento o objetivo de apoio à economia e ao emprego. O Fundo é signatário dos princípios das Nações Unidas para o Investimento Responsável, de acordo com os quais as questões ambientais, sociais e de boa governança devem ser consideradas nas decisões de investimento, na medida em que também elas podem afetar os retornos de longo prazo desse investimento. O ISIF pertence também ao Fórum Internacional de Fundos Soberanos e está comprometido com os ‘princípios de Santiago’, princípios geralmente aceites de boa governação e de gestão de risco para estes fundos soberanos[6, 7] Princípios de investimento – de um lado, segurança, do outro rentabilidade (vide infra secção 4) – estão também presentes na gestão da carteira do ISIF. Na verdade, são duas as carteiras e estas traduzem o referido mandato dual. A primeira, a ‘*directed portfolio*’ que consiste em investimentos feitos sob a direção do Ministro das Finanças e que visam a promoção do interesse público (esta carteira inclui ainda ações do Bank of Ireland e do Allied Irish Bank, este intervencionado durante a referida crise financeira). A segunda, a ‘*discretionary portfolio’* que inclui quer investimentos na Irlanda (‘Irish Portfolio’), quer no estrangeiro (‘Global Portfolio’).[8, 9] Em suma, enquanto a ‘*directed portfolio*’

[5] Informação disponível em Parliamentary Budget Office..

[6] Informação disponível em Parliamentary Budget Office.

[7] Para um maior detalhe destes princípios, veja-se IWG (2008).

[8] Importa notar que os níveis de retorno são mais elevados no ‘*Irish Portfolio’* do que no *‘Global Portfolio’,* porque neste a política de investimento é também mais conservadora (e hoje muito centrada também nos critérios ‘*Environmental, Social and Governance’*, ESG).

[9] Informação disponível em Parliamentary Budget Office:

prossegue o objetivo de apoio à atividade económica e ao emprego, a *'discretionary portfolio'* está orientada basicamente para o retorno financeiro.[10]

Outros fundos soberanos de natureza estrutural são qualificados como 'fundos de herança' ou 'fundos em favor das futuras gerações' na medida em que aplicam os rendimentos provenientes das receitas desses recursos naturais em prol das gerações vindouras. É o caso tipicamente do fundo soberano norueguês – *Government Pension Fund Global –,* criado em 1990 e atualmente um dos maiores do mundo em ativos detidos, e que tem por objetivo expresso a gestão responsável e de longo prazo das receitas do petróleo e do gás, por forma a que esta riqueza possa beneficiar quer a geração presente, quer as futuras.[11] Como se pode verificar pelo nome do fundo norueguês, a forma como se transmite o legado às gerações futuras é (fundamentalmente) através da garantia de pagamento de pensões às mesmas. Assim, este fundo acaba por assumir-se como um fundo soberano de reserva de pensões. Trata-se de um fundo alimentado por receitas gerais do Estado (no caso, geradas a partir do petróleo) com essa

[10] No ano de 2023, o Governo irlandês anunciou a criação de um novo fundo soberano (*Future Ireland Fund)* que funcionará, também ele, como veículo de estratégia de investimento diversificada, desta feita para fazer face ao aumento dos custos de envelhecimento e outros custos de natureza estrutural, como os que se prendem com a digitalização da economia irlandesa. Este fundo será financiado a partir dos excedentes orçamentais obtidos desde 2022 e até 2026 (como previsto), gerados sobretudo com as receitas muito elevadas provenientes da tributação das empresas e que incluem até receitas inesperadas (*windfall revenues*), também associadas ao recente choque inflacionário. Estas receitas passaram de €4 mil milhões de euros em 2013 para mais de €22 mil milhões de euros em 2022 e o peso da tributação das empresas no total das receitas fiscais passou de cerca de 12% em 2013 para cerca de 26% em 2022. Avaliam-se, desde já também, as condições e termos de utilização deste fundo: uma vez que o seu propósito será o de fazer face aos riscos orçamentais de longo prazo relacionados com o envelhecimento (e não só), será preferível garantir que os 'levantamentos' anuais do fundo não possam ser superiores à taxa de retorno do capital esperada em termos reais e a utilização desse fundo só possa ter início quando a sua dimensão for suficientemente grande para que o retorno anual esperado consiga financiar de forma significativa tais custos futuros. Por sua vez, o Fundo encontra-se protegido, na medida em que aquando da necessidade da sua utilização, esta apenas poderá incidir sobre rendimentos gerados pelo capital, mas não sobre o capital em si. Para estas e outras informações veja-se o documento oficial do Government of Ireland (2023): "*Future-proofing the public finances – the next steps"* (maio de 2023). Também em Portugal se previu recentemente (Relatório do Orçamento do Estado, OE, para 2024, p. 88) a criação de um fundo para financiar investimento público, "assegurando um fluxo adequado de investimento ao longo do ciclo económico, nomeadamente compensando futuras variações de financiamento comunitário." Ao que tudo indica, até pela sua inserção sistemática no Relatório, este mesmo fundo será alimentado a partir dos excedentes orçamentais previstos para 2023 e 2024. Haverá, em todo o caso, que avaliar a sua compatibilização com o disposto no artigo 21.º da Lei de Enquadramento Orçamental, aprovada pela Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro (artigo ao qual voltaremos pela sua relevância também para o FEFSS), que determina que os excedentes orçamentais sejam canalizados *prima facie* para amortização da dívida pública, enquanto o valor desta no rácio do PIB for superior a 60% (e assim considerada uma dívida excessiva). Releva aqui também o facto dos excedentes do sistema de segurança social, os quais contribuem para o excedente do sector da administração pública, serem objeto de consignação própria, não podendo ser, à luz da legislação atual, afetos a outros fundos como preconizado na proposta de OE para 2024. Por outro lado, ao contrário do que se vê na proposta irlandesa, em que foram estudados os diferentes modelos de concretização do novo fundo (financiamento, regras de utilização, finalidade, etc.), no caso português essa informação não foi ainda divulgada.

[11] Consulte-se o sítio do fundo norueguês que, aliás, beneficia de uma grande transparência quanto aos seus objetivos, política de investimentos, património e regras de utilização.

finalidade de garantia sistémica de pagamento de pensões futuras. Existem outros fundos soberanos com finalidades semelhantes, ainda que alimentados por outras vias, nomeadamente receitas fiscais ou patrimoniais em sentido amplo. Aliás, não é por acaso que este tipo de fundos de reserva existe sobretudo em países que assentam o seu sistema de segurança social no modelo universalista, nos quais as pensões, pelo menos as pensões de base (ou do primeiro pilar), são financiadas, numa lógica de repartição,[12] genericamente a partir das receitas gerais (fiscais) do Estado. Deste modo, também o fundo de reserva – a 'almofada' financeira do sistema – é alimentado a partir dessas receitas gerais do Estado, ainda que depois a sua política de gestão e de rentabilidade obedeçam já a uma lógica de capitalização (em sentido amplo do termo). Outros fundos com estas características, em contexto de modelos universalistas de proteção social, são por exemplo o *Australian Future Fund* e o *New Zealand Superannuation Fund*.[13]

Importa, por outro lado, não confundir estes fundos soberanos de reserva de pensões com os fundos de reserva da segurança social e que surgem como parte integrante do regime contributivo ou previdencial (público ou privado), sendo por isso alimentados a partir de receitas excedentárias das contribuições sociais pagas pelos trabalhadores e pelas suas entidades empregadoras (eventualmente acrescidas da consignação de receitas de certos impostos específicos). Estes fundos podem ser geridos por instituições de segurança social ou até por entidades gestoras autónomas (as quais podem ter ou não natureza pública). Assim sendo, ainda que estes fundos de reserva da segurança social possam partilhar com os anteriores um objetivo sistémico de garantia de pagamento de pensões futuras nos casos em que têm uma natureza mais estrutural, nem todos eles podem ser considerados fundos soberanos (antes considerados pertença do sistema de segurança social). Importa, ainda assim, notar que a distinção entre fundos soberanos em favor de gerações futuras e fundos de reserva da segurança social pode, por vezes, parecer estéril, especialmente quando estes últimos são pertença da segurança social pública (ou seja, em última análise uma responsabilidade do Estado). Exemplo destes fundos de reserva do sistema da segurança social são o *Denmark's Social Security Fund* e o *Japan's Government Pension Investment Fund*.

Posto o que antecede, recorde-se que, na sua génese (*supra* secção 2.1.), o FEFSS parecia querer despontar como um verdadeiro fundo soberano não apenas pelas suas fontes iniciais de financiamento (receitas fiscais), mas também pelo facto de ser um fundo orientado quer para a estabilização da segurança social em sentido amplo e não apenas do sistema contributivo (num contexto antecipado de envelhecimento demográfico), quer para outras finalidades estruturais, como política de habitação. Oscilava assim entre fundo em favor de gerações futuras e fundo destinado a investimentos estratégicos. Posteriormente, como veremos

[12] Ou '*pay-as-you-go*'.

[13] Para mais detalhes sobre este tipo de fundos, leia-se Blundell-Wignall *et al.* (2008).

nos pontos seguintes, evoluiu para se tornar um fundo (não soberano) de reserva da segurança social. Ao mesmo tempo, o FEFSS abdicou de uma vocação conjuntural – como a que resultava do seu próprio nome – para se tornar um fundo marcado por objetivos de índole estrutural, de salvaguarda da sustentabilidade de longo prazo da segurança social. Como analisado no ponto a seguir, o fundo vizinho espanhol teve um destino diferente.

2.3 Outros fundos de reserva similares no plano europeu – em especial, o *Fondo de Reserva de la Seguridad Social* espanhol

Pela sua proximidade (que não apenas geográfica), importa fazer uma referência ao fundo congénere espanhol, o *Fondo de Reserva de la Seguridad Social,* para o qual o FEFSS pode ter servido de inspiração dada a sua anterioridade.[14] Este apresenta, na verdade, algumas similitudes, mas também algumas diferenças em relação ao FEFSS português, que a experiência seguida no país vizinho acabou de resto por acentuar. O Fundo espanhol (tratado como o mealheiro, '*la hucha',* das pensões) foi criado no ano de 2000, na sequência da celebração, entre o Governo e os parceiros sociais, do Pacto de Toledo (1995), no qual se acordou um conjunto de medidas de reforma do sistema de segurança social deste país. Também ele seria financiado pelos excedentes do regime previdencial espanhol. Nos seus primeiros dez anos de existência, o Fundo acumulou ativos que chegaram a representar cerca de 6% do PIB espanhol (66.815 milhões de euros em 2011) (Chuliá, 2017). Todavia, nos anos seguintes (marcados pela crise financeira), o Governo espanhol (então liderado por Mariano Rajoy) começou a utilizar as suas reservas para pagar a diferença entre receitas e despesas do sistema contributivo da segurança social, ou seja, para colmatar os respetivos défices. Os Governos subsequentes continuaram a utilizar esta reserva, nomeadamente para assegurar o pagamento de novas prestações extraordinárias, os subsídios de férias e de Natal pagos aos pensionistas. Daqui resultou uma redução rápida e persistente dos ativos do Fundo, tendo este atingido o valor mínimo em 2021, de 2.138 milhões de euros (o equivalente a 0,18% do PIB), em resultado não apenas da sua utilização regular e crescente para colmatar os referidos défices, mas ainda pelo facto de o mesmo Fundo ter deixado de ser financiado, primeiro a partir de dotações excedentárias de entidades gestoras e serviços comuns e depois também a partir das contribuições das mútuas colaboradoras.[15] Chegados a 2021, parecia ser um fundo em vias de extinção. Em 2022 foi, porém, anunciada a intenção de voltar a dotar o fundo, tendo sido proposta pelo Governo, no orçamento para 2023, uma transferência na ordem dos 3.000 milhões de euros. Ainda que o sistema contributivo continue marcado por défices, esta transferência faz-se agora no âmbito do chamado 'Mecanismo de Equilíbrio Intergeracional' que obriga a uma

[14] A par de outros fundos de reserva da segurança social similares, como os já mencionados, o *Denmark's Social Security Fund* e o *Japan's Government Pension Investment Fund*.

[15] Esta informação pode ser encontrada em Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

contribuição adicional de 0,6% sobre os salários de todos os trabalhadores inscritos.[16] Mas não é claro por ora, o papel que *la hucha* terá no reforço da sustentabilidade do sistema de pensões, permanecendo aliás dúbio o tipo de finalidade que justifica a sua utilização.

Com efeito, ainda que o Fundo espanhol tenha sido pensado para dar resposta a problemas estruturais do sistema contributivo (e.g. recessões económicas de larga duração ou crises demográficas), a verdade é que a forma relativamente ampla como, na legislação, estão previstas as prestações que podem ser por ele cobertas, leva a que qualquer situação de défice da segurança social (como algumas que sucederam na última década) possa justificar a sua utilização. Este acabou assim, na prática, por ter uma natureza mais conjuntural, atuando como fundo de estabilização macroeconómica *tout court*. Ora, a qualificação como fundo estrutural ou conjuntural não é de somenos, até do ponto de vista da política de investimento a adotar, a qual deve orientar-se, no primeiro caso, mais para ganhos de rentabilidade e, no segundo, por garantias de liquidez (neste sentido, Chuliá, 2017).[17] Com a intenção vertida no Orçamento para 2023 também não fica claro se, uma vez reforçada *la hucha*, a mesma será usada agora com objetivo mais estrutural.

Quanto ao FEFSS, veremos em detalhe os princípios e objetivos subjacentes à política de investimento por ele seguida e de que forma isto mesmo ajuda à sua caracterização e atuação como fundo de natureza ou propensão mais estrutural.

2.4 Primeira conclusão quanto à natureza do FEFSS: o FEFSS enquanto fundo de reserva da segurança social portuguesa

Considerando tudo o que antecede, podemos então reconduzir o FEFSS à categoria de fundo de reserva da segurança social portuguesa (afastando-se assim de um fundo de riqueza soberano).[18] Neste sentido, podemos apontar-lhe, desde já, as seguintes características:

a) O FEFSS hoje constitui parte integrante do sistema contributivo ou previdencial da segurança social,[19] corporizando a chamada capitalização

[16] Informação retirada de: https://www.libremercado.com/2022-10-08/vuelve-el-absurdo-de-la-hucha-de-las-pensiones-explicamos-lo-inexplicable-del-fondo-de-reserva-6940664/.

[17] Questão conexa, de que cuidaremos mais adiante, prende-se com as opções de composição da carteira dos fundos de reserva. Abordaremos, em especial, a razão pela qual prevalecem nessa composição títulos de dívida pública (habitualmente tidos como '*risk-free*') e o modo como essa estratégia de alegada minimização do risco impacta na rentabilidade deste tipo de fundos. Outros efeitos, mormente no plano contabilístico, serão também analisados.

[18] Para uma primeira caracterização do FEFSS, leia-se Garcia (2014).

[19] Para uma caracterização do sistema de segurança social português e formas de financiamento leia-se Goulart (2014, pp. 297-327) e Fernandes (2014, pp. 329-363).

pública de estabilização (expressão usada no artigo 91.º da Lei de Bases da Segurança Social, LBSS[20]) e assim concretizando o 'regime previdencial capitalização', tal como previsto no quadro jurídico do financiamento da segurança social (cf. artigos 16.º-18.º do Decreto-Lei n.º 367/2007, de 2 de novembro). [21]

b) O FEFSS funciona como fundo de reserva do sistema (previdencial) da segurança social (uma 'almofada financeira' do sistema), que tem por objetivo, nos termos do n.º 1 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 367/2007, "contribuir para o equilíbrio e sustentabilidade do sistema previdencial". Por sua vez, resulta do n.º 1 do artigo 1.º do respetivo Regulamento de Gestão (aprovado pela Portaria n.º 1273/2004), que o FEFSS tem por objetivo "assegurar a estabilização financeira da segurança social, contribuindo para o ajustamento do regime financeiro do sistema público de segurança social às condições económicas, sociais e demográficas". Ora, não se retira destes dois preceitos, nem de outros, qualquer blindagem no sentido de assegurar que o FEFSS seja exclusivamente usado para pagamento de pensões (ainda que em termos de conceção global do FEFSS e do seu financiamento –*infra* al. d) – isso pudesse resultar implícito), o que significa que, em última análise, o mesmo poderá ser usado para outros fins e pagamento de outras prestações do sistema de segurança social (e.g. prestações de desemprego). Este aspeto merecer-nos-á atenção mais adiante, no Capítulo 5.

c) Por outro lado, e sem prejuízo do que antecede, ainda que o FEFSS surja denominado como fundo de estabilização, a verdade é que ele atualmente não tem uma finalidade de estabilização macroeconómica *tout court,*[22] parecendo ter vindo a assumir, ao longo dos anos, uma feição mais sistémica ou estrutural aproximando-se, assim, de um 'fundo em favor das futuras gerações'.

d) O FEFSS é alimentado a partir quer de uma parcela entre dois e quatro pontos percentuais do valor percentual correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem, quer dos saldos anuais do sistema previdencial, bem como das receitas resultantes da alienação de património e ganhos obtidos das aplicações financeiras (o mesmo artigo 91.º da LBSS).[23] Em especial, o n.º 1 do artigo 91.º da LBSS determina que

---

[20] Lei n.º 4/2007, de 16 de janeiro.

[21] Importa desde já assinalar que a qualificação do FEFSS também do ponto de vista da contabilidade pública e das contas nacionais sofreu alterações ao longo do tempo, sendo que em 2002 ele foi integrado no subsector da segurança social, como será adiante detalhado.

[22] O que o distingue do antes referido fundo congénere espanhol.

[23] O elenco das receitas do FEFSS encontra-se detalhado no n.º 1 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 367/2007, o qual inclui, a título residual, "outras fontes previstas na lei". E, na verdade, nos anos mais recentes, financia o FEFSS também a receita consignada de certos impostos, tema analisado mais adiante. Por outro lado, também se verá de que forma o princípio da onerosidade é hoje aplicável ao sector da segurança social, com impacto na receita patrimonial obtida e que já não se cinge apenas à receita proveniente de alienação de património.

reverte para o FEFSS a receita proveniente de dois a quatro pontos percentuais da quotização do trabalhador até que este assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos (uma exigência e uma meta que não estabelece para as demais fontes de financiamento - cfr. nº 2). Por sua vez, o n.º 2 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 367/2007 dispõe que "o sistema previdencial capitalização, nos termos do n.º 1 do artigo 91.º da Lei de Bases, deve garantir, através de reservas acumuladas no Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, um montante equivalente ao pagamento de pensões aos beneficiários por um período mínimo de dois anos." Ora esta redação acarreta uma incongruência face ao disposto no n.º 1 do artigo 91.º da LBSS (e apesar de para ele remeter), pois parece transformar uma exigência e meta temporal relativa ao financiamento via quotizações dos trabalhadores – que este financiamento se mantenha até que o FEFSS seja capaz de garantir o pagamento de pensões por um período mínimo de dois anos[24] – em objetivo último desejado quanto à sua dimensão financeira, ficando ainda a dúvida se também é condição (necessária) para o início da sua utilização.

e) O FEFSS é gerido desde 1999 por uma instituição autónoma do sistema da segurança social, o IGFCSS,[25] que assim permitiu segregar a 'função' de património autónomo da função de gestão desse mesmo património e que, até aí, se encontrava atribuída ao próprio FEFSS. Não obstante, a autonomização entre o IGFCSS e o FEFSS só viria a ter lugar em 2007, aquando da aprovação dos novos Estatutos, regime que foi mantido em 2012 (ver adiante secção 2.6). De acordo com o atual artigo 16.º, "1 - Os bens, direitos e obrigações que integram o património do FEFSS são identificados em conta própria. 2 - Os poderes de administração e gestão atribuídos ao IGFCSS, I. P., enquanto entidade gestora do FEFSS, compreendem o poder de realizar quaisquer negócios jurídicos, incluindo os de aquisição, alienação e administração dos bens e direitos que integram o Fundo, com observância do respetivo regulamento de gestão." Até 2007, as contas das duas entidades eram tratadas de forma unificada. Na verdade, tal como resultava do n.º 1 do 17.º dos Estatutos iniciais (aprovados pelo Decreto-Lei n.º 449-A/99), o património do Instituto era "constituído pelos bens móveis e imóveis necessários à prossecução da sua

[24] Vai-se no mesmo sentido da atual LBSS, no Regulamento de Gestão do FEFSS, aprovado ao abrigo da anterior LBSS (Lei nº 32/2002), mas aí esta é uma meta para toda e qualquer transferência (e não apenas para as quotizações dos trabalhadores). Dispõe: "2 – (…) pretende-se efetuar transferências para o FEFSS até que este Fundo assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos."

[25] O IGFCSS foi criado pelo Decreto-Lei n.º 449-A/99, de 4 de novembro. Os Estatutos do IGFCSS foram depois alterados pelo do Decreto-Lei n.º 216/2007, de 29 de maio, na sequência da aprovação da LBSS de 2007 e, mais tarde, de novo, pelo Decreto-Lei n.º 213/2012, de 28 de agosto. De notar que, atualmente, o IGFCSS, além de gerir o FEFSS, gere ainda o Fundo dos Certificados de Reforma, o veículo de gestão criado para os planos complementares individuais de pensões (de natureza pública), igualmente criados pela LBSS sob a designadamente de 'regime público de capitalização' (cf. artigo 82.º).

atividade bem como pelos bens afetos ao Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social…".

2.5 O FEFSS e os fundos de pensões 'comuns', em especial o Fundo dos Certificados de Reforma do Estado; a delimitação conceptual do FEFSS

Os fundos de reserva, com as finalidades sistémicas ou estruturais de garantia futura de pensões, como aquelas que apresenta o FEFSS, podem ser ainda considerados fundos de pensões num sentido lato do termo. Enquanto fundos financeiros, ambos são geridos numa lógica de capitalização, concretizando uma política de investimento com vista à formação e gestão de uma carteira de ativos (mobiliários e imobiliários) de acordo com regras de segurança, liquidez, rentabilidade e diversificação do risco. Todavia, perante os fundos de pensões 'comuns', estes fundos de reserva apresentam algumas diferenças importantes, sendo a mais relevante o facto de os primeiros (os fundos de pensões *tout court*) aparecerem associados à implementação de planos de pensões (de natureza obrigatória ou voluntária), os quais, ainda que assentando numa gestão coletiva ou de raiz profissional (*occupational pension plans)*, concretizam complementos de pensões individualizáveis em favor de cada um dos beneficiários desse plano de pensões (sobre a ligação entre fundos e planos de pensões, *vide infra* Quadro 1). Já os fundos de reserva têm um objetivo de salvaguarda de um acervo financeiro para pagamento global de pensões a gerações futuras, não se fazendo, portanto, a individualização de beneficiários concretos. Esta distinção é igualmente relevante do ponto de vista contabilístico e da política de investimentos, como veremos adiante.

No caso português, as diferenças entre o FEFSS, enquanto fundo de reserva da segurança social e os fundos de pensões comuns resultam de forma clara da legislação aplicável mormente a estes últimos. De facto, da definição constante do artigo 4.º da Lei n.º 27/2020, de 23 de julho (que rege a constituição e funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões), resulta que um fundo de pensões é um "património autónomo exclusivamente afeto à realização de um ou mais planos de pensões e ou planos de benefícios de saúde, podendo ainda simultaneamente estar afeto ao financiamento de um mecanismo equivalente, sendo assegurada a total separação jurídica entre o mesmo e o associado, bem como entre o fundo de pensões e a respetiva entidade gestora". Assim, o FEFSS aproxima-se dos fundos de pensões, pois também ele constitui um património autónomo hoje, como vimos totalmente separado da sua entidade gestora (IGFCSS), não respondendo pelas responsabilidades desta. No entanto, sobrelevam as seguintes diferenças:

a) No caso do FEFSS, o objetivo de assegurar a garantia de pagamento de pensões é um objetivo sistémico e global e não, como sucede nos fundos de pensões 'comuns', um fim de proteção específico relativo a cada participante (e futuro beneficiário) do plano de pensões em causa. Aliás, ao contrário dos fundos de pensões que são veículos para a realização de

planos de pensões (profissionais ou individuais,[26] de benefício definido, de contribuição definida ou mistos[27]), o FEFSS não tem por missão a realização do plano de pensões da segurança social pública em favor de cada beneficiário, fim este que é antes assegurado através das instituições (de base) de segurança social, a saber, do lado da receita, o Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (IGFSS, I.P.) e, do lado da despesa, o Instituto da Segurança Social (ISS, I.P.). O FEFSS funciona como retaguarda ou almofada de capitalização do sistema previdencial-repartição, mas não está diretamente envolvido no plano de pensões público que a segurança social concretiza em favor dos seus contribuintes/beneficiários.

b) Aliás, importa fazer notar que, ao contrário dos fundos de pensões 'comuns' muito ligados ao desenvolvimento dos chamados regimes complementares de pensões (segundo e terceiro pilares de segurança social) e que são em geral regimes privados (com algumas exceções, *vide* exemplo do FCR a seguir),[28] o FEFSS insere-se ainda no primeiro pilar de proteção social que é público e, apesar de gerido em capitalização, aparece como prolongamento do regime previdencial repartição, servindo para garantir pensões atribuídas no âmbito deste pilar público.

---

[26] Note-se que de acordo com artigo 8.º da Lei n.º 27/2020, os fundos de pensões podem ser 'fechados', quando disserem respeito apenas a um associado ou, existindo vários associados, quando existir um vínculo de natureza empresarial, associativa, profissional ou social entre os mesmos, ou podem ser fundos de pensões 'abertos', quando não for exigida a existência de qualquer vínculo entre os diferentes contribuintes ao fundo de pensões, dependendo a adesão ao fundo unicamente de aceitação pela entidade gestora. Os fundos de pensões que asseguram planos profissionais podem assumir uma ou outra destas configurações, ao passo que os fundos que financiem planos individuais de reforma (como são os planos poupança-reforma e os certificados de reforma no âmbito do regime público de capitalização) são necessariamente fundos de pensões abertos.

[27] Cf. artigo 11.º/1, da Lei n.º 27/2000, de onde resulta que: "Consoante o tipo de garantias estabelecidas, os planos de pensões podem classificar-se em: a) «Planos de benefício definido», quando os benefícios se encontram previamente definidos, sendo as contribuições calculadas de forma a garantir o pagamento daqueles benefícios e variáveis em função dos riscos biométricos e financeiros existentes; b) «Planos de contribuição definida», quando as contribuições são previamente definidas e os benefícios são os determinados em função do montante das contribuições entregues e dos respetivos rendimentos acumulados; c) «Planos mistos», quando se conjugam as características dos planos de benefício definido e de contribuição definida." Para mais desenvolvimentos sobre os planos complementares de pensões, veja-se Cabral e Rodrigues (2020).

[28] Na definição dada pela Comissão Europeia (EC, 2018), as pensões complementares são esquemas de pensões a que se pode aceder com base numa atividade profissional (planos profissionais) ou de contas individuais de reforma, e que asseguram prestações de pensões suplementares das pensões estatutárias ou legais. Correspondem aquelas, respetivamente, ao segundo (planos profissionais) e terceiro (planos individuais) pilares da segurança social, complementares destas (pensões estatutárias), o primeiro pilar. Como notado também, o desenvolvimento destas pensões complementares apresenta um padrão regional na União Europeia (EU): uma elevada cobertura nos países nórdicos e ocidentais da Europa caracterizados pelo papel pivô dos parceiros sociais nas políticas de pensões e por mercados financeiros desenvolvidos; uma cobertura praticamente inexistente em países do Sul e do Leste da Europa, refletindo os respetivos fatores institucionais e sociais, incluindo maior fragilidade do partenariado social - a baixa participação nos planos complementares reflete, nestes últimos, ainda, o baixo nível de rendimento disponível, mesmo quando há lugar a incentivos fiscais para essa participação (EC, 2018).

c) Em suma, no caso do FEFSS, trata-se de uma capitalização coletiva em prol do sistema previdencial no seu todo e não de capitalização individualizável.

Diversamente, o também público Fundo de Certificados de Reforma (FCR) pode ser reconduzido a um fundo de pensões no sentido próprio do termo (ou fundo de pensões *tout court*), ainda que pela lei tratado tão-só como 'fundo autónomo' (cf. Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 26/2008, de 22 fevereiro). Este Fundo foi instituído para assegurar o financiamento e realização dos planos complementares individuais de reforma no âmbito do regime público de capitalização previsto no artigo 82.º da LBSS (a criação deste regime resulta daquele Decreto-Lei n.º 26/2008 – leia-se especialmente o n.º 1 do seu artigo 23.º). Como se vê, o 'campo de ação' do FCR é o da complementaridade de pensões (no caso, o terceiro pilar da segurança social), baseado pois numa lógica de capitalização e visando garantir pensões aos respetivos subscritores/beneficiários que voluntariamente adiram ao regime em causa. Trata-se, como tal, de um fundo de pensões aberto, destinado a gerir um plano complementar individual de pensões de contribuição definida (cf. artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 26/2008), cuja gestão está também atribuída ao IGFCSS (artigo 24.º).[29]

Quadro 1 – A relação entre fundos de pensões *tout court* e planos de pensões

	Técnica financeira	Veículo	Gestão*	Alcance	Modalidade
Planos de Pensões*	*Capitalização*	Fundos de pensões	Externa ao instituidor do plano	Profissional Individual	Benefício definido Contribuição definida Misto
		Contratos de seguro	Externa ao instituidor do plano	Profissional Individual	Benefício definido Contribuição definida Misto
		Provisões das empresas	Interna ao instituidor do plano	Profissional	Benefício definido
	Repartição	Não releva	Externa ou interna ao instituidor do plano	Profissional	Benefício definido Contribuição definida Misto
				Universal	Dependente de concretização legal

Fonte: Construção própria, adaptada de OECD (2023, p. 66) | *De natureza pública ou privada

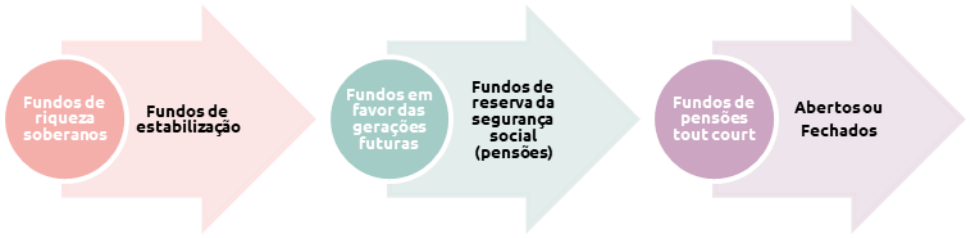
A ligação entre fundos e planos de pensões pode ser encontrada no Quadro 1: como se vê, os fundos de pensões são veículos de concretização (em regra) dos regimes complementares de pensões baseados em capitalização, sejam eles de contribuição definida, benefício definido ou mistos e sejam eles profissionais ou

[29] O Regulamento de Gestão do FCR foi aprovado pela Portaria n.º 212/2008, de 29 de fevereiro, alterada pelas Portarias n.º 44/2018, de 7 de fevereiro e n.º 53/2023, de 23 de fevereiro.

individuais (e ainda independentemente da sua natureza, pública ou privada). São geridos por entidades externas quer ao próprio fundo, quer à entidade que institui ou promove o plano de pensões em si. A título de curiosidade, no caso do FCR, e para seu enquadramento à luz deste Quadro, a gestão cabe, como vimos, ao IGFCSS e a entidade promotora do plano de pensões é o próprio Estado.

Para concluir este ponto, no qual se procurou proceder ao enquadramento conceptual do FEFSS, pode, portanto, considerar-se que, enquanto fundo de reserva da segurança social, ele está a 'meio caminho', do ponto de vista conceptual, entre os fundos de riqueza soberanos, designadamente quando estes evoluem para objetivos mais estruturais, assumindo-se como fundos em favor das gerações futuras e os fundos de pensões *tout court*. Contrariamente a estes, os fundos de reserva, como é o FEFSS, não aparecem desenhados para concretizar planos de pensões em favor de subscritores/beneficiários individualizáveis, antes visando a garantia sistémica, global e coletiva de pensões (Figura 1).

Figura 1– O enquadramento conceptual do FEFSS enquanto fundo de reserva da segurança social portuguesa



Fonte: Construção própria das autoras.

Não obstante esta sua caracterização como fundo de reserva da segurança social, e a sua delimitação perante figuras afins, veremos mais adiante algumas particularidades do FEFSS, quer quanto às formas de financiamento (alimentado não apenas por contribuições sociais, mas também por receitas gerais do Estado), quer quanto ao tipo de utilização que dele pode vir a ser feito.

2.6 O FEFSS no contexto do sector das administrações públicas

O FEFSS é um fundo pertencente ao universo das administrações públicas, quer na ótica da contabilidade pública, quer na ótica das contas nacionais. Está integrado no perímetro do subsector da segurança social (fundos de segurança social em contas nacionais), sendo as contas do FEFSS consolidadas na conta da segurança social (Caixa 2).

Caixa 2 – O FEFSS nas contas consolidadas

A Conta da Segurança Social é uma conta consolidada que abrange todas as instituições que integram o subsector da Segurança Social (Fundo de Segurança Social em contas nacionais), sendo estas designadas por instituições de segurança social. O perímetro de consolidação é idêntico na ótica da contabilidade pública e na ótica das contas nacionais.

As instituições de segurança social que integram o perímetro de consolidação eram, de acordo com a informação disponível na conta de 2021:

(i) Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social, I.P.
(ii) Instituto de Segurança Social, I.P.
(iii) Instituto de Informática, I.P.
(iv) Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social, I.P.
(v) Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social.
(vi) Instituto de Segurança Social da Madeira, I.P.R.A.M.
(vii) Instituto de Segurança Social dos Açores, I.P.R.A.
(viii) Fundo de Socorro Social.
(ix) Fundo de Garantia Salarial.
(x) Fundo Especial de Segurança Social dos Profissionais da Banca dos Casinos.
(xi) Fundo de Cobrança Executiva da Segurança Social.

A consolidação da conta consiste na anulação de fluxos monetários intermédios efetuados entre entidades do universo a consolidar, por forma a evitar a duplicação destes valores quando se calculam os valores agregados (na execução orçamental, no balanço e na demonstração de resultados).[30] A conta consolidada da segurança social é elaborada pelo Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social, I.P. (IGFSS), com base nas contas individuais das instituições que integram o perímetro de consolidação. A consolidação patrimonial é efetuada pelo método da simples agregação,[31] sendo as demonstrações financeiras das instituições que integram o perímetro de consolidação agregadas a 100%.

As transferências concedidas ao FEFSS no âmbito da alienação de património da segurança social ocorrida no exercício, para reforço da capitalização pública de estabilização, bem como as transferências de excedentes geridos pelo IGFSS são consideradas um custo no IGFSS e um proveito no FEFSS. Assim, na conta da segurança social, estes movimentos são anulados no processo de consolidação, por forma a evitar a sua duplicação.[32] Estas operações de anulação são efetuadas em contabilidade pública e em contas nacionais.

No que se refere à conta das administrações públicas, também neste âmbito se verificam operações de consolidação, através da eliminação dos fluxos, na receita e despesa, entre diferentes subsectores. Esta abordagem permite apresentar uma posição "externa" da conta das administrações públicas, identificando a situação do sector perante os demais sectores institucionais. Dado que não existe ainda um balanço do Estado, não é ainda possível apresentar

[30] Para mais informação sobre este conceito ver Glossário do CFP.

[31] O método da simples agregação aplica-se quando, na ausência de qualquer participação no capital das entidades consolidadas, se verifica um efetivo controlo administrativo por parte da entidade consolidante. Este método traduz -se na soma algébrica dos balanços, das demonstrações dos resultados e dos mapas de execução orçamental das entidades pertencentes ao grupo público, sendo obrigatória a eliminação, designadamente, dos saldos, das transações, das transferências e subsídios e dos resultados incorporados em ativos relativos a operações efetuadas entre essas entidades. Para mais informação sobre consolidação ver Portaria n.º 474/2010, de 1 de julho.

[32] Ver Conta da Segurança Social.

um balanço consolidado da administração central, da segurança social e demais subsectores, o qual permitiria mostrar a situação consolidada dos ativos e passivos das administrações públicas. Nesse exercício, seria expectável que os passivos do Estado detidos pelo FEFSS (títulos de dívida pública), registados como ativos deste fundo, fossem anulados contabilisticamente, daqui resultando uma posição líquida do sector das administrações públicas, onde o passivo relevado seria apenas o passivo face a credores externos à administração pública.

Registo semelhante é efetuado em contas nacionais, sendo as contas das administrações públicas apresentadas de forma consolidada, no que diz respeito quer às contas financeiras, quer não financeiras. Em contas nacionais, os *stocks* de ativos e passivos que constam dos balanços das entidades públicas são registados nas contas de património, as quais, por sua vez, são também desdobradas entre contas de património financeiras e não financeiras. É nas contas de património financeiras que se registam, do ponto de vista estatístico, os ativos do FEFSS e os passivos do Estado (dívida pública), quer por subsector, quer para o conjunto das administrações públicas, em termos consolidados, ou seja, com anulação de fluxos, ativos e passivos entre subsectores das administrações públicas. A aquisição de títulos de dívida pública portuguesa por parte do FEFSS permite assim, anular parcialmente a dívida pública, nas contas consolidadas, uma vez que esta não reflete dívida entre subsectores das administrações públicas.

Apesar de o FEFSS ser um património autónomo, apenas em 2007 as suas contas foram autonomizadas das contas da entidade gestora (o IGFCSS, I.P.), como já referido. Até à criação do IGFCSS em 1999, as contas do FEFSS foram integradas nas contas públicas de modo diferenciado ao longo do tempo. O Decreto-Lei n.º 259/89, que criou o FEFSS, determinava que o seu orçamento anual integraria o Orçamento do Estado, constituindo um anexo do Orçamento da Segurança Social (OSS). Desde então e até 1991, os decretos de execução orçamental da segurança social autorizaram o IGFSS (entidade responsável pela gestão do orçamento da segurança social) a praticar todas as operações financeiras da competência do FEFSS, enquanto não estivessem reunidas as condições de pleno funcionamento do fundo.[33] A partir de 1992, a segurança social deixou de ser depositária dos títulos afetos ao FEFSS,[34] tendo o fundo sido integrado no perímetro da administração central. Em 2000, o IGFCSS, I.P. absorveu o FEFSS, mantendo-se este na esfera do subsector da administração central. Em 2002, quer o IGFCSS quer o FEFSS passaram a integrar o subsector da segurança social, na sequência da publicação da nova LBSS, sendo desde então as suas contas consolidadas na conta da segurança social. Em 2007, o FEFSS voltou a autonomizar-se do IGFCSS, I.P. mantendo-se, porém, na esfera do subsector da segurança social. Desde 2007 que as contas da segurança social englobam todas as receitas e despesas, bem como os ativos do FEFSS, o que contribuiu para elevar significativamente os níveis de

[33] Até 2001, a execução do OSS foi regulada por diploma anual próprio ao abrigo do artigo 16.º da Lei n.º 6/91, de 20 de fevereiro (Lei de Enquadramento do Orçamento do Estado, que precedeu a Lei de Enquadramento Orçamental de 2001). Nos termos daquela lei, o Governo aprovava anualmente, decretos-leis contendo as disposições necessárias à execução do Orçamento do Estado. Para o da Segurança Social era anualmente aprovado um diploma autónomo. A partir de 2002, na sequência da publicação da Lei de Enquadramento Orçamental (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto), as disposições relativas à execução do Orçamento do Estado e ao da Segurança Social foram integradas num único decreto-lei de execução orçamental (concretizando assim o princípio da unidade orçamental).

[34] Ver Conta Geral do Estado de 1992.

receita e despesa do sistema, na medida em que estes agregados incluem a dotação orçamentada para executar a rotação da carteira do FEFSS (cf. artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 213/2012, de 28 de agosto). O FEFSS contribui igualmente para o saldo global do subsector da segurança social e, por esta via, para o saldo do sector das administrações públicas, refletindo o impacto dos rendimentos gerados com a sua gestão.

3 O financiamento do FEFSS

3.1 A evolução do financiamento do FEFSS

3.1.1 O modelo inicial de financiamento

Aquando da sua criação em 1989, foi atribuído ao FEFSS um património de 216 milhões de euros.[35] Na sua origem, o fundo beneficiou da receita de impostos abolidos em 1988 no contexto da aprovação do Código do Imposto sobre o Rendimento Singular (IRS) – o imposto complementar, secção A, e o imposto profissional, não retido na fonte – referentes a rendimentos de 1988, a qual lhe foi consignada pelo artigo 46.º da Lei n.º 114/88, de 30 de dezembro.[36] Na sua constituição integraram ainda o FEFSS, valores patrimoniais, mobiliários e imobiliários transferidos da segurança social. O Decreto-Lei n.º 259/89 previa que o financiamento do FEFSS fosse efetuado através de rendimentos de aplicações que integrassem o seu património, do produto da alienação e do reembolso de valores desse mesmo património, dos saldos de execução do orçamento da segurança social[37] e de doações, legados e heranças e outras receitas não especificadas. O financiamento do Fundo foi posteriormente complementado/regulamentado pelo Decreto-Lei n.º 399/90, de 13 de dezembro,[38] diploma que veio alargar esse financiamento a outras tipologias de receita, passando a abranger rendimentos de bens próprios, juros de mora, rendimentos dos financiamentos à habitação, bem como as amortizações destes financiamentos.

[35] Conta da Segurança Social de 2012.

[36] Lei do Orçamento do Estado (OE) para 1989.

[37] Em montante definido anualmente por despacho conjunto dos Ministros das Finanças e do Emprego e da Segurança Social.

[38] Que redefiniu a natureza e atribuições do Fundo e as competências dos seus órgãos de gestão e fiscalização, bem como as normas de enquadramento a que deverá obedecer a sua gestão financeira e patrimonial.

Até 2001, o FEFSS foi reforçado, numa base anual, tendo esse reforço origem: i) na receita de alienação de património; ii) em transferências orçamentadas no OSS [39] e ainda; iii) em transferências extraordinárias definidas por despacho conjunto dos Ministros das Finanças e do Trabalho e da Solidariedade (estas últimas assumindo um valor anual de 100 milhões de contos, ou seja, 498.797.897,07 euros).

3.1.2 O modelo a partir de 2001

Foi a LBSS de 2000 (Lei n.º 17/2000, de 8 de agosto) que estabeleceu uma regra de financiamento do FEFSS (artigo 83.º), segundo a qual reverteria para este fundo uma parcela entre dois e quatro pontos do valor percentual correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem,[40] até que o FEFSS assegurasse a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos. A mesma disposição determinava ainda que os saldos anuais do sistema previdencial,[41] bem como as receitas resultantes da alienação de património e os ganhos obtidos das aplicações financeiras, deveriam ser afetos ao FEFSS, sendo geridos em regime de capitalização.

Este novo modelo de financiamento do FEFSS, consagrado na LBSS de 2000, refletiu uma alteração importante na sua finalidade, tendo este fundo deixado de ser visto como fundo de reserva para socorrer o sistema em caso de dificuldades conjunturais (Neves, 2016), ganhando assim uma dimensão mais estrutural, finalidade esta que viria a ser mantida nas LBSS posteriores (a Lei n.º 32/2002, de 20 de dezembro e a atual).

Para além dos rendimentos de património próprio da segurança social, foi ainda consagrada na Lei n.º 17/2000 a possibilidade de consignar rendimentos de património do Estado ao reforço das reservas de capitalização (cf. alínea e) do artigo 84.º), possibilidade esta mantida nas leis de bases subsequentes. Todavia, não houve até à data qualquer consignação de receita ao FEFSS ao abrigo desta prerrogativa. Destacava-se ainda, neste artigo 84.º (al. i), a previsão de canalização dos eventuais excedentes da execução do OE ao financiamento do OSS, embora não explicitamente ao FEFSS, tendo em vista a correção do subfinanciamento do Estado em relação ao regime não contributivo e em incumprimento da Lei n.º 28/84, de 14 de agosto (a primeira LBSS após o 25 de abril de 1974). Este objetivo de associar a canalização dos excedentes à intenção expressa de compensar o

[39] Autorizadas anualmente em sede do Orçamento do Estado e do Decreto-lei de execução orçamental para a segurança social.

[40] Que correspondem a 11% das remunerações declaradas.

[41] Esta regra viria a ser consagrada na anterior Lei de Enquadramento Orçamental (LEO) aprovada em 2001 (Lei n.º 91/2001, de 20 de agosto, e suas alterações), afetando também os saldos do sistema previdencial ao FEFSS (cf. artigo 28.º/2). Previsão similar resulta da atual LEO (Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro, e suas alterações). O seu artigo 21.º/2 determina que "Os excedentes anuais do sistema previdencial revertem a favor do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, nos termos da Lei de Bases do Sistema de Segurança Social."

sistema de segurança social (o seu regime contributivo) pelo persistente subfinanciamento acumulado do regime não contributivo, verificado desde os anos oitenta, viria a ter vida curta, sendo abandonado pela LBSS de 2002, e não recuperado pelas LBSS posteriores. Por fim, em 2004 e 2005, os OE previram ainda a afetação de uma receita adicional ao FEFSS, correspondente ao produto de operações extraordinárias de recuperação de dívidas ocorridas naqueles anos.

Até 2007, a legislação permitia suspender as transferências para capitalização, qualquer que fosse a sua origem (quotizações, saldos do sistema previdencial, receitas da alienação de património ou ganhos obtidos das aplicações financeiras), sempre que se verificassem condições económicas adversas que originassem acréscimos extraordinários de despesa ou quebras de receitas do sistema previdencial. Na prática, esta cláusula de salvaguarda permitia manter excedentes de tesouraria no sistema previdencial (gerido em repartição), funcionando como garante da liquidez necessária à sua gestão. Hoje, diversamente, à luz da atual LBSS e do Decreto-Lei n.º 367/2002, só se permite excecionar esta obrigatoriedade no caso de condições económicas ou financeiras adversas, quando estas se refiram à parte das quotizações dos trabalhadores (Caixa 3).

Caixa 3 – As regras de financiamento do FEFSS

Lei n.º 4/2007, de 16 de janeiro (LBSS)

Artigo 91.º

Capitalização pública de estabilização

1 - Reverte para o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social uma parcela entre dois e quatro pontos percentuais do valor percentual correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem, até que aquele fundo assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos.

2 - Os saldos anuais do sistema previdencial, bem como as receitas resultantes da alienação de património e os ganhos obtidos das aplicações financeiras, integram o fundo a que se refere o número anterior, sendo geridos em regime de capitalização.

3 - Pode não haver lugar à aplicação do disposto no n.º 1, se a conjuntura económica do ano a que se refere ou a situação financeira do sistema previdencial justificadamente o não permitirem.

Decreto-Lei n.º 367/2007, de 2 de novembro

Artigo 17.º

Receitas

1 - Nos termos do artigo 91.º da Lei de Bases, constituem receitas do sistema previdencial capitalização, integrando o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, as receitas resultantes de:

a) Uma parcela entre 2 e 4 pontos dos 11 pontos percentuais correspondentes às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem;
b) Alienação do património do sistema de segurança social;
c) Rendimentos do património próprio e do património do Estado consignados ao reforço das reservas de capitalização;
d) Ganhos obtidos das aplicações financeiras geridos em regime de capitalização;
e) Excedentes anuais do sistema de segurança social, exceto aqueles que decorram de programas financiados por transferências comunitárias;
f) O produto de eventuais excedentes de execução do Orçamento do Estado de cada ano;
g) Outras fontes previstas por lei.
2 - A transferência para capitalização a que se refere a alínea a) do número anterior é obrigatória, exceto se a conjuntura económica do ano a que se refere ou a situação financeira do sistema previdencial justificadamente o não permitirem.

Lei n.º 151/2015, de 11 de setembro (LEO)

Artigo 21.º
Excedentes orçamentais

1 - Os excedentes da execução orçamental são usados preferencialmente na:
a) Amortização da dívida pública, enquanto se verificar o incumprimento do limite da dívida pública prevista no n.º 1 do artigo 25.º;
b) Constituição de uma reserva de estabilização, destinada a desempenhar uma função anticíclica em contextos de recessão económica, quando se verificar o cumprimento do limite referido na alínea anterior.
2 - Os excedentes anuais do sistema previdencial revertem a favor do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, nos termos da Lei de Bases do Sistema de Segurança Social.

Uma outra novidade resultante do Decreto-Lei n.º 367/2007 é a que se encontra na al. *f)* do n.º 1 do artigo 17.º: a afetação ao FEFSS de eventuais excedentes do OE. A razão de ser histórica está na previsão da LBSS de 2000, que incluía, como vimos antes, no elenco das fontes de receita do sistema previdencial (ainda que não expressamente do FEFSS), a canalização dos eventuais excedentes da execução do OE ao financiamento do OSS tendo em vista a correção do subfinanciamento do Estado em relação ao regime não contributivo por força do incumprimento da primeira LBSS (de 1984). Tal previsão não foi mantida nas leis bases ulteriores. Por sua vez, o Decreto-Lei n.º 367/2007 foi mais longe do que a LBSS que veio regulamentar, ao incluir os excedentes do OE, mas desta feita sem especificar a finalidade de correção da dívida do Estado à Segurança Social, como resultava da legislação anterior. Por outro lado, a atual LEO prevê, no n.º 1 do artigo 21.º uma outra afetação preferencial dos excedentes do OE (Caixa 3 de novo). Existe, pois, um conflito entre diplomas: uma vez que o disposto no Decreto-Lei n.º 367/2007 não resulta respaldado pela LBSS que regulamenta (ele

foi mais longe neste ponto que a Lei), na dúvida deverá prevalecer a LEO. De notar, por fim, que em 2009 o FEFSS recebeu ainda uma transferência extraordinária para amortização de dívida do Fundo dos Antigos Combatentes.[42]

3.1.3 A ampliação das fontes de financiamento do FEFSS nos anos mais recentes: a consignação de receitas fiscais

Nos últimos anos, tem-se assistido ao alargamento da base de financiamento do FEFSS, recorrendo-se a receitas fiscais consignadas. Neste sentido, o OE para 2017 veio atribuir ao FEFSS uma nova receita permanente pela afetação da receita anual do adicional ao imposto municipal sobre imóveis (AIMI), deduzido dos encargos de cobrança.[43] O OE do ano seguinte[44] trouxe mais uma novidade, consignando ao Fundo, de forma progressiva, o valor correspondente a 2 p. p. das taxas previstas no capítulo IV do Código do Imposto sobre os Rendimentos Coletivos (IRC), durante um período de quatro anos. Esta afetação de receita assume um caráter distinto face ao AIMI, sendo necessária autorização legal para assegurar a sua continuidade, situação que se verificou até 2023,[45] estando prevista a sua continuidade também em 2024.[46]

Já em 2020, a receita do novo adicional de solidariedade sobre o sector bancário foi inteiramente consignada ao FEFSS pelo artigo 9.º do Anexo VI da Lei do OE,[47] tendo sido mantida nas leis orçamentais que lhe sucederam. As receitas resultantes da aplicação do princípio da onerosidade na segurança social, [48] bem como a receita do AIMI passaram também a reforçar o FEFSS a partir do ano de 2021, apesar de a Lei do OE para esse ano ter estipulado que a receita do AIMI e do IRC fossem afetas ao OSS para assegurar o equilíbrio do sistema previdencial-repartição, sendo transferidas para o FEFSS, só numa segunda fase, precisamente

[42] A gestão do Fundo dos Antigos Combatentes foi atribuída ao IGFCSS pela Lei n.º 107-B/2003, de 31 de dezembro, regulamentada pela Portaria n.º 1307/2004, de 13 de outubro, tendo sido revogada pela Lei n.º 3/2009, de 13 de janeiro.

[43] Alteração ao n.º 2 do artigo 1.º do Código do Imposto Municipal sobre Imóveis pelo artigo 167.º da Lei n.º 42/2016, de 28 de dezembro.

[44] Artigo 232.º da Lei n.º 114/2017, de 29 de dezembro.

[45] Artigo 233.º da Lei n.º 24-D/2022, de 30 de dezembro.

[46] Artigo 241.º da Lei n.º 82/2023, de 29 de dezembro.

[47] Artigo 18.º da Lei n.º 27-A/2020, de 29 de junho. A receita é apurada pela aplicação da taxa de 0,02% ao passivo das entidades relevantes do sector bancário, com alguns ajustamentos e pela aplicação da taxa de 0,00005% ao valor nocional dos instrumentos financeiros derivados fora do balanço apurado pelos sujeitos passivos.

[48] Com a entrada em vigor do artigo n.º 148.º da Lei n.º 75-B/2020, de 31 de dezembro, todos os imóveis propriedade do IGFSS, I.P. ocupados ou a ser utilizados por outras entidades públicas sem contrato de arrendamento, passaram a estar sujeitos ao princípio da onerosidade dos imóveis do Estado, regulado pela Portaria n.º 278/2012, de 14 de setembro, até que seja celebrado o respetivo contrato de arrendamento.

pela via do saldo.[49] Tal não deixou de significar uma subversão à lógica de afetação direta de receita fiscal ao FEFSS.

Com a entrada em vigor do OE para 2022 passou a ser igualmente transferida para o FEFSS a receita do Imposto sobre os Rendimentos Singulares (IRS), correspondente ao englobamento obrigatório dos rendimentos previstos no n.º 14 do artigo 72.º do Código do IRS (rendimentos de mais-valias mobiliárias).[50]

Caixa 4 – Consignação de receita do IRC

Em 2018 a Lei do OE previu a consignação de uma parcela da receita do IRC correspondente a 2 p.p. das taxas aplicáveis no âmbito do IRC. Esta percentagem seria atingida de forma progressiva, durante um período de quatro anos nos seguintes moldes:

a) 0,5 p. p., em 2018;

b) 1 p. p., em 2019;

c) 1,5 p. p., em 2020;

d) 2 p. p., em 2021.

Em 2018, seriam transferidos para o FEFSS 50% da receita de IRC consignada nos termos daquele artigo e tendo por referência a receita de IRC orçamentada e não a receita efetivamente cobrada. Em 2019, previa-se a transferência da diferença entre o valor apurado da liquidação de IRC relativa ao ano de 2018 corresponde aos 0,5 p.p., deduzida da transferência efetuada em 2018. Nos anos de 2019 e seguintes, a transferência da receita consignada naquele artigo seria realizada seguindo o mesmo modelo usado para a receita de 2018. Nos OE seguintes (2019, 2020, 2021, 2022, 2023 e 2024) esta consignação foi mantida nos mesmos moldes, prevendo-se que a partir de 2021 a consignação fosse efetuada pela totalidade dos 2 p.p. da receita de IRC.[51] Assim, em cada ano a transferência destas verbas deveria efetuar-se pelo valor de 50% do orçamentado, sendo o remanescente transferido no ano seguinte, na sequência da liquidação final do imposto.

A figura seguinte mostra os vários momentos de afetação de receitas à capitalização da segurança social, com origem quer no sistema de segurança social, quer no OE, quer em receitas fiscais consignadas. Importa notar, contudo, que a alocação de receitas fiscais ao OSS tem sido feita, até à data, apenas com base nos recursos fiscais cobrados no continente, não se verificando nesta sede participação das regiões autónomas no seu financiamento, exceto quando se trate de receita

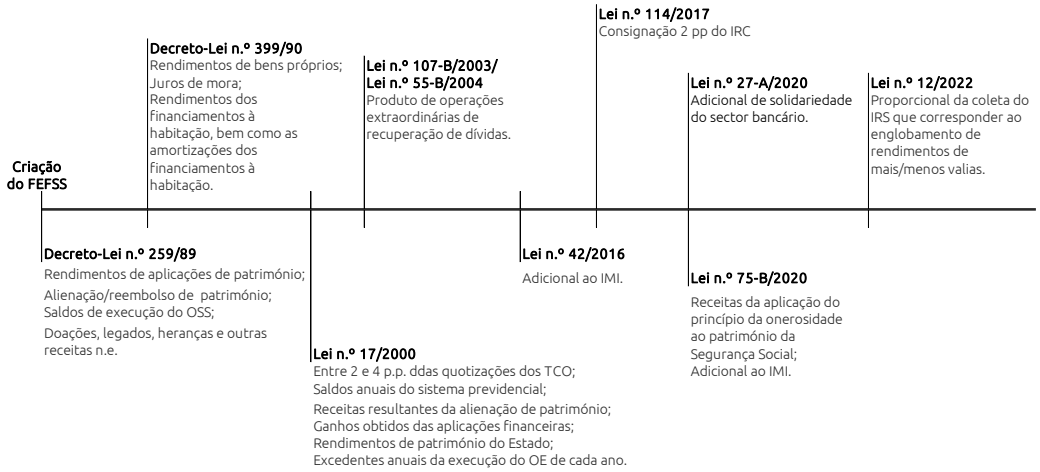
[49] Artigo 376.º da Lei n.º 75-B/2020, de 31 de dezembro.

[50] No OE/2022, a receita decorrente do englobamento obrigatório do saldo entre as mais-valias e menos-valias decorrentes de operações de compra e venda de partes sociais e de outros valores mobiliários cujo período de detenção do título seja inferior a 365 dias quando o sujeito passivo tenha um rendimento coletável, passou a ser consignada ao FEFSS. Esta receita seria apurada em sede de liquidação, durante o ano de 2023.

[51] O n.º 4 do artigo 241.º da Lei n.º 82/2023, de 29 de dezembro introduz uma novidade: a receita do FEFSS a que se refere aquele artigo passa a ter que ser aplicada em títulos representativos de dívida pública portuguesa, ou outros garantidos pelo Estado Português, não sendo contabilizada para os limites previstos no regulamento referido no n.º 3 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 203/2012, de 28 de agosto.

do Estado central como tal especificamente determinada.[52] Ora, o sistema de segurança social é um sistema nacional e único, e o FEFSS é um fundo financeiro de reserva para pagamento de pensões relativas a todos os beneficiários do território português, incluindo pensionistas insulares, não se vislumbrando, pois, qualquer razão jurídica ou técnica para que fiquem de fora do seu financiamento pela via de consignação destas várias receitas fiscais. A invocação de que as regiões têm direito ao produto das receitas fiscais nelas cobradas (cf. al. *i)* do n.º 1 do artigo 229.º da Constituição) não pode prejudicar a participação dos contribuintes insulares num fundo nacional de cuja despesa os mesmos irão também beneficiar.

Figura 2 – Evolução da afetação de receitas ao FEFSS



Fonte: Elaboração própria das autoras.

A evolução apontada vai, assim, no sentido do aprofundamento do uso de receitas fiscais no financiamento do sistema de segurança social de raiz contributiva (isto é, assente em contribuições sociais) e esse financiamento fiscal do sistema previdencial acontece justamente também na sua vertente de capitalização. Como vimos, o FEFSS é hoje já o repositório de importantes receitas fiscais de proveniência diversa (ou seja, de impostos de natureza distinta). Ainda que esta consignação possa ser justificada à luz de exigências de solidariedade nacional (artigo 8.º da atual LBSS) e de um princípio de diversificação das fontes de financiamento (artigo 88.º), a verdade é que esse '*mix*' de financiamento significa uma mitigação da natureza previdencial do sistema (não obstante o seu nome) e em particular do seu fundo financeiro de reserva. De uma forma benevolente, a afetação desta plêiade de receita fiscal poderia ser observada como uma tentativa de antecipação de financiamento para fazer face a compromissos assumidos e que se sabe são de materialização certa num futuro não distante, prevenindo assim, desde já, eventuais dificuldades de obtenção de receita fiscal. A verdade é que, como se verá a seguir, o valor transferido não tem tido grande expressão.

[52] É o caso da receita resultante do Adicional de Solidariedade sobre o Sector Bancário criado pelo Anexo IV da Lei n.º 27-A/2020, de 27 de julho.

3.2 Análise à evolução das receitas do FEFSS

Como vimos na secção anterior, na primeira década de existência do FEFSS a sua evolução financeira ficou essencialmente a dever-se às transferências do OE e, com menor expressão, aos saldos do próprio sistema de segurança social. Este período foi caraterizado também por alguma falta de clareza no financiamento do sistema de segurança social, em particular no apuramento de saldos do sistema e na falta de uma segregação dos saldos do então regime contributivo e não contributivo, este último uma responsabilidade do Estado. Esta situação terá levado a que os saldos do regime contributivo saíssem prejudicados, resultando em transferências para o FEFSS em valores inferiores ao saldo efetivamente gerado pelo mesmo regime.

Em períodos de menor crescimento económico, menor é a receita que alimenta o FEFSS. Em alguns anos, verificou-se mesmo uma ausência quase total de afetação de receita ao Fundo, atrasando a concretização do objetivo que lhe fora atribuído, à luz da interpretação dada pelo Decreto-Lei n.º 367/2007, de garantia de cobertura de dois anos de pensões. Foi o que sucedeu nos anos de 2005 e mais tarde, em 2012 e 2013, anos de crise das finanças públicas, tendo Portugal estado sujeito a um Programa de Ajustamento Económico-Financeiro neste último período (Quadro 2 infra).

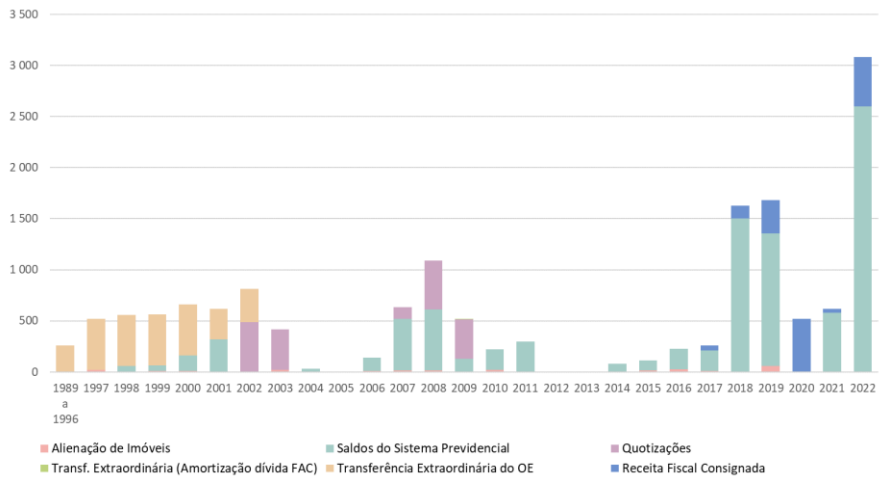
Detalhando agora pelas várias fontes de receita, verifica-se que, a partir de 1998, o FEFSS passou a beneficiar da transferência dos saldos do sistema de segurança social e, no OE para 2002,[53] surgiu, pela primeira vez, uma referência explícita à afetação ao FEFSS dos saldos anuais do subsistema previdencial, bem como a afetação de um quantitativo correspondente a dois dos onze pontos percentuais das quotizações da responsabilidade dos trabalhadores.[54] Nesse ano, as transferências do subsistema previdencial e os rendimentos obtidos da alienação de património na segurança social atingiram um pico de 510 M€, o que, em conjunto com a transferência extraordinária do OE (303 M€), representou o maior reforço anual do FEFSS até então, atingindo 812,6 M€. Um reforço anual desta ordem de grandeza só viria a repetir-se em 2008 (1091,9 M€). O ano de 2002 foi também o último ano em que o FEFSS recebeu transferências extraordinárias do OE, tendo estas sido realizadas parcialmente em espécie, através da transferência de ações da Portugal Telecom SGPS, S.A.[55]

[53] Artigo 27.º da Lei n.º 109-B/2001, de 27 de dezembro.

[54] Dando assim cumprimento à obrigação prevista no n.º 1 do artigo 83.º da Lei n.º 17/2000, de 8 de agosto.

[55] As ações da Portugal Telecom SGPS S.A. ascenderam em 2002 a 135.048.891,70€.

Gráfico 1 – Evolução das receitas afetas ao FEFSS (M€)



Fonte: IGFCSS. | Nota: Entre 1989 e 1996 não foi possível efetuar a desagregação entre saldos do sistema de segurança social e transferências extraordinárias do OE.

A transferência da receita de quotizações é efetuada ao longo do ano e à medida que vai sendo cobrada, situação distinta do que sucede com a transferência de saldos que apenas ocorre no ano seguinte ao seu apuramento. O Gráfico 1 mostra que a consignação de receita de quotizações ao FEFSS foi efetuada como é suposto, em 2002 e 2003 e entre 2007 e 2009. Desde então, esta consignação de receita não voltou a ocorrer, não obstante a carteira do FEFSS se encontrar ainda longe do objetivo de assegurar um valor equivalente a dois anos de pensões.[56]

A receita fiscal que tem vindo a ser afeta ao FEFSS desde 2017 representa menos de 1% da carga fiscal anual.[57] Até 2022, este tipo de financiamento, composto pelo *mix* de vários impostos descrito na secção anterior (receita fiscal consignada), tinha atingido um total acumulado de 1.524 M€, mostrando alguma variabilidade ao longo do período. Em 2020, esta foi praticamente a única fonte de reforço do fundo. Dos vários impostos canalizados para o FEFSS, foi do IRC que proveio a maior receita, atingindo esta, em quatro anos, os 748 M€. Já em 2021 (no decurso da grave crise provocada pela pandemia da COVID-19) apenas a receita relativa ao adicional de solidariedade do sector bancário foi transferida para o FEFSS, e no valor pouco expressivo de 33,9 M€.[58]

[56] O valor do FEFSS ascendia em 31.12.2022, último ano para o qual existem valores publicados, a 22.991.771,34€, correspondendo a cerca de 144,3% do gasto anual com pensões (17,31 meses de pensões do sistema previdencial).

[57] No total da carga fiscal (receita fiscal e contribuições sociais efetivas) as receitas consignadas ao FEFSS representaram 0,1% m 2017, 0,2% em 2018, 0,4% em 2019, 0,7% em 2020, 0,0% em 2021 e 0,6% em 2022.

[58] Na verdade, a Lei do Orçamento do Estado para o ano de 2021, Lei n.º 75-B/2000, de 31 de dezembro, estipulou, no artigo 376.º, que em 2021 as receitas de IRC e adicional ao IMI, que deveriam ser consignadas ao FEFSS, seriam a título extraordinário, receita do Orçamento da Segurança Social (OSS), de forma a assegurar, nesse ano ainda de crise pandémica, o equilíbrio do sistema previdencial repartição.

Quadro 2 – Dotações atribuídas ao FEFSS (M€)

Ano	Alienação de Imóveis	Saldos do Sistema Previdencial	Quotizações	Transf. Extraordinária (Amortização dívida FAC)	Transferência Extraordinária do OE	AIMI	IRC Consignado	Adicional de Solidariedade do Setor Bancário	Total
1989 a 1996	0	0	0	0	259	0	0	0	**259**
1997	20	0	0	0	499	0	0	0	**519**
1998	3	55	0	0	499	0	0	0	**557**
1999	11	55	0	0	499	0	0	0	**565**
2000	9	151	0	0	499	0	0	0	**659**
2001	5	313	0	0	299	0	0	0	**617**
2002	5	0	483	0	325	0	0	0	**813**
2003	23	0	393	0	0	0	0	0	**415**
2004	0	30	0	0	0	0	0	0	**30**
2005	0	6	0	0	0	0	0	0	**6**
2006	10	131	0	0	0	0	0	0	**141**
2007	16	503	115	0	0	0	0	0	**634**
2008	14	601	477	0	0	0	0	0	**1 092**
2009	4	124	385	3	0	0	0	0	**516**
2010	23	200	0	0	0	0	0	0	**223**
2011	4	293	0	0	0	0	0	0	**297**
2012	3	0	0	0	0	0	0	0	**3**
2013	3	0	0	0	0	0	0	0	**3**
2014	7	73	0	0	0	0	0	0	**80**
2015	16	100	0	0	0	0	0	0	**116**
2016	27	200	0	0	0	0	0	0	**227**
2017	10	200	0	0	0	50	0	0	**260**
2018	5	1 500	0	0	0	50	70	0	**1 625**
2019	58	1 300	0	0	0	123	199	0	**1 680**
2020	0	0	0	0	0	304	182	33	**519**
2021	1	581	0	0	0	0	0	34	**616**
2022	1	2 601	0	0	0	148	297	34	**3 081**
Total	**277**	**9 016**	**1 853**	**3**	**2 879**	**675**	**748**	**101**	**15 552**

Fonte: IGFCSS. | Nota: Entre 1989 e 1996 não foi possível efetuar a desagregação entre saldos do sistema de segurança social e transferências extraordinárias do OE.

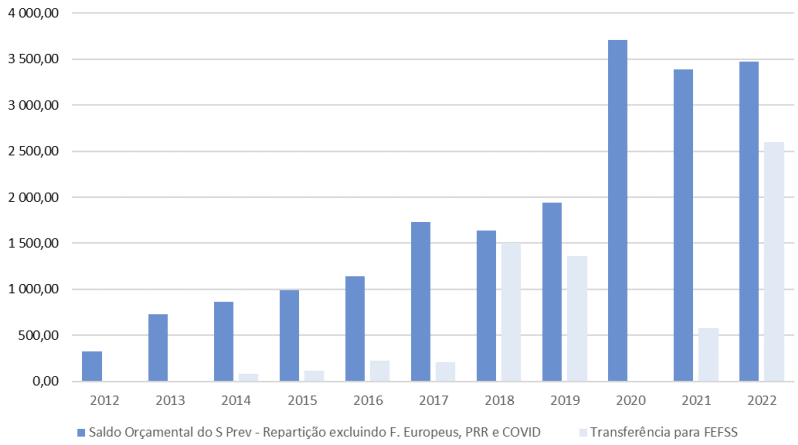
A transferência de saldos do sistema previdencial foi, ao longo do tempo, a componente que mais contribuiu para a evolução do FEFSS, tendo atingido 9016 M€ até ao final de 2022. As transferências de maior valor ocorreram em 2018, 2019 e 2022, representando cerca de 55% do valor global de saldos transferidos, com especial enfoque em 2022, ano em que foi efetuada a maior transferência de sempre. Importa notar, porém, que estes saldos incluem a receita de quotizações, que se encontra consignada ao FEFSS, a qual não fora transferida para o FEFSS como era suposto, ou seja, no ano em que havia sido cobrada.

As contas da segurança social por subsistema revelam que a transferência de saldos do sistema previdencial-repartição vem apresentando um desfasamento temporal entre o momento em que os saldos são efetivamente gerados e o ano da sua transferência para capitalização. O Gráfico 2 mostra a evolução dos saldos gerados em cada ano bem como os saldos transferidos para capitalização nesse mesmo ano. É possível concluir que em 2018 a transferência efetuada para o FEFSS resultou de saldos acumulados nos anos anteriores, beneficiando das transferências extraordinárias do OE para assegurar a cobertura dos défices gerados durante o período do Programa de Ajustamento Económico Financeiro.[59] Com efeito, apesar de o sistema previdencial repartição ter gerado saldos entre 2012 e 2017, as transferências destes para capitalização foram residuais. Em 2022,

[59] Entre 2010 e 2017 foram efetuadas as seguintes transferências do OE para cobertura do défice do sistema previdencial repartição: 856,6 M€ em 2012, 1430 M€ em 2013, 1329 M€, 894 M€ em 2015, 649,6 em 2016 e 429,6 M€ em 2017.

a transferência efetuada a favor do FEFSS resulta igualmente da acumulação de saldos de anos anteriores e inclui as receitas consignadas referentes ao AIMI e ao IRC, que em 2021 foram excecionalmente retidas no sistema previdencial-repartição.[60]

Gráfico 2 – Saldo orçamental do Sistema previdencial-repartição e valores transferidos para capitalização por ano (M€)



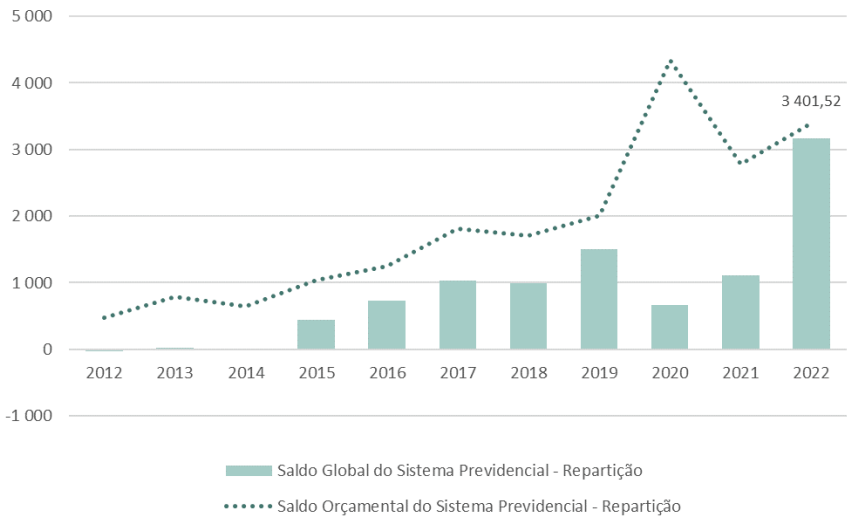
Fonte: Conta da Segurança Social. | Nota: O saldo do sistema previdencial-repartição exclui as receitas e despesas associadas às ações de formação profissional financiadas pelo Fundo Social Europeu (FSE) e respetiva contrapartida pública nacional e o impacto das medidas associadas à COVID e respetivo financiamento; PRR – Plano de Recuperação e Resiliência.

As transferências efetuadas para o FEFSS refletem o saldo apurado no final do ano anterior, o qual inclui o saldo gerado nesse ano e pode incluir também os saldos transitados de anos anteriores que não tenham sido ainda transferidos. No apuramento desse saldo são excluídas as receitas especificamente consignadas a certos fins (e.g. fundos europeus, PRR). A Caixa 5 mostra uma decomposição dos saldos do sistema previdencial-repartição, por origem, e o seu contributo para o saldo final apurado em cada ano.

O saldo global ajustado é o saldo expurgado das operações associadas ao Fundo Social Europeu e respetiva contrapartida pública nacional, do financiamento do Plano de Recuperação e Resiliência, dos saldos de anos anteriores, dos saldos de outros subsistemas e das operações com ativos e passivos financeiros. Este saldo constitui uma aproximação ao saldo anual 'real' do sistema previdencial-repartição. O gráfico seguinte mostra que, nos últimos 10 anos, só não ocorreu um excedente no regime contributivo em 2012 e 2014. Em 2020, em plena crise pandémica, o diferencial verificado entre o saldo final apurado no sistema previdencial-repartição e o saldo global ajustado ficou a dever-se, essencialmente, à transição de saldos de anos anteriores e às transferências do OE para financiamento de medidas COVID (ver Caixa 5).

[60] A receita consignada do IRC e do AIMI transferida para o sistema previdencial repartição ascendeu a 466 M€ em 2021, correspondendo a uma parte dos 2.777 M€ de saldo apurado em 2022.

Gráfico 3 – Diferentes saldos do Sistema previdencial-repartição (M€)



Fonte: Conta da Segurança Social.

Caixa 5 – Decomposição dos saldos em contabilidade pública do sistema previdencial-repartição

As contas anuais do Sistema de Segurança Social são apresentadas em contabilidade pública, seguindo os normativos em vigor para a administração pública. Em contabilidade pública é possível apurar vários tipos de saldos, dependendo do tipo de informação utilizada e da análise que se pretende fazer. Os saldos apurados em contabilidade orçamental fornecem uma visão sobre o valor das disponibilidades em caixa, acumuladas em cada momento. Corresponde assim, à diferença entre a totalidade da receita disponível, independentemente do momento em que foi cobrada e a totalidade das despesas pagas no exercício orçamental em análise. O saldo global fornece uma leitura distinta, mais delimitada aos resultados gerados no período em concreto que se pretende analisar. Este saldo resulta do diferencial entre as receitas cobradas no período (receita efetiva) e as despesas efetuadas no mesmo exercício orçamental (despesa efetiva). Estes dois conceitos fornecem perspetivas e têm utilidades diferentes. O saldo global permite avaliar a capacidade de a receita anual fazer face à despesa anual do sistema previdencial-repartição. O saldo orçamental permite observar os excedentes de tesouraria do sistema e a forma como vão sendo utilizados ao longo do tempo.

No sistema previdencial-repartição a grande diferença entre estes saldos advém do facto de se considerar no saldo orçamental todos os recursos disponíveis no sistema, incluindo aqui a receita de saldos e de ativos financeiros que ainda não tenham sido transferidos para o sistema previdencial capitalização. Este conceito de saldo afigura-se mais adequado para analisar os excedentes que o sistema gera e que se encontram em situação de poderem ser transferidos para o FEFSS. O segundo conceito, o saldo global, é o indicador utilizado para monitorizar a evolução das finanças públicas, mais próximo do saldo em contas nacionais.

No âmbito do sistema previdencial-repartição, para que estes saldos forneçam informação sobre a situação real do sistema, importara ajustá-los dos efeitos de receitas e despesas extemporâneas que são consideradas no seu cálculo, na medida em que sendo embora receitas e despesas públicas, não se enquadram verdadeiramente nas receitas e despesas dos regimes do sistema

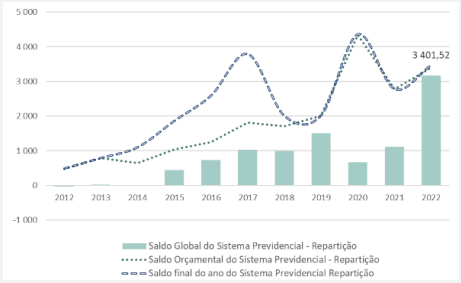
previdencial-repartição, conforme decorre da LBSS. Do ponto de vista orçamental, o sistema previdencial-repartição tem vindo a funcionar, ao longo do tempo, e por razões diversas, como "repositório" de receitas e despesas estranhas aos regimes contributivos. Esta realidade contribui para alguma opacidade no apuramento da situação financeira do sistema, contribuindo para tornar menos clara a sua capacidade de financiamento. Estes saldos devem ser isolados sempre que estejam consignados, não relevando assim para a determinação dos saldos a transferir para o sistema previdencial capitalização, ou seja, para reforço do FEFSS. Alguns exemplos destas receitas e despesas abrangem os fundos europeus e a respetiva contrapartida pública nacional, as compensações decorrentes do Código do Trabalho.[61] Alguns desfasamentos temporais entre a execução das medidas de proteção no âmbito da pandemia por COVID e o respetivo financiamento por transferências do OE, tiveram também, impacto sobre os saldos apurados em cada ano.

Os gráficos seguintes evidenciam a magnitude da diferença entre os dois saldos acima referidos, bem como o impacto de algumas das componentes sobre a evolução destes saldos. Uma comparação entre os saldos orçamentais apurados entre 2012 e 2022 e os saldos finais apurados no mesmo sistema mostra que até 2019 o sistema previdencial-repartição manteve uma reserva de tesouraria que não foi objeto de integração para financiamento do sistema (ver painel A). Os saldos integrados anualmente no sistema contemplam uma parcela importante referente ao FSE de vários quadros comunitários e à respetiva contrapartida pública nacional (ver painel B).

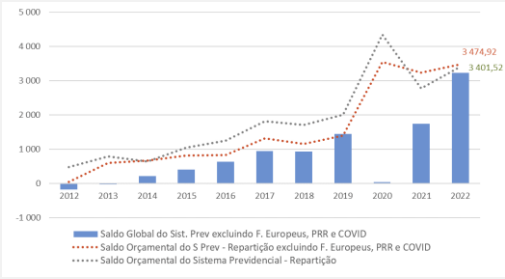
Desde 2018 que os saldos finais do sistema incorporam uma componente de saldos de anos anteriores significativa, os quais nem sempre deram origem a transferências para o FEFSS de igual magnitude (ver painéis C e D). Em 2020, o saldo orçamental apurado revela uma forte contribuição de saldos gerados em anos anteriores, receita de ativos financeiros e transferências do sistema de proteção social de cidadania. As transferências realizadas no âmbito das medidas de mitigação dos efeitos da COVID-19 terão contribuído igualmente para gerar um saldo positivo naquele ano e um efeito simétrico no ano seguinte.

Gráfico 4 – Saldos do sistema previdencial-repartição (M€)

A. Saldo final, orçamental e global

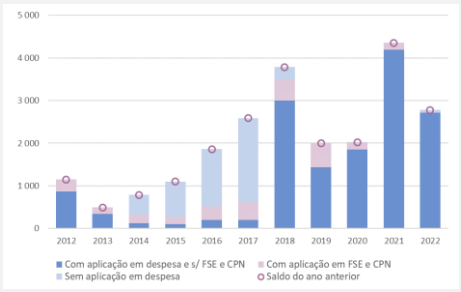


B. Saldos expurgados de fundos comunitários e impacto COVID

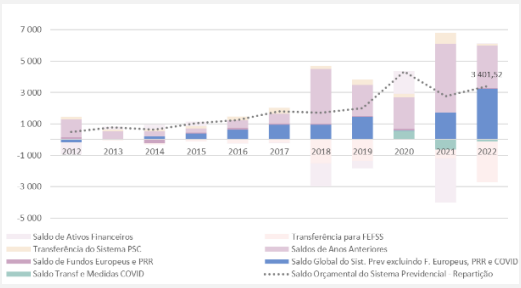


[61] São exemplos o Fundo de Garantia Salarial, as retribuições intercalares (artigo n.º 98-N do Código do Trabalho), a indemnização compensatória por salários em atraso, a compensação por cessação de contrato ao abrigo do Decreto-Lei n.º 295/2009 e o *lay-off*.

C. Utilização de saldos



D. Decomposição do saldo orçamental

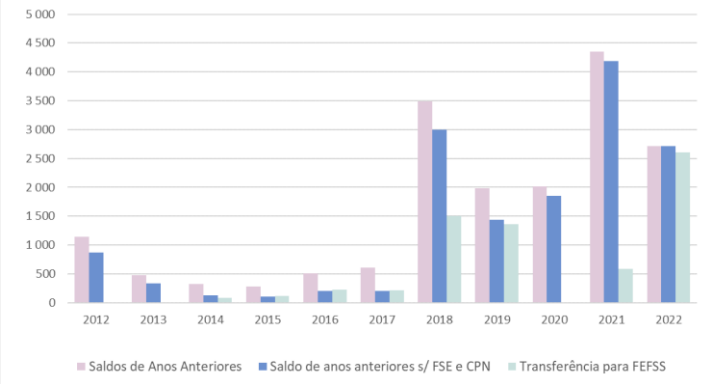


Fonte: Cálculos das autoras; Conta da Segurança Social. | Notas: PSC- Proteção Social de Cidadania; PRR – Plano de Recuperação e Resiliência; CPN – Contrapartida pública nacional; FSE – Fundo Social Europeu.

Os saldos anualmente integrados no sistema previdencial-repartição que, como vimos, nem sempre contemplam a totalidade dos saldos existentes no sistema, incluem o saldo gerado no ano anterior, a transferir para o FEFSS. O gráfico seguinte mostra a evolução das transferências efetuadas para capitalização desde 2012 com os saldos integrados em cada ano.

Os diferentes saldos aqui apresentados ilustram a importância da sua identificação nas contas da segurança social, por forma a isolar os saldos da componente de proteção social do sistema previdencial-repartição e melhor aferir os saldos a transferir anualmente para gestão em regime de capitalização, no âmbito do FEFSS.

Gráfico 5 – Saldos integrados no sistema previdencial-repartição e transferências para o FEFSS



Fonte: Cálculos das autoras; Conta da Segurança Social. | Notas: PSC- proteção social de cidadania; PRR – Plano de Recuperação e Resiliência.

4 Situação patrimonial do FEFSS e o seu contributo para a sustentabilidade da segurança social

4.1 A composição da carteira do FEFSS

A composição da carteira do FEFSS depende da política de investimentos adotada em cada momento na sua gestão, tendo em conta a finalidade do fundo, a qual não pode estar dissociada da duração esperada dos compromissos que visa financiar. Uma política de investimentos pré-definida funciona como um quadro de ação que orienta as decisões do órgão de gestão quanto aos investimentos a efetuar, respeitando princípios básicos de investimento no que diz respeito à rentabilidade, liquidez e segurança (ver Caixa 6). Neste âmbito, o FEFSS é apoiado por órgãos consultivos, o Comité de Investimentos (interno) e o Conselho Consultivo (externo).

Caixa 6 – Princípios básicos de investimento de reservas da segurança social

A Organização Internacional do Trabalho (OIT) sistematiza quatro princípios básicos que considera que devem orientar o investimento dos fundos de reserva dos sistemas de segurança social, refletindo a importância dos regimes de proteção social no contexto da economia nacional: segurança, rendibilidade, liquidez e a utilidade social e económica.

A segurança nos investimentos traduz-se na garantia de que existem mecanismos que visam garantir a recuperação do valor nominal e real do capital investido, bem como a sua rentabilidade real. Para tal, os investimentos devem ser sujeitos a regras de prudência e controlo rigoroso, evitando exposições excessivas a investimentos de risco, nomeadamente ao risco de insolvência de empresas privadas.

O princípio da rentabilidade deve orientar a escolha entre ativos comparáveis procurando um compromisso equilibrado entre risco e retorno, em função do grau de segurança pretendido, do horizonte temporal dos investimentos e da abordagem ao risco, os quais, nos sistemas de segurança social, são, em regra, conservadores. Minimizar o risco implica atender a vários tipos de riscos, nomeadamente riscos macroeconómico, político, ambiental, de mercado, de crédito, operacional, da taxa de juro, de liquidez, cambial, etc.

A liquidez de um fundo depende da sua finalidade e das perspetivas quanto à necessidade da sua utilização. Reservas de contingência exigem uma maior liquidez implicando um investimento em ativos facilmente convertíveis em dinheiro. Na gestão da liquidez de um fundo importa ter presente que a liquidez dos ativos depende fortemente do mercado dessa tipologia de ativos.

O princípio da utilidade social e económica acresce aos demais princípios básicos de investimento caso se pretenda que a política de investimento de um fundo nacional tenha um papel adicional no desenvolvimento económico e social do país. Nesta perspetiva os fundos de reserva podem ser investidos por forma a contribuir para a criação de emprego e para a melhoria dos meios de produção, contribuindo por esta via para aumentar o potencial de crescimento económico e o nível de produtividade, com efeitos positivos para a sobrevivência do sistema de segurança social. Neste caso, a utilização de reservas públicas em investimentos apenas deve ocorrer quando estiver em causa o financiamento de infraestruturas, devendo garantir-se sempre o alargamento da base tributária assegurando um retorno adequado do investimento.

A estrutura da carteira do FEFSS tem obedecido a limites por tipo de ativo e a exigências mínimas quanto ao risco das contrapartes do fundo, as quais se encontram definidas em regulamento próprio, como iremos ver. Estas regras foram sofrendo diversas atualizações, refletindo ajustamentos da política de investimentos às necessidades e à função desempenhada pelo FEFSS ao longo do tempo. Apesar da natureza inicialmente dúbia do FEFSS, oscilando entre um fundo para suprir necessidades estruturais ou uma reserva transitória, nas últimas décadas a política de investimentos tem vindo a assumir uma orientação de longo prazo.

Quando o FEFSS foi constituído em 1989 previa-se que o mesmo pudesse investir em:

a) Títulos de dívida pública ou outros títulos garantidos pelo Estado;
b) Obrigações, títulos de participação ou outros títulos negociáveis de dívida, incluindo as obrigações de caixa;
c) Ações de sociedades cotadas nas bolsas de valores;
d) Unidades de participação em fundos de investimento mobiliários ou imobiliários;
e) Imóveis não destinados a utilização própria do Fundo;
f) Depósitos à ordem ou a prazo;
g) Créditos concedidos para habitação, a título intercalar, no âmbito das contas poupança-habitação.

A partir de 1990 o FEFSS passou a poder integrar outros instrumentos, remetendo-se para portaria conjunta dos Ministros das Finanças e do Emprego e da Segurança Social a definição das regras delimitando a composição desses instrumentos. O Decreto-Lei n.º 399/90, de 13 de dezembro e a Portaria n.º 362/99, de 19 de maio, vieram, efetivamente, definir limites mínimos e máximos para as categorias de ativos que compunham a carteira do Fundo, com vista a assegurar uma gestão prudente e flexível do seu património. Posteriormente, as Portarias n.º 375/2000, de 26 de junho, n.º 1557-B/2002, de 30 de dezembro, e n.º 1273/2004, de 7 de outubro, também vieram introduzir alterações à composição da carteira, aprovando não apenas a sua estrutura, mas também o próprio regulamento de gestão do FEFSS a cargo, como vimos antes, do IGFCSS. O Quadro 3 sistematiza a evolução das regras de composição do FEFSS.

Quadro 3 – Evolução da composição regulamentar do FEFSS

	Portaria													
	741/91		362/99		375/2000		1557-B/2002		1273/2004		216-A/2013		24/2018	
	Mín	Máx	Mín	Máx	Mín	Máx	Mín	Máx	Mín	Máx	Mín	Máx	Mín	Máx
Títulos de dívida pública Portuguesa	40%	-	50%	-	50%[1]	-	50%[1]	-	50%[1]	-	-	90%	50%[1]	-
Obrigações, títulos de participação ou outros títulos negociáveis de dívida	-	50%	-	50%[2]	-	50%[4]	-	50%[4]	-	50%[6]	-	50%[4]	-	40%[9]
Ações de sociedades cotadas nas bolsas de valores	-	10%	-	10%[3]	-	10%[3]	-	20%[3]	-	25%[7]	-	25%[3]	-	25%[3]
Unidades de participação em fundos de investimento mobiliário ou imobiliário	-	20%	-	20%	-	20%	-	20%	-	10%	-	20%	-	20%
Imóveis	-	30%	-	30%	-	30%	-	30%	-	10%[8]	-	10%	-	10%
Créditos concedidos para habitação a título intercalar no quadro das contas poupança habitação e em outras ações de financiamento aprovadas pelo MF e MESS	-	20%	-	20%										
Reserva estratégica [5]							-	5%	-	5%	-	5%	-	5%
Exposição não coberta a moeda estrangeira na UE ou OCDE									-	15%	-	15%	-	15%

Notas: (1) Ou outros títulos garantidos pelo Estado Português. (2) Inclui obrigações de outros Estados ou garantidos por Estados, emissões de papel comercial e obrigações de caixa. (3) Inclui *warrants*, obrigações convertíveis em ações cotadas em bolsa de valores ou outros mercados regulamentados de Estados Membros da OCDE. Com rating igual ou superior a BBB/Baa2 ou na falta deste desde que cumpram regras prudenciais exigidas pela entidade supervisora.[62] (4) Obrigações não garantidas pelo Estado Português. Inclui ações preferenciais. (5) Participações de longo prazo no capital de sociedades que representam interesses estratégicos do Estado. (6) Dívida privada com rating não inferior a BBB-/Baa3 ou equivalente. Inclui unidades de participação em instrumentos de investimento coletivo que restrinjam investimentos a dívida com notação de risco *investment grade*. (7) Inclui títulos de participação, unidades de participação em instrumentos de investimento coletivo, obrigações convertíveis ou equivalente de sociedades anónimas negociáveis em mercados regulamentados da UE ou OCDE. (8) Inclui unidades de participação em instrumentos de investimento coletivo ou outros veículos financeiros de investimento imobiliário. (9) Exclui depósitos e desde que o rating dos emitentes não seja inferior a BBB-/Baa3 ou equivalente (*investment grade).*

Com vista a promover uma adequada diversificação da carteira de ativos, as sucessivas portarias foram também introduzindo limites máximos para a aplicação de valores emitidos por uma entidade ou para operações realizadas com a mesma contraparte, não podendo ultrapassar 20% do respetivo capital próprio, nem 10% do ativo do FEFSS. Este último limite foi reduzido para 5% em 2004.[63] Em 2018 foi introduzida uma exceção que permite que, no caso de investimentos em fundos imobiliários, as operações com a mesma contraparte possam atingir um limite de 30% dos capitais próprios.

Desde 1999 que ao FEFSS é permitida a utilização de instrumentos financeiros derivados[64] para a cobertura de riscos das situações previstas na lei, na medida em que contribuam para uma gestão eficaz da carteira. Com a entrada na União Económica e Monetária, o regulamento de gestão do FEFSS sofreu uma alteração interessante. Para além de ter passado a incluir a possibilidade de investir em ativos denominados em euros, determinou-se também a necessidade do FEFSS atender, na sua política de gestão, aos objetivos de política macroeconómica e financeira do Estado Português, nomeadamente os referentes ao financiamento

[62] Em 2012, a exigência de rating não inferior a BBB/Baa3 foi suspensa no sistema bancário português, por via da Portaria n.º 118/2012, de 30 de abril.

[63] A Portaria n.º 1273/2004 refere que, na salvaguarda do critério de diversificação, a aplicação de valores em títulos emitidos por uma entidade ou as operações realizadas com uma mesma contraparte não pode ultrapassar 20% dos respetivos capitais próprios nem 5% do ativo do FEFSS.

[64] Nomeadamente Swaps, *Forward Rate Agreements* e Futuros.

através de dívida pública.[65] Estava estabelecido o enquadramento para um reforço do investimento em títulos de dívida pública por parte do FEFSS.

A partir de 2002, o FEFSS adquire uma nova classe de ativos, passando a aplicar reservas em ativos de longo prazo de índole mais estratégica, assegurando também, por esta via, participações que o legislador entendia então que pudessem representar interesses estratégicos do Estado Português ou uma vertente complementar de investimento para a carteira, com um perfil temporal mais longo associado a um prémio de rentabilidade superior.[66] Note-se que esta abordagem, de priorizar investimentos considerados estratégicos e com carteiras de perfil temporal longo, é característica, como vimos anteriormente, de fundos soberanos e em especial dos fundos de investimento estratégico. Esta alteração justificou uma nova revisão à portaria que determinava a composição do ativo do FEFSS, [67] passando a incluir as regras aplicáveis à constituição de reservas estratégicas, que podia representar até 5% da carteira do FEFSS (ver Quadro 3).

Em 2004, para viabilizar o aprofundamento da diversificação da carteira no FEFSS, num contexto em que o mercado de investimento preferencial do fundo passou a estar valorizado em euros, as possibilidades de investimento foram alargadas para ativos também denominados em qualquer moeda com curso legal quer na União Europeia quer na OCDE, sendo a cobertura de risco alargada ao risco cambial. Nesse ano, a carteira sofreu ainda ajustamentos relevantes, por força da aprovação de uma nova LBSS no final de 2002 (Lei n.º 32/2002), levando à reorientação da política de investimentos para um prazo mais longo, para melhor corresponder às novas finalidades que lhe foram atribuídas. A gestão da carteira do FEFSS passou então a ser direcionada por forma a garantir uma maior rentabilidade, assumindo-se que o "FEFSS acrescenta valor ao Orçamento do Estado se a respetiva rentabilidade de Longo Prazo for superior ao custo da dívida pública portuguesa", ou seja, que a sua rentabilidade deverá superar a "sua utilização alternativa na amortização de uma carteira de dívida pública portuguesa".[68] Pretendia-se obter uma rentabilidade superior à proporcionada por uma carteira de dívida pública portuguesa representada pelo índice EFFAS Portugal,[69] designado por *funding ratio*. Este indicador permite comparar a rentabilidade do FEFSS com a que seria obtida se fosse investida, na sua totalidade, em dívida garantida pelo Estado

[65] Artigo 7.º da Portaria nº 362/99, de 19 de maio.

[66] Relatório e Contas do IGFCSS, 2004.

[67] Portaria n.º 1557-B/2002, de 30 de dezembro.

[68] Ver Relatório de Atividades e Contas IGFCSS, IP 2006 e Relatório e Contas do FEFSS, IP 2009. O Relatório de Atividades e Contas IGFCSS, IP 2006 refere ainda que "caso a rentabilidade seja inferior será preferível utilizar os recursos do Fundo para amortizar a dívida e emiti-la quando for necessário equilibrar o sistema de segurança social".

[69] Face às condições de liquidez no mercado secundário de dívida pública portuguesa, a utilização do modelo de gestão estratégica indexada ao EFFAS terá sido suspensa em 30.06.2011.

Português (o que na prática pode ser equiparado à utilização do FEFSS para financiar despesa do Estado, ao invés deste recorrer a endividamento).

Em 2013, durante o período de assistência financeira determinado pela crise das dívidas soberanas, assiste-se à substituição dos ativos de outros estados da OCDE pela aquisição de dívida pública portuguesa, tendo a Portaria n.º 216-A/2013, de 2 de julho, autorizado esta substituição até ao limite máximo de 90% da carteira de ativos do FEFSS (Quadro 3). Tratava-se então de preparar o regresso ao mercado de dívida pública (também antecipado pelo Despacho do Ministro das Finanças n.º 9124/2013, de 12 de julho, que triplicou o limite máximo do valor de obrigações de Tesouro a emitir), induzindo maior procura por títulos de dívida da República portuguesa e assim permitindo recuperar a sua condição de ativos seguros.[70] Em 2014, 100% da carteira de rendimento fixo do FEFSS passou a ser constituída por títulos de dívida pública portuguesa, correspondendo a 75,05% da carteira do FEFSS (ainda estava em 75,51% em 2016, tendo descido para 67% a partir de 2018). Em 2023, a lei do OE veio afastar de novo os limites consagrados na Portaria n.º 1273/2004, determinando a obrigação legal de aplicar os excedentes do orçamento da segurança social em títulos representativos de dívida pública portuguesa, subscritos pelo FEFSS.[71] Para 2024, a proposta do OE prevê uma disposição com a mesma natureza, impondo restrições relativamente à aplicação das receitas do IRC consignadas ao FEFSS.[72]

No primeiro Balanço Analítico do IGFCSS, referente a 31 de dezembro de 2001, surgem duas contas no 'Património Adquirido', denominadas de 'reserva especial de capitalização' e 'reserva legal' (um total aproximado de 103 M€), constituídas ao abrigo do disposto no artigo 11.º do Decreto-Lei n.º 399/90. Nos termos do n.º 2 deste artigo, a reserva especial de capitalização será definida por despacho dos Ministros das Finanças e do Emprego e da Segurança Social, despacho a que não foi possível aceder por se não encontrar publicado. Ficam por esclarecer os

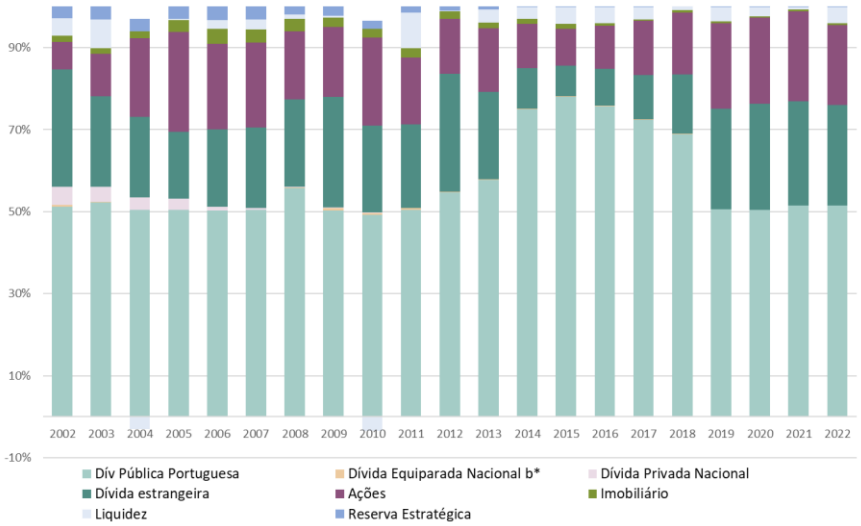
[70] Sobre esta questão veja-se o artigo publicado no jornal Eco.

[71] O artigo 91.º da Lei n.º 24-D/2022, de 30 de dezembro, refere que: «Os saldos de gerência resultantes de verbas com origem no Orçamento do Estado para as medidas excecionais e temporárias em virtude da doença COVID-19 recebidas diretamente ou transferidas através do orçamento da segurança social são aplicados em títulos representativos de dívida pública portuguesa subscritos pelo Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), sendo excluídos para efeitos do apuramento dos limites previstos no n.º 3 do artigo 4.º da Portaria n.º 1273/2004, de 7 de outubro.» Os saldos em causa resultaram do desfasamento temporal das transferências do Orçamento do Estado entre 2021 e 2022, conduzindo a um excedente significativo no orçamento da segurança social em 2022, naquela fonte de financiamento.

[72] O artigo 241.º da lei do OE aprovada para 2024 determina que a receita de IRC consignada ao FEFSS seja «aplicada em títulos representativos de dívida pública portuguesa, ou outros garantidos pelo Estado Português, não sendo contabilizada para os limites previstos no regulamento referido no n.º 3 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 203/2012, de 28 de agosto.»

detalhes quanto aos critérios subjacentes à 'alimentação' destas reservas e suas finalidades.[73]

Gráfico 6 – Evolução do peso de cada classe de ativos na carteira (%)



Fonte: IGFCSS. | Notas: O peso da classe de ações inclui o valor nocional dos futuros e valias potenciais de *forwards*. (*) As emissões de dívida garantida, mas não emitida, pelas administrações públicas, fazem parte do grupo Dívida Pública Nacional.

O Gráfico 6 mostra a evolução da composição efetiva da carteira do FEFSS, desde 2002, primeiro ano para o qual foi disponibilizada informação detalhada. A classe de títulos de dívida pública portuguesa assume preponderância ao longo de todo o horizonte temporal, registando um aumento significativo a partir de 2014 e até 2018, ao abrigo da alteração introduzida pela referida Portaria n.º 216-A/2013, sem, no entanto, se ter atingido o limite de 90%. A partir de 2019 a dívida pública estrangeira voltou a ganhar expressão, superando os níveis verificados antes de 2014. O mesmo sucedeu com a componente de ações. No final de 2022, a dívida pública portuguesa representava 51,5% da carteira, a dívida estrangeira 24,5%, correspondendo estas duas parcelas a cerca de 3/4da carteira. As ações representavam 19,5%, o investimento em ativos imobiliários representava 0,5% e a liquidez 4%. Esta distribuição de recursos cumpria àquela data os limites mínimo e máximo definidos regulamentarmente para a carteira do FEFSS.

[73] Consultados os relatórios de gestão do IGFCSS/FEFSS, aquelas duas reservas, que integravam a rúbrica de reservas no balanço em 31.12.2000, passaram a fazer parte do capital do Fundo, integrando a rúbrica de 'Património Acrescentado' a 31.12.2001, onde se mantêm, com o valor inalterado (reserva legal = 9.765.068,07€ e reserva especial = 93.258.682,35€) até aos dias de hoje.

4.2 A Reserva Estratégica do FEFSS

A reserva estratégica do FEFSS[74] foi constituída em 2002 pelo Despacho n.º 20- I/SESS/2002, de 30 de dezembro, justificando uma alteração ao regulamento de gestão do FEFSS para instituir uma nova classe de ativos de perfil temporal mais longo, a que antes nos referimos.[75] Os investimentos no âmbito desta reserva têm a particularidade de dependerem de decisões discricionárias do Governo (e não tanto do órgão de gestão), desde logo a sua alocação inicial. Assim, no final de 2002 esta reserva era composta por ações "Portugal Telecom, SGPS, SA" representando 2,87% da carteira do FEFSS. Em 2005, para além destas, o FEFSS adquiriu ações da Finpro e Fundo NovEnergia, tendo esta última participação sido liquidada em 2010. Em 2006 e 2007, esta carteira foi reforçada com ações da Transurban Group e em 2007 com ações da PT Multimédia.[76] Em 2007, a carteira de investimento atingiu o seu valor máximo de 239,1M€ (Gráfico 7). Nos anos subsequentes, assistiu-se à redução gradual da referida carteira. A crise financeira tornara patente a natureza de alto risco dos ativos adquiridos, o que viria a ser confirmado nos anos seguintes (ver Caixa 7). Assim, em 2013, foram alienadas, com perdas, as ações da Zon Multimédia e, em 2015, uma parte significativa das ações da Pharol,[77] tornando zero o valor da Finpro. A reserva estratégica foi, de resto, reduzida a zero euros, em 2018, com a venda das ações da Pharol, SGPS SA. Em 2019, o FEFSS adquire uma participação no Fundo Nacional de Reabilitação do Edificado (FNRE), ao abrigo do artigo 124.º da Lei n.º 71/2018, de 31 de dezembro. Neste âmbito, foram adquiridas unidades de participação dos subfundos deste Fundo, geridos pela Fundiestamo – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA.[78] No final de 2022, a reserva estratégica mantinha a carteira de 2019 com o valor (inexpressivo) de 7,3 M€.

Do ponto de vista da rentabilidade da carteira do FEFSS, os investimentos efetuados no âmbito da reserva estratégica não trouxeram, até à data, ganhos relevantes para o sistema da segurança social. Pelo contrário: ao longo dos últimos 20 anos, a gestão do fundo tem vindo a reduzir esta reserva, por vezes com menos-valias assinaláveis, como sucedeu com a venda das ações da PT (Zon) Multimédia ou da Finpro, empresa que entrou em processo de insolvência. Retrospetivamente, pode verificar-se que, no plano da composição da carteira, as opções não se revelaram acertadas. As razões subjacentes à aquisição das ações

[74] Não confundir com as duas reservas referidas na secção anterior.

[75] Como fundamentação para a sua constituição o Relatório do Tribunal de Contas ao IGFCSS em 2010 refere que o Conselho Diretivo deste organismo aceitou a constituição da Reserva Estratégica, por considerar que a realização da dotação em espécie seria preferível a não receber os montantes devidos em atraso.

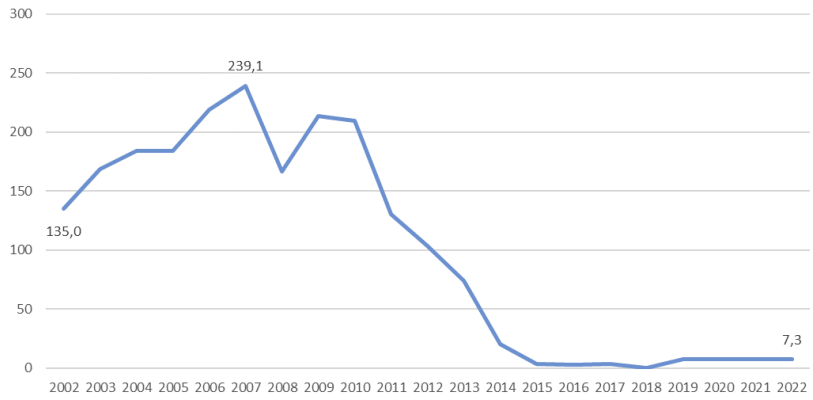
[76] Que passou a Zon Multimédia em 2008.

[77] Em 29 de maio de 2015 a denominação da PT Telecom passou para Pharol, SGPS SA por deliberação dos acionistas.

[78] Imomadalena, Imoaveiro e Imoresidências.

em causa também não foram claras. Não se compreende, desde logo, por que razão o decisor político considerou estes ativos, num dado momento, de grande valor estratégico para o crescimento e desenvolvimento económico do país. Uma reserva estratégica criteriosamente definida teria permitido, ao longo destas duas décadas, um retorno financeiro significativo em favor do sistema de segurança social, contribuindo ainda para o investimento produtivo e assim para o aumento do potencial de crescimento da economia portuguesa, ele próprio indutor de efeito positivo subsequente no sistema de pensões. E isso não sucedeu.

Gráfico 7 – Evolução da Reserva Estratégica (M€)



Fonte: IGFCSS.

Caixa 7 – Os investimentos do FEFSS no âmbito da Reserva Estratégica

O primeiro investimento estratégico do FEFSS ocorreu em 2002, na Portugal Telecom SGPS, SA, empresa cuja origem remonta ao processo de fusão de várias empresas públicas em 1994: Telecom Portugal, Telefones Lisboa e Porto (TLP) e Teledifusora de Portugal. A Portugal Telecom, SA foi até 1996 uma empresa pública, tendo-se dado início a partir desta data à sua privatização em 5 fases que ficou concluída em 2000 e ao alargamento dos seus negócios a outras áreas de intervenção. O Estado Português manteve o controlo da empresa até 1997, ano em que foi aprovada a Lei de Delimitação dos Setores, permitindo ao Estado deter menos de 51% do capital da empresa. No final desse ano, o capital da empresa já era detido em cerca de 75% por privados. A privatização foi concluída em dezembro de 2000, ficando o capital da Portugal Telecom, S.A. quase totalmente privado. No final desse ano a Portugal Telecom, S.A. modificou o seu objeto social para Sociedade Gestora de Participações Sociais, sob a denominação social de Portugal Telecom, SGPS, S.A. Em outubro de 2007, em resultado do *spin-off* de 58,4% do capital, a ZON Multimédia foi autonomizada (ex PT-Multimedia).

A ZON foi criada em 1993 para desenvolver a operação de televisão por cabo. Em 1996, com a reorganização do grupo Portugal Telecom nas áreas da rede fixa de telefones, rede de telefones móveis, televisão por cabo e multimédia, empresas, internacional, inovação e sistemas de informação, é criada a PT Multimédia, Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, SA, uma holding do grupo Portugal Telecom, cujos objetivos eram centralizar as atividades de Internet e Multimédia. Em 1999 a PT Multimédia é colocada em bolsa, ficando a Portugal Telecom com 58% do capital. Em outubro de 2007 ocorre a cisão entre Portugal Telecom e PT Multimédia, criando-se em 2008 a ZON Multimédia como marca independente. Em 2013, ano

em que foram alienadas as ações da ZON Multimédia do FEFSS, a empresa foi objeto de fusão com a Optimus passando a designar-se por NOS, a partir de 2014. Após a fusão, a estrutura acionista da ZON era a seguinte: a ZONPT (controlada por Isabel dos Santos e pela Sonaecom) detinha 50,01% da empresa, a Sonaecom uma posição individual de 7,28% e o BPI era o terceiro maior acionista com 4,53%. Seguia-se a Fundação Berardo (3,38%), a Espírito Santo Irmãos (3%) e Joaquim Oliveira (2,9%).

A Finpro foi uma sociedade gestora de capitais públicos e privados onde o FEFSS investiu em 2005 18,6 milhões de euros ficando com uma posição de 10%. A estrutura acionista da Finpro contava com a empresa Amorim, o Banif, os fundos de pensões do Banco de Portugal, CTT, Marconi, PT, Caixa de Crédito Agrícola e Caixa Geral de Depósitos. Esta sociedade começou por dedicar-se ao "*private equity*", focando-se em particular no investimento em infraestruturas, sobretudo a nível internacional. Teve uma vasta carteira de participações nos sectores do papel, auto-estradas (Espanha e Austrália), aeroportos (Bristol, Birmingham, Sidney e Roma), águas e saneamento (Reino Unido), tratamento de resíduos (Reino Unido), terminais portuários (Espanha). A crise financeira teve um impacto negativo na situação financeira da Finpro resultado da alavancagem financeira das participadas e da própria Finpro que teve como consequência uma maior sensibilidade a riscos sistemáticos, amplificando os choques (que se refletiram genericamente no aumento do prémio de risco de mercado), resultando numa acentuada perda de valor (Tribunal de Contas, 2010). Perante 125 milhões de euros de prejuízos acumulados nos quatro anos anteriores, em 2014 a Finpro apresentou um plano de recuperação (PER). A lista de credores era composta pela Caixa Geral de Depósitos (CGD), o BCP, o Banif, o Santander, o BIC e a Caixa Central de Crédito Agrícola e o Estado. O plano não foi cumprido tendo a sociedade declarado a insolvência com um valor de 268 milhões de euros em dívidas. Em 2006 o FEFSS investiu na Transurban Group, uma sociedade australiana associada à Finpro.

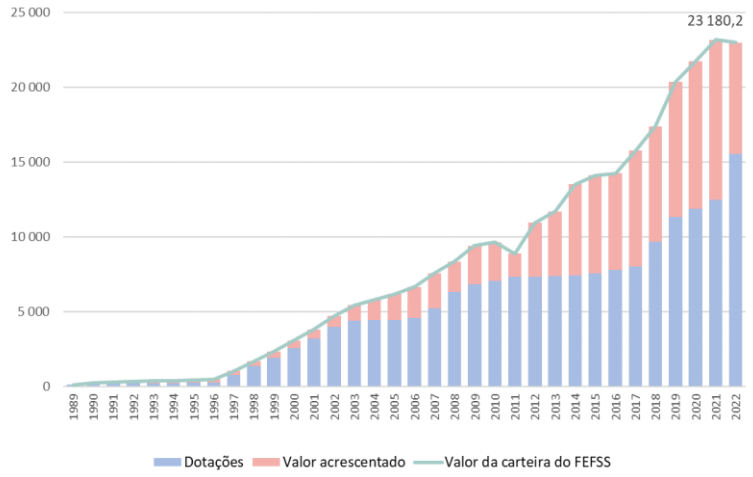
O *New Energy Fund* (Fundo NovEnergia) é um fundo fechado com maturidade de 10 anos que iniciou sua atividade em 2007 com um capital inicial de 25 milhões de euros, a que correspondiam 501 unidades de participação de valor nominal de 50.000 euros, estando previstas novas subscrições por chamadas de capital trimestrais. Este fundo é administrado pelo Banif Gestão de Activos, SA e os ativos detidos pelo fundo são geridos pela Fomentivest (promoção), pelo Banif Investment Banking (gestão de ativos e investimento), pela Climate Change (consultoria financeira e estratégica) e pela Espírito Santo Investimento (investimento). Este fundo visa realizar investimentos diretos em projetos de energias renováveis em Portugal e Espanha. O fundo pode, ainda, investir indiretamente em energias renováveis por via de *Private Equity*, Dívida Sénior e Dívida Mezzanine ou através de fundos de investimento. O FEFSS subscreveu 50 de unidades de participação no valor total de € 2,5 milhões em 2007, aproximadamente 10% do valor patrimonial do *New Energy Fund*.

O Fundo Nacional de Reabilitação do Edificado (FNRE) foi aprovado pela Resolução do Conselho de Ministros nº 48/2016, publicada a 1 de setembro. É um fundo especial de investimento imobiliário fechado, de subscrição particular e de duração indeterminada, regulado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro. Tem como principal objetivo o desenvolvimento e a concretização de projetos de reabilitação de imóveis para a promoção do arrendamento, em especial o habitacional. O FNRE foi constituído em 2018 e é composto pelos seguintes subfundos: Imomadalena, Imoaveiro, Imoresidências e Cabeço da Bola. Cada subfundo tem a duração de 10 anos, podendo ser prorrogado. O Fundo é gerido pela Fundiestamo - Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo, S. A, constituída pelo Decreto-Lei n.º 209/2000, de 2 setembro, sendo uma sociedade anónima de capitais exclusivamente públicos. O subfundo Imomadalena é participado pelo FEFSS e pela Santa Casa de Misericórdia de Lisboa, destinando-se à gestão de um imóvel para comércio e habitação com rendas acessíveis. Os subfundos Imoaveiro e Imoresidências são participados pelo FEFSS e pela DGTF, destinando-se à gestão de residências para estudantes com rendas acessíveis. O subfundo Cabeço da Bola é participado pela Estamo – Participações Imobiliárias, S.A e pelo IHRU, I.P. ambas entidades públicas. O imóvel gerido destina-se a arrendamento habitacional em regime de rendas acessíveis.

4.3 Os rendimentos da capitalização – o contributo do FEFSS para a sustentabilidade do Sistema Previdencial

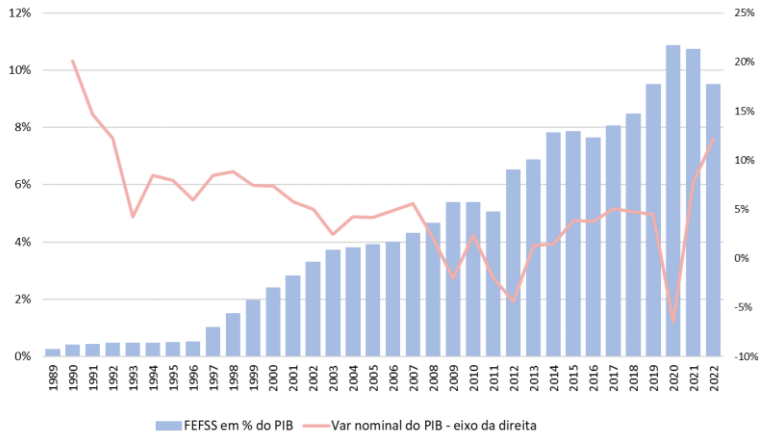
A criação do FEFSS teve como objetivo a rentabilização dos excedentes de tesouraria do sistema previdencial e de outras receitas consignadas ao reforço da sustentabilidade da segurança social, recorrendo ao método da capitalização. Até ao final de 2022, a rentabilização do FEFSS por esta via permitiu gerar uma valorização das dotações atribuídas ao fundo (sob várias formas) na ordem dos 47,8%. Em termos absolutos, a gestão do fundo permitiu gerar uma valorização de 7439,7 M€ desde 1989, tendo a carteira do FEFSS atingido o valor de 22 991,8 milhões de euros no final de 2022. Nesta data, o FEFSS representava um valor equivalente a 9,5% do PIB nominal, depois deste rácio ter atingido um pico em 2020 (10,9% do PIB), situação que refletiu não só o aumento do valor do FEFSS, mas também uma forte quebra no PIB (Gráfico 9).

Gráfico 8 – Evolução anual do valor do FEFSS (M€)



Fonte: IGFCSS.

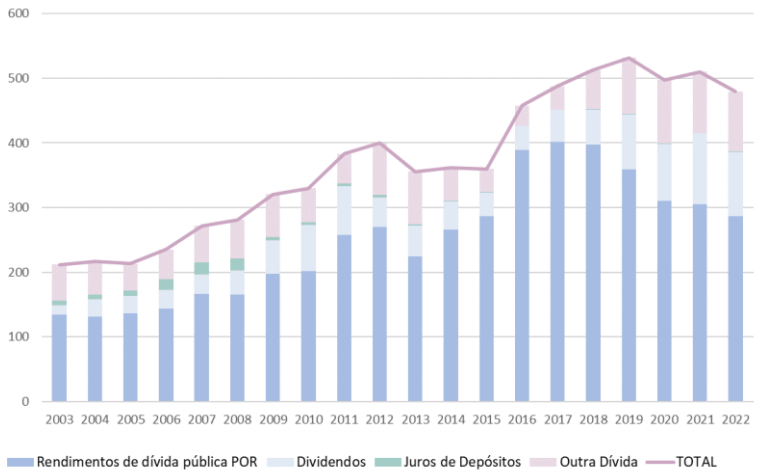
Gráfico 9 – Evolução anual do FEFSS em % do PIB



Fonte: IGFCSS. Pordata.

A componente que mais tem contribuído para essa valorização corresponde aos rendimentos de títulos de dívida pública, refletindo a preponderância desta tipologia de ativos na carteira do FEFSS. Estes rendimentos atingiram a sua maior expressão em 2017, refletindo as elevadas taxas de juro aplicadas à dívida pública portuguesa em contexto de crise, mas também o aumento do peso desta componente de investimento na carteira, sendo certo ademais que a dívida em causa é detida até à maturidade. Os rendimentos resultantes da detenção de títulos de dívida privada (papel comercial e de dívida emitida no estrangeiro) e os dividendos resultantes das participações do FEFSS têm permitido reforçar o valor do FEFSS de forma similar, ainda que com menor expressão face aos instrumentos de dívida pública portuguesa.

Gráfico 10 – Rendimentos do FEFSS (M€)



Fonte: IGFCSS.

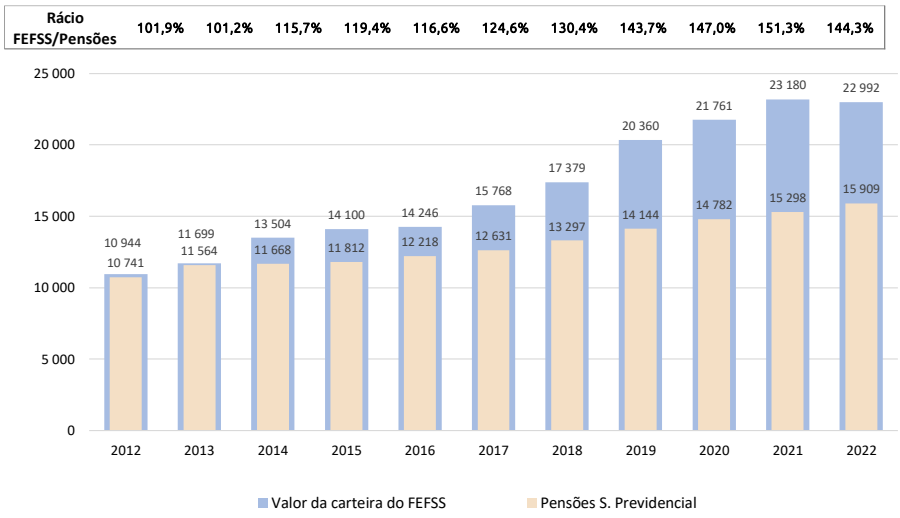
Os dois gráficos anteriores mostram a evolução positiva que os rendimentos da capitalização no âmbito do FEFSS têm apresentado ao longo das últimas décadas,[79] reforçando o papel deste método de financiamento do sistema previdencial com vista à salvaguarda da sustentabilidade futura do mesmo. Em 2018, o nível de rendimentos ultrapassou pela primeira vez os 500 M€, tendo atingido um pico no ano seguinte (531 M€). A partir desse ano, esta tipologia de receita tem vindo a registar níveis inferiores, apesar do incremento verificado nas dotações nos últimos dois anos. O valor da carteira do FEFSS ainda está longe do limite estabelecido na LBSS (assegurar o pagamento com pensões até pelo menos dois anos), pelo que é possível e desejável que o nível de rendimentos continue a aumentar nos próximos anos (ver Gráfico 11). Porém, o *roll-over* da dívida ocorrido nos últimos anos, substituindo a dívida adquirida com taxas de juro elevadas por dívida com taxas de juro mais baixas ou até mesmo negativas, permite antever que, face ao peso da dívida pública na carteira, se possa assistir ainda nos próximos anos a uma redução do nível de rendimentos anuais. Isto, sem prejuízo da mais recente

[79] Com exceção do período entre 2012 e 2015.

inversão no comportamento das taxas de juro de longo prazo, mercê da normalização da política monetária pelo Banco Central Europeu (o que também virá a refletir-se nos rendimentos do FEFSS, no futuro).

Conforme referido na secção 2.4, tanto o diploma que regulamenta o financiamento do sistema de segurança social (Decreto-Lei n.º 367/2007) como o Regulamento de Gestão do FEFSS, remetem para um valor objetivo do FEFSS. Esse valor deve assegurar, pelo menos, dois anos de pensões não sendo, no entanto, claro na lei que pensões relevam para este efeito. Admitindo que o FEFSS financia apenas encargos de natureza contributiva, para apurar o valor deste objetivo considerou-se a totalidade das pensões do regime geral financiadas pelo sistema previdencial-repartição,[80] bem como a parcela suportada por este sistema no que concerne às pensões unificadas pagas pela Caixa Geral de Aposentações (CGA) e as atualizações extraordinárias de pensões efetuadas desde 2016, suportadas pelo sistema previdencial. A análise do gráfico seguinte permite concluir que o FEFSS tem vindo a progredir de forma mais acelerada do que a despesa com pensões, atingindo em 2022 144,3% deste objetivo. Este rácio reflete, porém, uma primeira inversão face aos 151,3% atingidos em 2021.

Gráfico 11 – Rácio de cobertura das pensões do S. Previdencial pelo FEFSS (M€)



Fonte: IGFCSS. Conta da Segurança Social. Cálculos das autoras.

[80] Não se incluem os complementos sociais associados a pensões mínimas.

5 Impacto do FEFSS nas contas públicas

5.1 Acumulação e utilização do FEFSS e a sua relevância nas contas públicas

5.1.1 Enquadramento geral

Como visto anteriormente (secção 2.6.), o FEFSS é um fundo que está enquadrado no subsector da segurança social, como tal pertencente ao universo das administrações públicas, quer na ótica da contabilidade pública, quer na da contabilidade nacional.

O impacto do FEFSS nas contas públicas, quer durante o período de acumulação de reservas, quer no período de utilização (ou desacumulação), é distinto consoante a perspetiva de análise, tendo em conta as regras de contabilização definidas para o registo em contabilidade pública e em contabilidade nacional.

Durante o período de acumulação, o FEFSS obtém fundamentalmente receitas correntes e realiza despesa não efetiva (aplicações em ativos financeiros).[81] Do lado da receita, importa distinguir o tratamento que é dado às receitas provenientes de transferências do 'sistema previdencial-repartição', transferência de receitas fiscais consignadas e ainda os rendimentos gerados anualmente (e.g. juros obtidos de aplicações em títulos de dívida pública), olhando para o seu impacto nas contas dos subsectores da administração central e da segurança social.[82] Vejamos então.

Pelo facto de integrar o perímetro de consolidação do sistema de segurança social, as transferências para o FEFSS com origem no sistema previdencial-repartição (que incluem transferências do sistema de proteção social de cidadania para este último), por serem transferências intra-sistema e na verdade transferências de saldos (valendo ali como receita corrente e aqui como despesa corrente pelo mesmo valor), são 'canceladas', sendo o seu impacto nulo nas contas do sistema de segurança social, concretamente nos saldos global e orçamental. Consequentemente, estas transferências, em si mesmas, também não têm qualquer impacto nos mesmos agregados orçamentais do conjunto das administrações públicas. Diversamente, quando observamos as transferências de outros subsectores, neste caso da administração central para o FEFSS, haverá que distinguir duas situações. Tratando-se de transferir receita de um imposto novo ou de um novo adicional a impostos existentes (AIMI e Adicional de Solidariedade), a transferência constitui uma nova receita do subsector da segurança social, logo também do conjunto das administrações públicas. Se essa receita já existir

[81] Note-se que a venda de ativos para aplicação em novos ativos, da mesma classe ou outras, é contabilizada como receita de capital nesse período.

[82] Apesar de, conforme referido, o FEFSS ter sido classificado durante alguns anos no sector da administração central, integrado nas contas do IGFCSS, I.P. Apenas em 2002, como dissemos, o fundo passou a integrar o sistema de segurança social.

previamente e apenas houver uma realocação da mesma (ou de parte desta) a favor do FEFSS (o caso da receita do IRC), ela terá um impacto positivo no subsector da segurança social, mas do ponto de vista global do sector das administrações públicas será neutra. Por fim, também as receitas da capitalização – e.g. rendimentos gerados das aplicações financeiras – impactam favoravelmente no saldo do subsector da segurança social, mas no total das administrações públicas esse impacto positivo apenas decorre de rendimentos de ativos que não títulos de dívida pública portuguesa, tratando-se igualmente de receita corrente e efetiva.[83]

A despesa principal (que não única) do FEFSS, nesta fase de acumulação, é despesa não efetiva, consubstanciada na aquisição de ativos financeiros. Em contas nacionais, esta aquisição também não tem impacto no saldo (capacidade ou necessidade de financiamento), podendo ter ou não impacto na dívida pública. Se os títulos adquiridos forem títulos de dívida pública portuguesa, tenham eles maior liquidez (incluindo depósitos, e.g. CEDICs e CEDIMs)[84] ou menor (e.g. Bilhetes de Tesouro[85] e Obrigações de Tesouro), a dívida pública consolidada reduz-se pelo mesmo valor, pois sendo o FEFSS uma entidade integrada no perímetro da administração pública é como se o Estado (lato sensu) se pagasse a si próprio (numa perspetiva consolidada). Se os títulos adquiridos forem de outra natureza que não de dívida pública portuguesa, não tem qualquer impacto na dívida pública. Em suma, a aquisição de títulos de dívida pública portuguesa pelo FEFSS, admitindo-se tudo o resto constante, tem como consequência a sua anulação contabilística, no processo de consolidação das contas públicas, traduzindo um nível global de dívida pública mais baixo no balanço do conjunto do sector das administrações públicas.[86]

Durante o período de acumulação do FEFSS e, em obediência às instruções definidas legalmente quanto à composição da carteira já anteriormente abordadas, a gestão do fundo implica um processo de constante rotação da carteira tendo em vista a maximização da sua rentabilidade. A rotação da carteira através da aquisição de ativos financeiros é neutra do ponto de vista do saldo e da posição financeira da segurança social, uma vez que a aquisição de um novo ativo sempre se faz por contrapartida da venda de outro ativo, nomeadamente depósitos (incluindo ativos monetários para ativos de capital e vice-versa), embora

[83] Importa notar que em contabilidade pública a inscrição da receita dos juros (e.g. da dívida pública) faz-se pela forma líquida e não bruta. Esta é uma exceção à regra da não compensação consagrada na LEO (cf. artigo 15.º), por força do disposto na al. *a)* do n.º 2 deste preceito.

[84] CEDIC - certificados especiais de dívida de curto prazo e CEDIM - certificados especiais de dívida de médio e longo prazo. Ver Glossário do CFP.

[85] Ainda que estes sejam dívida de curto prazo.

[86] O balanço das administrações públicas ainda não foi elaborado embora esteja previsto na medida em que integra as contas das administrações públicas conforme previsto no artigo 73.º da Lei de Enquadramento Orçamental.

esta atividade tenha reflexo quer na receita, quer na despesa em contabilidade orçamental (do FEFSS).

O modo de utilização do FEFSS para financiar o pagamento futuro de pensões (ou até eventualmente outra despesa do sistema previdencial-repartição) não aparece concretizado em disposição legal, como se justificaria para evitar opções arbitrárias. Assim, ele pode ser usado para finalidades diversas (diferentes prestações) e com base em diferentes justificações. Na verdade, a Portaria n.º 1273/2004, determina no n.º 4 do seu artigo 3.º que "o capital do FEFSS pode ser utilizado para transferências em ordem ao cumprimento da estabilização do sistema de segurança social, definidas por despacho conjunto dos Ministros de Estado e das Finanças e da Segurança Social e do Trabalho." Ora, desta previsão não resultam quaisquer critérios que suportem essa utilização, nem o que é que pode ser utilizado (ou seja, o capital ou apenas os rendimentos gerados)[87]. Seria assim desejável, até para blindagem do FEFSS, que as condições e o modo de utilização do mesmo constassem da lei e que fossem condições restritas. Até à data, o FEFSS apenas foi utilizado uma vez, em 1993 (antes pois desta Portaria), para fazer face ao desequilíbrio criado no sistema de segurança social, em resultado da conjuntura recessiva que se viveu naquele ano. A quebra na receita de contribuições conjugada com o aumento de despesa com prestações de desemprego determinou a necessidade de um orçamento suplementar, cujo desequilíbrio foi parcialmente financiado pelo FEFSS sob a forma de empréstimo. O empréstimo de cerca de 50 milhões de euros (10 milhões de contos) foi autorizado pelo artigo 13.º da Lei n.º 71/93 de 26 de novembro, tendo sido amortizado na íntegra no ano seguinte.[88,89] Desde então, o FEFSS não voltou a ser utilizado em conjunturas semelhantes, tendo-se recorrido, em alternativa, a saldos do sistema previdencial-repartição e a transferências do OE para suprir os défices que o sistema previdencial evidenciou (anos de 2012 e de 2017).

No futuro, a utilização do FEFSS para financiar essas despesas do sistema previdencial-repartição, mormente pensões, e quando isso vier a ocorrer de forma regular, terá o efeito simétrico ao da acumulação (na parte em que esta se referia às transferências do previdencial-repartição para o FEFSS). Na verdade, a transferência em si mesma que é realizada do FEFSS para o sistema previdencial-repartição (que, na verdade, do ponto de vista do FEFSS funciona como despesa corrente) será 'cancelada', pois é uma transferência intra-sistema e o que vai ser contabilizado é a despesa final, corrente, que esta última vai financiar com o processamento de prestações sociais. É nesta última medida que a transferência penalizará quer o saldo global do subsector da segurança social, quer o saldo das administrações públicas. Por outro lado, tal como na fase de acumulação, se

[87] Recorde-se a proteção que é dada ao novo fundo soberano irlandês (*Future Ireland Fund*) do qual só podem ser utilizados os rendimentos do respetivo capital (supra nota de rodapé 10).

[88] Orçamento de Estado suplementar para 1993.

[89] Conta da Segurança Social de 1994.

tratava de usar essas transferências correntes e outras receitas correntes para constituir ativos financeiros (uma despesa não efetiva), agora trata-se de desmobilizar esses ativos para realizar despesa corrente e efetiva. Esta desmobilização pode ou não ter impacto na dívida pública. Se o FEFSS precisar de converter títulos de dívida pública em liquidez para transferir para o sistema previdencial-repartição (revendendo esses títulos) isso implicará o aumento da dívida pública consolidada. Nos demais casos, esse impacto não ocorrerá.

Todas estas operações, quer do lado da acumulação, quer do lado da utilização, têm um registo semelhante em contabilidade nacional, conduzindo a impactos favoráveis sobre os saldos globais durante o período de acumulação, refletindo a poupança de impostos no presente para financiamento de despesa futura, sendo o seu efeito no saldo desfavorável quando ocorrer a sua utilização. Já os rendimentos de capitalização gerados pelo FEFSS têm um impacto positivo na receita e no saldo do subsector dos fundos de segurança social e das administrações públicas. Os rendimentos são registados pelo valor dos juros corridos, independentemente de ter havido ou não recebimento dos mesmos em caixa, seguindo assim um registo em base de acréscimo. Na medida em que esses rendimentos resultem do investimento em títulos de dívida pública portuguesa, esse montante é objeto de consolidação, 'cancelando' assim o seu efeito na receita do subsector da segurança social e na despesa da administração central (como se, afinal, o Estado se pagasse a si próprio). Na fase de utilização, a desmobilização gradual dos ativos do FEFSS terá reflexo nas contas financeiras das administrações públicas, traduzindo-se numa redução global dos ativos do sector. Dada a reduzida liquidez do FEFSS, e em face da magnitude das necessidades de financiamento que o sistema previdencial venha a evidenciar, poderá justificar-se a venda de títulos. A venda de títulos de dívida pública portuguesa, por parte do fundo, tem como efeito a transmissão desse mesmo valor de dívida para o sector privado, anulando o efeito de consolidação anteriormente identificado. Pelo que, dependendo da forma como se gera liquidez no FEFSS para financiar o sistema previdencial-repartição, poder-se-á assistir a impactos desfavoráveis, quer no saldo global das administrações públicas, quer no nível de dívida pública consolidada.

5.1.2 Comparação do FEFSS com os Fundos de Reserva geridos pela CGA

O FEFSS não constitui um caso isolado no que concerne à criação de fundos de reserva para financiar despesa com proteção social. A Caixa Geral de Aposentações (CGA), instituto público integrado no subsector da Administração Central,[90] é a entidade responsável pela gestão do sistema de pensões aplicável aos funcionários e agentes do Estado. Esta entidade assegura a gestão de vários fundos de reserva, que no final de 2020 totalizavam 5475,4 M€ (ver Quadro 4). Estes fundos incluem o fundo de reserva da CGA alimentado pelos resultados líquidos transitados em cada ano, bem como os fundos de reserva especiais,

[90] Os Estatutos da CGA foram aprovados pelo Decreto-Lei n.º 131/2012, de 25 junho, e suas alterações.

constituídos na sequência da transferência de responsabilidades com o pagamento de pensões por parte de várias empresas públicas para a esfera da CGA.[91] Nos termos do Estatuto de Aposentação, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 498/72, de 9 de dezembro, o princípio da participação das empresas públicas na responsabilidade pelos encargos com as pensões levou à constituição, pela generalidade das mesmas, de fundos de pensões destinados a suportar os encargos com as pensões de aposentação dos seus trabalhadores, subscritores da CGA, em relação ao tempo de serviço que lhes foi prestado. Durante vários anos, o processamento das pensões e o pagamento aos beneficiários era realizado pela CGA, cabendo às empresas públicas o pagamento de uma compensação a esta Caixa.

Quadro 4 – Fundos de reserva da CGA, 2022 (euros)[92]

Fundo	Saldo Final
Fundo de reserva CGA	1 236 607 056,85
Outras reservas:	
Reserva especial - DRAGAPOR	5 338 653,26
Reserva especial - RDP I	1 178 986,05
Reserva especial - RDP II	1 724 644,72
Reserva especial - INCM	47 114 265,91
Reserva especial - ANA	42 721 782,43
Reserva especial - NAV	118 548 392,80
Reserva especial - CGD	1 170 754 758,91
Reserva especial - PT	2 260 435 438,84
Reserva especial - MARCONI	370 033 132,26
Reserva especial - BPN	148 663 586,75
Reserva especial - IFAP	39 301 941,44
Reserva especial - ENVC	14 143 552,70
Reserva especial - GESTNAV	18 350 676,11
Reserva especial - STCP	506 559,55
Total	**5 475 423 428,58**

Fonte: CGA. Valores mensurados a preços de mercado.

Acontece que, nos últimos 30 anos, estes fundos de pensões foram sendo progressivamente transferidos para a esfera da CGA, tendo esta última constituído, nessa sequência, fundos de reserva especiais, destinados ao pagamento das despesas correntes com pensões (dos trabalhadores dessas empresas públicas), sendo o remanescente gerido em regime de capitalização,

[91] Em alguns casos, esta transferência antecedeu processos de privatização das empresas públicas envolvidas: o caso da PT, cujo processo de privatização se inicia em 1995 e termina em 2000 (ainda que o Estado tenha mantido ações preferenciais – com direito a voto – a que teve de abdicar por imposição da Comissão Europeia em 2011). Sobre a história da empresa, consulte-se o sítio: https://www.altice.pt/pt/altice-portugal/historia.

[92] No sítio da internet da CGA, resulta que a última conta aprovada pela tutela é a referente a 2020. Não se percebendo as razões pelas quais as contas dos anos subsequentes se mantenham por disponibilizar.

totalmente investido em títulos de dívida pública portuguesa.[93] No final de 2022 estavam constituídos 14 fundos especiais, correspondendo ao número de fundos de pensões transferidos para a CGA até àquela data (ver Quadro 4). Mais recentemente, em 2023, foi transferido o remanescente do fundo de pensões da Caixa Geral de Depósitos, concluindo, assim, o processo de integração de fundos de pensões de empresas públicas na CGA.[94]

Entre o FEFSS e os fundos de reserva geridos pela CGA existem algumas semelhanças, mas também importantes diferenças. O primeiro elemento comum entre o FEFSS e os fundos de reserva da CGA prende-se com a sua gestão. Quer o FEFSS, quer os fundos da CGA têm gestão pública, sendo a gestão do primeiro assegurada pela segurança social (IGCSS I.P.) e do segundo grupo pela CGA, ainda que esta recorra, para o efeito, a serviços prestados pela Caixa Geral de Depósitos (CGD). Em segundo lugar, o FEFSS e os fundos de reserva da CGA convergem, essencialmente, no facto de constituírem provisões para fazer face a necessidades de financiamento de despesa com a proteção social. No entanto, o FEFSS diverge destes fundos, pelo menos dos fundos especiais de reserva, no que diz respeito à sua utilização. Como já assinalado, no caso do FEFSS, a lei não consigna esta receita a uma prestação em particular (e.g. pensões) sequer a uma modalidade de proteção, determinando antes que o FEFSS possa genericamente financiar défices do sistema previdencial-repartição, qualquer que seja a sua origem, e mesmo que esses défices não resultem da evolução da despesa do sistema de pensões.[95] O Fundo de reserva da CGA, constituído ao abrigo do artigo 4.º do Decreto-lei n.º 35185, de 24 de novembro de 1945,[96] assumiu uma finalidade próxima daquela que encontramos hoje no FEFSS. Na verdade, o objetivo por detrás da criação do fundo de reserva da CGA era proteger a instituição, no seu todo, contra um aumento anormal dos encargos de previdência ou outro facto imprevisto. Por sua vez, o Decreto-Lei n.º 36610, de 24 de novembro de 1947, clarificou, no seu artigo 6.º, ser objetivo da reserva fazer face ao aumento transitório dos encargos ou à insuficiência das receitas desta Caixa, devendo ser reforçado anualmente com, pelo menos, 20% dos saldos da conta de resultados do exercício.

---

[93] De acordo com o Relatório e Contas da CGA de 2020, a CGA possui, em carteira de médio e longo prazo, Obrigações do Tesouro, emitidas pelo Estado Português e *Euro Medium Term Note*, emitidas pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – IGCP, E.P.E., bem como ativos financeiros de curto prazo nomeadamente Bilhetes do Tesouro.

[94] Ver Decreto-Lei n.º 14/2023, de 24 de fevereiro. A Caixa Geral de Depósitos, S. A. (CGD), era a última empresa pública com trabalhadores abrangidos obrigatoriamente pelo regime de proteção social convergente que mantinha relativamente ao tempo de serviço posterior a 31 de dezembro de 2000, o dever de reembolso à CGA dos encargos financeiros com as pensões dos seus trabalhadores.

[95] A título de exemplo, o défice poderá resultar por exemplo de uma quebra da atividade económica com reflexo sobre a receita de contribuições e na despesa com prestações de desemprego, sendo, neste caso, portanto, um défice conjuntural. Défices desta natureza já tiveram lugar (por exemplo em 2012) ainda que não se tenha então optado, como vimos, pela utilização do FEFSS.

[96] Este diploma instituiu regras comuns para as instituições que à data estavam incorporadas na Caixa Nacional de Previdência, no que respeita à constituição de fundos e à organização das contas.

Diferentemente, os fundos especiais de reserva da CGA, criados bastante tempo mais tarde do que o fundo de reserva da CGA (a partir dos anos noventa), aparecem à partida consignados ao pagamento das pensões antes cobertas pelos fundos de pensões objeto de transferência para aquela instituição, estando tais fundos, pelo menos teoricamente, provisionados para fazer face à despesa prevista com estas prestações. Ou seja, os fundos especiais de reserva financiariam despesa relativamente a grupos fechados, sendo os respetivos parâmetros conhecidos de antemão (beneficiários, direitos, atualização), ainda que subsistindo alguma incerteza associada à duração das pensões a pagar através do recurso a tais fundos.

Coloca-se, contudo, a questão de saber se os direitos à pensão, que os precedentes fundos de pensões consagravam aos trabalhadores das empresas em causa, sofreram ou não alguma modificação a partir do momento em que ocorreu a integração. Antes da integração, os fundos de pensões (em alguns casos, reservas de balanço) correspondiam a reservas matemáticas que titulavam e garantiam direitos individuais à pensão por parte de cada um dos trabalhadores abrangidos pelo plano de pensões correspondente. Era este, à partida, um verdadeiro direito subjetivo de cada um dos trabalhadores (ainda que pudesse não estar à data da transferência devidamente capitalizado). Ora, do que se trata é saber se essa garantia se manteve com a transferência para a CGA, com a constituição de fundos de reserva especiais, tal como se esperaria. É certo que, em alguns poucos casos (de transferência destes fundos), existiu a preocupação de garantir que esse acervo patrimonial, uma vez transferido, fosse exclusivamente afeto ao financiamento das responsabilidades transferidas.[97] No entanto, também não é menos verdade que não se descortinam idênticas salvaguardas na generalidade dos diplomas que operaram, em diversos momentos do tempo, essa transferência. Nestes outros casos, portanto, os termos de utilização dos fundos transferidos e a garantia da sua afetação ao pagamento das responsabilidades assumidas pela CGA após a transferência, não ficaram expressamente assegurados, abrindo porventura o flanco a uma utilização espúria desses valores. O facto de a CGA ter integrado esses fundos de pensões sob a forma de fundos de reserva especiais acaba, por sua vez, por ter esse efeito no plano da proteção dos direitos e da relação menos visível entre responsabilidades e ativos: com a integração na CGA, estes fundos deixam de ser fundos de pensões (ou reservas de balanço) associados a planos de pensões, para passarem a ser fundos gerais de reserva sem assunção clara de responsabilidades individualmente tituladas com o pagamento de pensões. No final, transformou-se uma capitalização individual em capitalização coletiva e que acaba por funcionar, tal como sucede com o FEFSS, como capitalização dos excedentes da repartição.

[97] O caso mais ilustrativo é o do decreto-lei que operou a transferência para o Estado (leia-se CGA) das responsabilidades com pensões de trabalhadores da PT Comunicações, S. A., oriundos dos Correios e Telecomunicações de Portugal, E. P., e da Companhia Portuguesa Rádio Marconi, S. A. No n.º 6 do artigo 2.º determina-se expressamente "A compensação referida no n.º 2 fica exclusivamente afecta ao pagamento pela CGA das responsabilidades para si transmitidas por força do presente decreto-lei."

A integração destes fundos – iniciada em 1996 com o Banco Nacional Ultramarino, BNU (1996) e até 2023 (com a integração do fundo de pensões da CGD) – obedeceu a objetivos e justificações diversas: passagem dos trabalhadores em causa para a esfera da CGA sem adequada cobertura financeira inicial das responsabilidades transferidas (o caso da transferência em 2003 do fundo de pensões dos CTT para a CGA)[98]; decisões de gestão que acabaram por contender com a sustentabilidade futura dos planos de pensões (de benefício definido associados), e.g. acesso facilitado a pensões antecipadas;[99] necessidade de sanear financeiramente a empresa com vista à transformação da sua natureza e eventual transmissão (seja dentro da esfera pública, seja pela sua privatização)[100]; etc.

Os fundos transferidos e os termos em que essa transferência ocorreu também são distintos: (i) na generalidade dos casos transferiram-se fundos que garantiam direitos à pensão (1.º pilar); noutros, pensões complementares (2.º pilar), sendo

[98] No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 246/2003, de 8 de outubro (que transfere para a Caixa Geral de Aposentações a responsabilidade dos CTT - Correios de Portugal, S. A., pelos encargos com as pensões de aposentação do respetivo pessoal subscritor daquela entidade, já aposentado ou no ativo), explica-se assim: "Não obstante o esforço financeiro já realizado pelo Estado e pelos CTT, não foi atingida a adequada cobertura das responsabilidades com pensões do pessoal abrangido pelo Fundo. Para isso, terá também contribuído a situação de insuficiência criada desde o início, quando o Decreto-Lei n.º 36610, de 24 de novembro de 1947, ao transferir as responsabilidades com pensões para a Administração Geral dos Correios Telégrafos e Telefones, não transferiu, consequentemente, as correspondentes reservas."

[99] No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 90/99, de 22 de março (que transfere para a Caixa Geral de Aposentações a responsabilidade pelos encargos com as pensões de aposentação do pessoal da Radiodifusão Portuguesa, SA., que vêm sendo suportadas por esta empresa), afirma-se o seguinte: "com o objetivo de racionalizar os quadros e as estruturas de pessoal da empresa, que, face às necessidades sentidas, se mostravam desajustadas, permitiu-se, através de sucessivos diplomas - Decretos-Leis 222/83, de 27 de Maio, 281/92, de 19 de dezembro e 315/94, de 24 de dezembro -, a aposentação antecipada desses trabalhadores, subscritores da Caixa Geral de Aposentações (CGA), que reuniam determinados requisitos de idade e de tempo de serviço. Ora, a RDP é, por força do preceituado no artigo 63.º do Estatuto da Aposentação, responsável, nos termos da legislação respetiva e proporcionalmente ao tempo em relação ao qual essa responsabilidade exista, pelos encargos com as pensões de aposentação desse pessoal, abonadas pela CGA, cujo montante constitui, atualmente, um ónus incomportável para a empresa. Atendendo à origem desta situação, afigura-se mais correto que os encargos com as pensões já atribuídas sejam transferidos para a CGA, acompanhados de adequada compensação a suportar pela RDP e pelo Estado."

[100] Nos termos do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 151/2019, de 11 de outubro (que opera a intermunicipalização da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, S. A.) afirma-se que "os municípios assumirão os resultados de exploração da empresa e, bem assim, a obrigação de pagamento à STCP das compensações por obrigações de serviço público a que haja lugar, em cumprimento das exigências previstas naquele regulamento, sem prejuízo do acesso da STCP às demais compensações financeiras que, nos termos da lei, lhe sejam devidas, nomeadamente associadas à disponibilização de títulos de transporte intermodais e de passes sociais. Por sua vez, e sem prejuízo do acima referido, o Estado assumirá previamente i) a dívida financeira da STCP, por cuja criação foi responsável, enquanto acionista e autoridade de transportes, designadamente pelas omissões na atribuição à STCP das indemnizações compensatórias pela prestação de serviço público devidas à empresa; ii) o pagamento de custos relativos à renovação da frota e outros já aprovados em 2017, 2018 e 2019; iii) as responsabilidades formadas e em formação relativamente a complementos de pensões dos trabalhadores da STCP aposentados em 31 de dezembro de 2019, bem como contratados até essa data, nos termos dos acordos de empresa vigentes nessa data; e iv) as responsabilidades contingentes da execução contratual ou judicial de operações de derivados financeiros contratadas pela STCP até 31 de dezembro de 2019."

que esta opção é a que tem ocorrido mais recentemente; (ii) nuns casos, os fundos eram extintos após a integração, noutros não (pois mantinham o pagamento de complementos associados); (iii) nuns casos, a compensação pela transferência de responsabilidades incluía pagamentos ulteriores de contribuições e quotizações por parte das empresas e respetivos trabalhadores, noutros tão-só a transferência em singelo do património do fundo transferido.

Enquanto o FEFSS se encontra em fase de acumulação, os fundos de reserva especiais, por respeitarem, na sua maior parte, a grupos fechados de beneficiários, estão já numa fase de utilização, ainda que os ativos continuem a gerar rendimentos. Existem diferenças no tratamento dado ao FEFSS por comparação com os fundos de reserva especiais da CGA, em contas nacionais, e não tanto na perspetiva da contabilidade pública. De facto, à luz desta última perspetiva, a utilização de qualquer destes fundos para financiar despesa com pensões tem sempre impacto negativo no saldo das administrações públicas apurado em contabilidade pública, correspondendo ao valor da despesa financiada. Tal impacto resulta do facto de a receita corresponder à utilização de ativos financeiros, os quais foram constituídos por receitas efetivas geradas em momentos anteriores. A mesma receita não pode impactar positivamente duas vezes o saldo.

Porém, as regras da contabilidade nacional determinam impactos diferentes para estes fundos, quer no que diz respeito ao período de acumulação, quer na sua utilização. O registo em contas nacionais tem sido, aliás, objeto de evolução metodológica ao longo do tempo. Inicialmente, quando a integração destes fundos especiais na CGA começou a ocorrer, estas transferências eram registadas no momento da sua ocorrência pelo seu valor global e com impacto positivo no saldo orçamental desse ano, ainda que se tratasse de receitas extraordinárias. Aliás, estas operações tiveram assumidamente como objetivo melhorar os indicadores orçamentais no curto prazo (saldo e dívida pública), especialmente quando o Estado se encontrava em situação de défice orçamental excessivo (logo, sujeito ao procedimento sancionatório instituído pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento), ainda que porventura sem acautelar devidamente os efeitos de longo prazo que isso poderia acarretar para as finanças públicas.[101] As regras contabilísticas então vigentes validaram essas operações.

Só com a implementação do SEC 2010,[102] estas regras de classificação foram alteradas. Nos termos do referencial das contas nacionais, o recebimento pelas administrações públicas de uma receita em numerário para financiar a constituição de uma obrigação que passa a figurar no seu passivo, não deve afetar as medidas do património líquido e do património líquido financeiro das

[101] Cf. Relatório do Tribunal de Contas n.º 40/95, de dezembro de 2005.

[102] Sobre o SEC - Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais, na versão 2010, veja-se o Glossário do CFP.

administrações públicas e não deve alterar a capacidade/necessidade de financiamento das administrações públicas, ou seja, o seu saldo global.[103] A partir daí, a transferência dos ativos dos fundos de pensões passou a ser registada como um aumento de ativos nas contas financeiras das administrações públicas pelo seu valor global (ou seja, não relevando nesse momento para o saldo, pois é uma operação 'abaixo da linha'). A transferência é relevada faseadamente nas contas não financeiras, numa base anual, permitindo, grosso modo, anular o impacto negativo no saldo da respetiva despesa. E o ativo financeiro vai-se reduzindo ao longo do tempo, na exata proporção da sua utilização. Em suma, a transferência pelas empresas públicas de um montante fixo (*lump sum*) para cobertura das responsabilidades assumidas pelo Estado, é considerada, em contas nacionais, como se de um pagamento antecipado de contribuições sociais se tratasse, sendo registada como um adiantamento financeiro às administrações públicas. Note-se, aliás, que os diplomas que operam essas transferências identificam-nas, por vezes, como contribuições. Por último, sempre que ocorre despesa com pensões por conta desses fundos, é registada uma receita de igual montante na conta das administrações públicas, sob a forma de transferências correntes diversas com origem no subsector das famílias.[104]

Estes considerandos são importantes, quando se trata de pensar na acumulação e sobretudo na utilização futura do FEFSS: ao contrário do tratamento que é dado pelo SEC 2010 a estas transferências de fundos especiais, a utilização do FEFSS para pagar despesa do sistema previdencial-repartição não terá contrapartida em receita (pois essa é registada na fase da acumulação), o que levará a que essa utilização não permita anular o impacto negativo que a despesa em causa terá no saldo global. No futuro, isto poderá ter implicações muito significativas nos resultados orçamentais, tanto maiores quanto maior for a necessidade de recorrer ao FEFSS.

Também o tratamento dado aos rendimentos de capitalização diverge. Como vimos antes, durante o período de acumulação, o FEFSS gera rendimentos de capitalização, os quais têm um impacto positivo na receita e no saldo do subsector dos fundos de segurança social e das administrações públicas. Na medida, em que esses rendimentos resultem do investimento em títulos de dívida pública portuguesa, esse montante é objeto de consolidação, cancelando assim o seu efeito na receita do subsector da segurança social e na despesa da administração central (é como se o Estado lato sensu compensasse um crédito sobre si mesmo). Já a acumulação verificada nos fundos de reserva da CGA, também sob a forma de rendimentos de capitalização, segue um registo diferente, mesmo quando estamos perante investimentos em ativos idênticos, no caso, títulos de dívida pública portuguesa. O SEC 2010 e o "Manual do Défice e da Dívida Pública" além de terem alterado, como vimos, a contabilização das transferências de fundos de

[103] De acordo com o SEC 2010, parágrafo 20.274.

[104] Sobre o tratamento em contas nacionais ver parágrafos 20.27 a 20.275 do SEC 2010.

pensões (com as novas convenções que visam anular o impacto destas transferências na conta das administrações públicas), afetaram igualmente o registo dos rendimentos gerados por estes fundos já depois de serem contabilizados no sector das administrações públicas. Neste caso, à luz destas novas regras, os fundos de reserva continuam a ser tratados como se permanecessem fora do perímetro (ainda que o não estejam), relevando apenas a despesa com juros paga pelo Estado (lato sensu) e não a receita por aqueles obtida (como que se de fora do perímetro estivessem). A consolidação não tem, portanto, lugar. Ou seja, é como se o Estado continuasse a pagar juros a outro sector (neste caso ao sector das empresas financeiras) pela aquisição de títulos de dívida pública portuguesa por parte das carteiras de fundos de pensões.

Em conclusão, a transferência das responsabilidades relativas a estes antigos fundos de pensões não tem hoje impacto na capacidade/necessidade líquida de financiamento (saldo global) das administrações públicas no ano da transferência de obrigações, sendo a sua utilização igualmente neutra nos anos seguintes, enquanto existirem reservas. Nas contas financeiras das administrações públicas, a transferência de fundos de pensões dá assim origem a um ativo financeiro e a um passivo financeiro de igual valor (isto em contas nacionais). Os fluxos (mensais, trimestrais ou anuais) associados ao pagamento de despesa pela CGA resultam numa redução progressiva do valor dos ativos financeiros, à semelhança do que sucede com a correspondente responsabilidade das administrações públicas, sempre sem impacto no saldo.

Caixa 8 – A situação particular da integração dos fundos de pensões da banca na segurança social

O Decreto-Lei n.º 127/2011, de 31 de dezembro, procedeu à transferência para a esfera da segurança social dos reformados e pensionistas que, em 31 de dezembro de 2011, se encontravam no regime de segurança social substitutivo constante dos instrumentos de regulamentação coletiva de trabalho vigentes no sector bancário, abrangendo as responsabilidades pelos encargos com as pensões de reforma e sobrevivência (componente correspondente ao primeiro pilar). Estes encargos eram financiados pelas respetivas entidades empregadoras através de fundos de pensões geridos em regime de capitalização. Na sequência da transferência de responsabilidades para a segurança social, o Estado recebeu os ativos dos fundos de pensões dos bancos abrangidos pelo diploma,[105] os quais se destinavam ao pagamento das responsabilidades assumidas (salvaguarda prevista no artigo 5.º). Nos termos referidos no citado diploma, o valor transferido terá sido apurado com base em pressupostos

[105] Foram abrangidos por este diploma as seguintes instituições de crédito a operar em Portugal: Barclays Bank PLC - Sucursal em Portugal; BANIF - Banco Internacional do Funchal, S. A.; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal), S. A.; Banco BPI, S. A.; Banco Português de Investimento, S. A.; Banco do Brasil AG - Sucursal em Portugal; Banco Espírito Santo, S. A.; Banco Espírito Santo de Investimento, S. A.; Banco Espírito Santo dos Açores, S. A.; Banco Credibom, S. A.; Banco Popular Portugal, S. A.; Banco Santander Totta, S. A. - fundo de pensões do ex-Crédito Predial Português e do ex-Banco Santander Portugal; BNP Paribas, S. A. - Sucursal em Portugal; Caixa Económica Montepio Geral; Banco Comercial Português, S. A.; Banco de Investimento Imobiliário, S. A.; Banco Activobank (Portugal), S. A.; UNICRE - Instituição Financeira de Crédito, S. A.

consistentes e respeitando as melhores práticas, por forma a acautelar devidamente os interesses financeiros do Estado e, em especial, da segurança social nesta operação.

Esta operação apresenta várias especificidades face às operações de transferência de fundos anteriormente descritas. Uma primeira especificidade tem a ver desde logo com o facto de a atualização anual do valor das pensões continuar a ser uma responsabilidade das instituições de crédito (artigo 4.º). Tal facto terá resultado da existência de regras de atualização distintas para as pensões dos bancários face às vigentes na segurança social, pelo que as responsabilidades transferidas pressupuseram uma indexação nula, cabendo aos fundos de pensões da banca assegurar o pagamento dos futuros aumentos.[106] Assim, os compromissos transferidos para a esfera da segurança social foram congelados, só podendo, a partir de então, reduzir-se ao longo do tempo.

A operação não envolveu na verdade a transferência da totalidade dos benefícios pagos à data pelas instituições de crédito, tendo os benefícios de natureza complementar às pensões de reforma e sobrevivência assumidas pela segurança social, permanecido na esfera das instituições de crédito. No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 127/2011 pode ler-se que esta operação visava dar continuidade ao processo de integração dos trabalhadores do sector bancário no regime geral de segurança social, concretizando os princípios de convergência e universalização dos regimes de proteção social públicos previstos na LBSS. Este processo foi iniciado pelo Decreto-Lei n.º 54/2009, de 2 de março, com a inscrição obrigatória dos novos trabalhadores bancários no regime geral de segurança social, tendo sido aprofundado pelo Decreto-Lei n.º 1-A/2011, de 3 de janeiro, que integrou os trabalhadores bancários no ativo que ainda estavam abrangidos pelos regimes substitutivos do regime geral da segurança social pagos pela banca, e apenas para algumas eventualidades.

Ao abrigo desta operação extraordinária de transferência de fundos, o Estado recebeu os ativos de 20 instituições de crédito, no valor global de 5.993 M€. Ao contrário do que sucedeu nas anteriores operações de transferência de fundos de pensões e até nas posteriores, esta operação não envolveu a CGA nem deu origem à constituição de fundos de reserva. Esta operação traduziu-se, na prática, na assunção pela segurança social de responsabilidades significativas relativamente a pensões que estavam na esfera do sector privado, tendo o Estado absorvido os fundos que lhe estavam consignados, para fins diversos. Estas responsabilidades não se encontram, porém, refletidas no balanço de qualquer entidade pública, desde logo da segurança social, o que não deixa de causar estranheza, dado tratar-se de fundos de pensões fechados e em que o valor das responsabilidades era de antemão conhecido.

A transferência de responsabilidades do sector bancário para a segurança social beneficiou o saldo global das administrações públicas em 2011 em cerca de3,5% do PIB (Relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal relativo a 2011, publicado em 2012 – Caixa 3.3.), numa altura em que Portugal se encontrava já em processo de ajustamento económico e financeiro. A transferência dos fundos de pensões da banca privada contribuiu também para a redução do montante da dívida consolidada das administrações públicas, uma vez que esta transferência implicou a recompra de títulos da dívida pública portuguesa (onde esses fundos tinham investido). Menos evidente é o impacto desta operação para as contas do sector bancário. O Memorando de Entendimento celebrado pelo Governo português e os financiadores (vulgo 'Troika') em maio de 2011 previa o reforço da capitalização do sector financeiro. No final de 2011, o sector bancário foi objeto de várias medidas de capitalização com vista a alcançar um rácio de capital de elevada qualidade (core tier 1) de 9 por cento até junho de 2012, para reforçar a resistência a choques adversos, em particular para fazer face à exposição à dívida soberana. As necessidades de capital de cada instituição seriam determinadas

[106] Ver Caixa 3.3 | Transferências de fundos de pensões e o seu impacto nas contas públicas em Portugal: 1997 – 2011 no Relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal, 2011.

com base nos planos acordados com as autoridades nacionais de supervisão e coordenados pela Autoridade Bancária Europeia. Os referidos aumentos de capital foram efetuados com recurso a fontes de capital privadas e a financiamento público (Banco de Portugal, 2012). Neste contexto, admitia-se que os fundos transferidos do sector bancário para o Estado poderiam eles próprios ser usados nesse processo de capitalização e de melhoria dos rácios.[107] Este duplo objetivo foi publicamente reconhecido em janeiro de 2012, pelo então Ministro das Finanças, Vítor Gaspar: "O propósito da operação não se esgota no défice. Considerou-se essencial que os bancos reduzissem a elevada exposição aos riscos dos fundos".[108] A total capitalização dos fundos exigiria, por parte dos bancos, um reforço de provisões, agravando os rácios de capitais. A solução encontrada acabou por ser vista, naquele ano, como solução '*win-win*' para ambas as partes (Estado e sector bancário).

Verifica-se ainda que a transferência de responsabilidades da banca para o Estado, abrangendo um universo muito significativo de ex-trabalhadores (cerca de 27.000 bancários aposentados), se traduziu na transformação de um sistema gerido em capitalização num sistema '*pay-as-you-go',* significando mais um passo na perda de importância do regime de capitalização no nosso país, nomeadamente da que se fazia no âmbito de regimes profissionais resultantes da contratação coletiva e que permitia aos trabalhadores beneficiar, no financiamento da sua pensão, dos ganhos de capital. O único fundo de pensões que escapou a este movimento foi o fundo de pensões dos trabalhadores do Banco de Portugal – e que assim se mantém.

5.1.3 Comparação do FEFSS com o Fundo dos Certificados de Reforma

Para além do FEFSS, o IGFCSS, I.P. gere o Fundo dos Certificados de Reforma (FCR), criado em 2008 no contexto do Regime Público de Capitalização.[109] Este regime é, no essencial, um regime de proteção social de adesão voluntária, financiado pelo método da capitalização, cuja organização e gestão é da responsabilidade do Estado. As contribuições de cada aderente são depositadas numa conta individual (correspondendo no fundo ao 3.º pilar), convertendo-se em certificados de reforma, que integram um fundo de património autónomo – o FCR.

O FCR e o FEFSS têm essencialmente três elementos em comum: gestão pública, o facto de se destinarem ao pagamento de despesa com proteção social e de serem geridos em regime de capitalização. Para além das diferenças já assinaladas na secção 2.5, do ponto de vista contabilístico, sobrelevam algumas outras. No caso do FCR, a despesa que suporta não constitui despesa pública e os seus ativos não são ativos do Estado. Pertencem ao sector das famílias. A natureza voluntária do regime público de capitalização e o facto de o património do fundo constituir o montante máximo disponível para o pagamento de benefícios, correspondendo a prestações de contribuição definida, isenta o Estado de quaisquer responsabilidades com os encargos decorrentes deste regime. Por esta razão o

[107] No Relatório "*The Economic Adjustment Programme for Portugal – Second Review Autumn 2011*" (EC, 2011, p. 31, parágrafo 46).

[108] Citado pelo Jornal Público on-line, de 3 de outubro de 2018.

[109] Criado pelo Decreto-Lei n.º 26/2008, de 22 de fevereiro.

fundo é classificado fora do perímetro das administrações públicas, sendo o património das famílias gerido pelo sector financeiro (público). Assim, não existe qualquer reflexo das operações relativas ao FCR nas contas do sector das administrações públicas, quer durante o período de acumulação quer no de utilização. Ao contrário do que sucede com o FEFSS, a utilização ocorre de forma regular através do pagamento de despesa relativa às anuidades dos beneficiários que já se reformaram (ou seja, são verdadeiros complementos de pensão).

Durante o período de acumulação de reservas, o FCR constitui ativos financiados pelas contribuições de empresas e beneficiários.[110] Estas reservas são investidas em carteiras distintas e autónomas: a carteira FCR-A destinada à fase de acumulação e a carteira FCR-U destinada a devoluções de capital e ao pagamento de complementos de pensão sob a forma de rendas vitalícias (na fase de utilização).[111] Nesta fase de utilização, a despesa do FCR não tem impacto nas contas públicas; é como se fosse despesa privada. Isto pode justificar as opções de investimento seguidas na gestão deste fundo, em comparação com o FEFSS.

Quadro 5 – Composição regulamentar da carteira do FEFSS e do FCR

	FEFSS		FCR	
	Mín	Máx	Mín	Máx
Títulos de dívida pública	-	-	50%(1)	-
Títulos de dívida pública Portuguesa	50%	(4)	25%	-
Obrigações, títulos representativos de dívida privada	-	40%(2)	-	40%(2)
Ações de sociedades cotadas nas bolsas de valores	-	25%(3)	-	25%(3)
Unidades de participação em fundos de investimento imobiliário	-	20%	-	10%(5)
Unidades de participação em fundos de investimento misto			-	10%
Imóveis	-	30%	-	-
Reserva estratégica (6)	-	5%	-	-
Exposição não coberta a moeda estrangeira na UE ou OCDE	-	15%	-	15%

Notas: (1) Aplicável apenas após o fundo atingir o valor de 5 milhões de euros. (2) Desde que o rating dos emitentes não seja inferior a BBB-/Baa3 ou equivalente (*investment grade*). No caso de FEFSS exclui depósitos. (3) Inclui warrants, títulos de participação, unidades de participação em organismos de investimento coletivo, obrigações convertíveis em ações cotadas em bolsa de valores ou outros mercados regulamentados de Estados Membros da OCDE. Desde com rating igual ou superior a BBB/Baa2 ou na falta deste desde que cumpram regras prudenciais exigidas pela entidade supervisora. Em 2012 a exigência de rating não inferior a BBB/Baa3 foi suspensa no sistema bancário português por via da Portaria n.º 118/2012, de 30 de abril. (4) A Portaria n.º 216-A/2013 estabeleceu um limite máximo de 90%. (5) Inclui infraestruturas. (6) Participações de longo prazo no capital de sociedades que representam interesses estratégicos do Estado.

A política de investimentos do FCR também obedece a um regulamento de gestão,[112] o qual prescreve as regras e princípios a que deve obedecer a sua gestão

[110] A possibilidade de financiamento pelas entidades empregadoras apenas foi introduzida em 2018 pelo Decreto-Lei n.º 82/2018, de 16 de outubro.

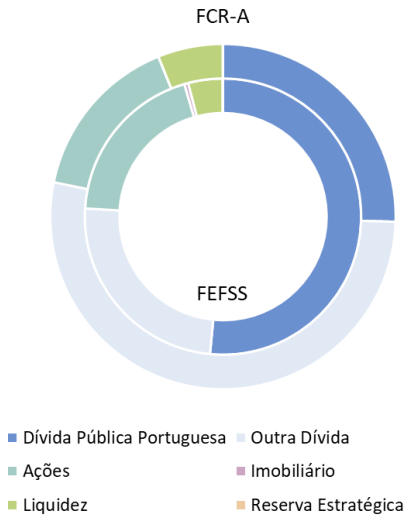
[111] No caso destas serem asseguradas pelo IGFCSS, IP em detrimento da contratação desse serviço ao sector segurador.

[112] Aprovado pela Portaria n.º 212/2008, de 29 de fevereiro, alterada pela Portaria n.º 44/2018, de 7 de fevereiro.

nas fases de acumulação e de utilização dos capitais. O regulamento fixa os limites para a composição da carteira do fundo com vista a assegurar uma diversificação que permita otimizar a relação entre rentabilidade e risco. À semelhança do que se prevê na política de gestão do FEFSS, a carteira do FCR apenas pode investir em ativos com origem em Estados membros da União Europeia ou da OCDE, devendo pelo menos 50 % da carteira ser investida em títulos de dívida pública, dos quais, no mínimo, metade são representativos de dívida pública portuguesa ou garantida pelo Estado português. No caso do FEFSS o regulamento determina que pelo menos 50% da carteira deve ser investida em títulos de dívida pública nacional, verificando-se um perfil menos concentrado em dívida soberana nacional no caso da carteira do FCR. O Quadro 5 compara a composição regulamentar da carteira do FCR e do FEFSS.

O gráfico seguinte mostra que, no final de 2022, o peso da dívida pública portuguesa na carteira do FEFSS era significativamente superior (51.5%) ao que se verificava no FCR-A (25,5%), uma predominância que se denota em toda a série, desde 2008, ano de constituição do FCR. O investimento do FCR-A apresentava assim, uma maior concentração em dívida pública de outros países, nomeadamente da OCDE, atingindo no final daquele ano 52,7% da carteira disponível (24,5% no FEFSS). Já no que se refere ao investimento em ações verifica-se que, no final de 2022, esta classe de ativos apresentava um maior peso no caso do FEFSS do que no FCR-A (19,5% face a 15,7%, respetivamente).

Gráfico 12 – Carteira do FEFSS e do FCR-A em 2022

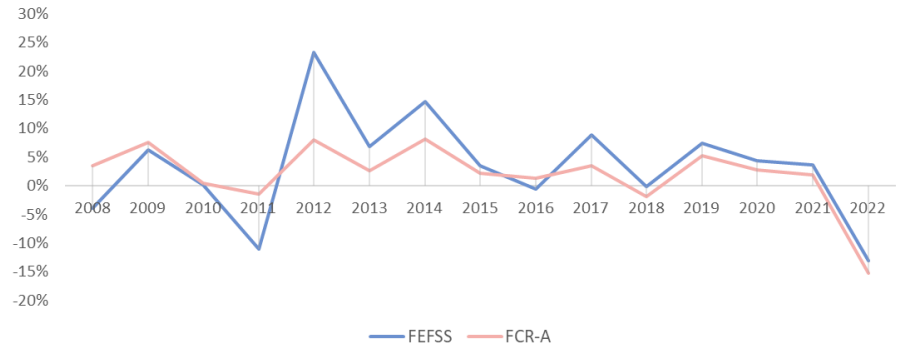


Fonte: IGFCSS. | Nota: O valor da outra dívida que não dívida pública nacional, o imobiliário e as ações incluem o valor nacional dos futuros e valias potenciais de *forwards*.

Estas carteiras, com dimensões, finalidades e composições distintas, apresentam desde 2018 uma rentabilidade média anual nominal muito próxima. No final de 2022 o FEFSS ascendia a 22.991 mil milhões de euros e o FCR-A acumulava 13

milhões de euros.[113] Nessa data, as duas carteiras apresentavam, respetivamente, rendibilidades negativas, de 15,28% e 13,04%.

Gráfico 13 – Rentabilidade nominal anual do FEFSS e do FCR-A (%)



Fonte: IGFCSS.

Do que antecede, pode então concluir-se que o FCR, ainda que tenha como patrocinador o Estado e gestor uma entidade pública (o IGFCSS), no seu funcionamento acaba por se equiparar a uma entidade privada (o risco é dos beneficiários e o não do patrocinador), ou seja, ele é similar a um verdadeiro fundo de pensões privado. Na verdade, ele já está preparado, por ter como base de incidência contributiva a mesma do regime geral (o valor da remuneração do trabalhador), para poder evoluir para uma pensão complementar da segurança social, neste caso de gestão pública, assim seja tornada obrigatória a contribuição para este plano/fundo. A evolução da rentabilidade do FCR tem acompanhado a do FEFSS, em particular nos anos mais recentes, mostrando que os beneficiários - pese a volatilidade maior nas duas crises recentes, Grande Crise Financeira (GCF) e crise pandémica - têm beneficiado dos resultados da capitalização numa perspetiva de poupança de longo prazo.

5.1.4 Nota final

Por fim, antes de terminarmos a presente secção, importa evidenciar um aspeto que aproxima todos os fundos acabados de tratar – FEFSS, fundos de reserva da CGA e FCR – e que reside na sua política de investimentos: todos eles são basicamente veículos de aquisição da dívida pública portuguesa, aspeto que se acentuou na última década. De resto, essa tendência – a instrumentalização de fundos de pensões lato sensu para suporte de dívida soberana - não é exclusiva de Portugal. Este aspeto será desenvolvido na secção seguinte.

[113] Num fundo que já tem mais de quinze anos de vida, este valor do FCR está muito aquém do que seria expectável, refletindo a fraca adesão a este instrumento de capitalização individual da segurança social (o que também espelha o fraco patrocínio político que tem recebido).

5.2 O papel do FEFSS no financiamento do Estado

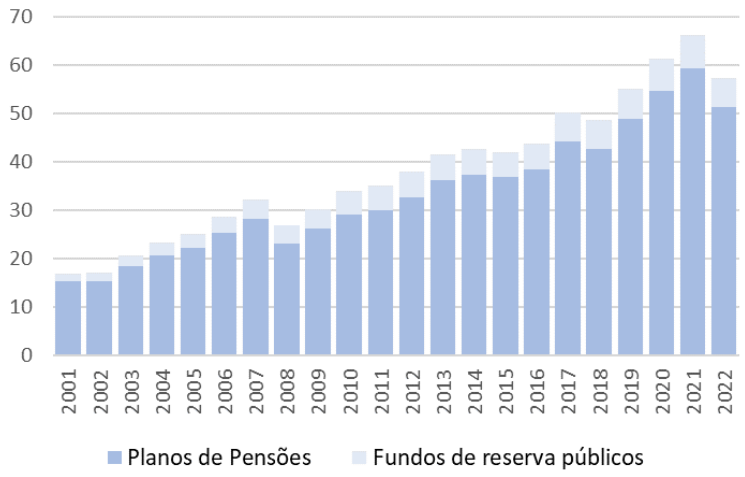
5.2.1 O papel dos fundos de pensões em sentido amplo no financiamento da dívida pública

5.2.1.1 Considerações iniciais sobre a dívida soberana no investimento dos fundos de pensões em geral; o papel da regulação

Carteira de investimento dos fundos de pensões e dos fundos de reserva no plano internacional

No plano internacional, os sistemas de proteção social têm vindo a aumentar progressivamente os seus níveis de reservas, reforçando a componente de capitalização pública e privada. Esta tendência reflete a necessidade de provisionar os sistemas públicos de pensões para lidar com os efeitos do envelhecimento demográfico e com o seu impacto nas finanças públicas. Neste cenário, é provável, pois, que os fundos de pensões e os fundos de reserva geridos em regime de capitalização venham a assumir um papel crescente na garantia de rendimentos na reforma, conferindo-lhes, consequentemente, uma importância cada vez maior nos mercados financeiros como fonte de poupança no longo prazo. Em 2020, os fundos de pensões já detinham ativos num valor equivalente ao PIB do total dos países membros da OCDE, enquanto os ativos dos fundos de reserva de sistemas de pensões públicos ascendiam a 13,9% do PIB dos países da OCDE.[114] O gráfico seguinte ilustra a evolução verificada nos últimos 20 anos.

Gráfico 14 – Evolução dos ativos de fundos de pensões e de reserva (T$)



Fonte: OCDE, Pension Markets in Focus, 2023.

[114] OECD (2021), *Pensions at a Glance*, 2021. De acordo com a edição de 2023, no final de 2022 os ativos dos fundos de pensões já representavam apenas 86,7% do PIB destes países e os fundos de reserva 11,7%.

Quando a sustentabilidade de um sistema de pensões depende, em algum grau, de uma componente gerida em capitalização, o nível de retorno dos investimentos durante o período de acumulação é tão ou mais importante do que o nível das contribuições efetivas que esse mesmo sistema recebe. Os resultados da sua gestão podem retirar ou colocar pressão sobre os compromissos futuros. As reservas constituem uma salvaguarda das responsabilidades futuras, contribuindo para reforçar a sustentabilidade e a confiança nos sistemas de proteção social. Assim, a gestão dos fundos de reserva e de pensões tem de conjugar três objetivos exigentes, procurando proteger ganhos, gerar retornos adequados e construir ativos sustentáveis. A política de investimentos adotada assume um papel essencial na prossecução destes objetivos e na gestão e mitigação do risco, nomeadamente nos mercados financeiros, onde estes fundos habitualmente desenvolvem a sua atividade.

Em regra, durante o período de acumulação, os fundos são investidos em ativos com um perfil de risco mais elevado, sendo convertidos, na fase de utilização, em títulos de rendimento fixo, que garantem um fluxo de rendimentos estável. Garantir níveis de prudência adequados à finalidade dos fundos tem passado pela regulação (nacional e europeia no caso de Portugal),[115] através da definição de regras que promovem o investimento prudencial e diversificado dos fundos, adequando os ativos ao tipo e horizonte das responsabilidades assumidas.[116,117] Ainda antes da GCF, a OCDE aprovara (2006) um conjunto de recomendações[118] integrando algumas preocupações regulamentares relacionadas com a gestão dos ativos dos fundos de pensões. Estas recomendações visavam estabelecer algumas orientações destinadas a decisores políticos, reguladores, supervisores e outras entidades envolvidas na administração e gestão de fundos de pensões, assentes em boas práticas, por forma a incentivar uma gestão prudente dos ativos e o cumprimento dos seus objetivos em matéria de rentabilidade. Já depois da GCF, em 2016, esta mesma organização publicou um conjunto de princípios que visam incentivar uma regulação e uma gestão mais eficiente dos fundos de pensões. Também a ISSA[119] tem um conjunto de diretrizes emitidas sobre investimentos dos fundos de segurança social tendo em vista assegurar que a gestão de investimentos é desempenhada de acordo com os princípios prudenciais de segurança, rendibilidade e liquidez. Por fim, mas não menos importante, no quadro da UE, importa destacar o papel da EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*), criada em 2011, na sequência da aprovação do Relatório Laroisière de 2009, como instituição europeia de regulação financeira na

[115] Lei n.º 27/2020 de 23 de julho.

[116] Ver OECD (2022), *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers 2022*.

[117] Sobre os princípios de regulação dos fundos de pensões ver OECD Core Principles of Private Pension Regulation - OECD.

[118] OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management.

[119] International Social Security Association.

área dos regimes de pensões profissionais. De notar que a EIOPA teve um papel fundamental na implementação da Diretiva 16/2341 do Parlamento e do Conselho Europeu, de 14 de dezembro de 2016, relativa às atividades e à supervisão das instituições de realização de planos de pensões profissionais (conhecida como Diretiva IRPPP II).[120]

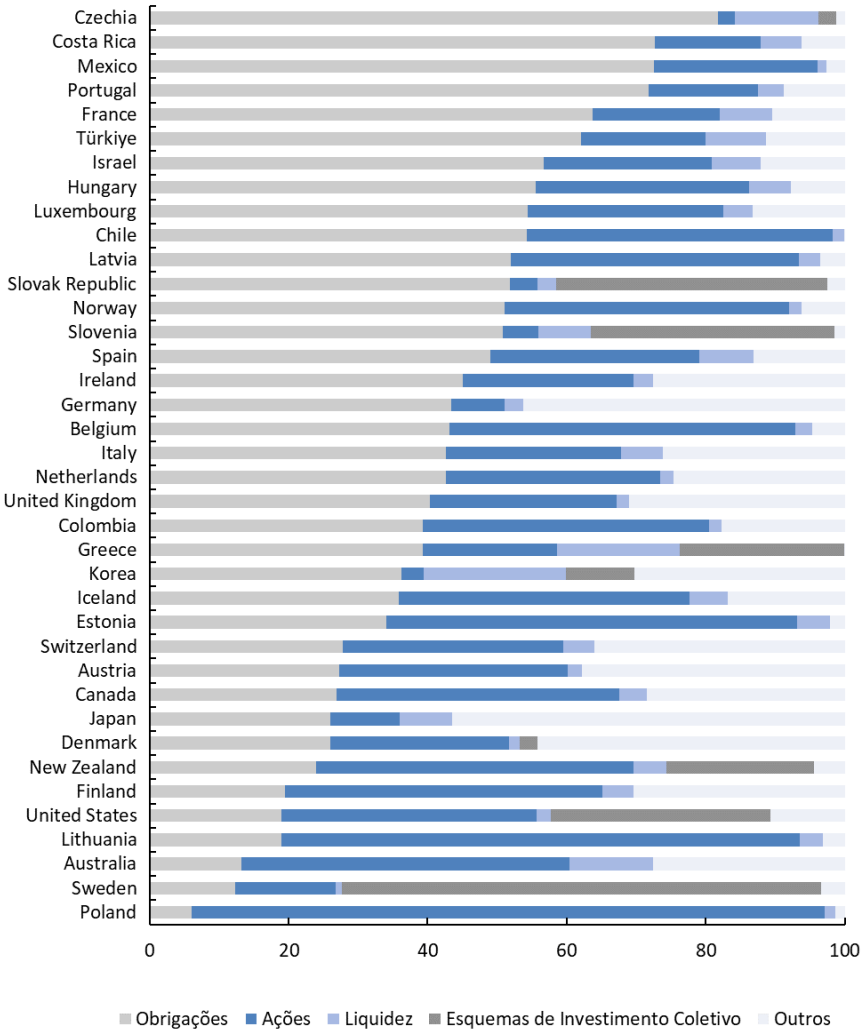
Uma gestão prudencial incorpora ativos com categorias de risco distintas, adequadas ao perfil de risco dos beneficiários e ao horizonte temporal dos compromissos assumidos. Tradicionalmente, garantir esses níveis de prudência significava uma estratégia de investimento mais conservadora, concentrada maioritariamente em duas classes de ativos: obrigações e ações, com especial enfoque nas obrigações soberanas por fornecerem um fluxo de rendimentos estável e seguro. A evolução das condições de mercado e a necessidade de obter taxas de retorno mais elevadas tende a reforçar o interesse em investimentos alternativos. [121, 122]

[120] Esta Diretiva vem substituir a anterior de 2003 (Diretiva IRPPP I), prevendo-se a sua transposição pelas legislações nacionais até janeiro de 2019 (no caso, português, essa transposição ocorreu depois desta data, mediante a aprovação da já referida Lei n.º 27/2020, de 23 de julho, e que contém o regime jurídico da constituição e do funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões). A Diretiva IRPPP II fixou especificações comuns visando assegurar a solidez dos planos profissionais de pensões, estabelecendo: i) novos requisitos de governação; ii) novas regras de avaliação própria do risco por parte das instituições de realização de planos de pensões profissionais; iii) novos requisitos para uso de um depositário; iv) reforço dos poderes dos supervisores. Sobre este assunto, Cabral (2019, p. 236).

[121] De acordo com o inquérito OMFIF Global Public Pensions 2022, as ações e títulos de rendimento fixo representavam 76% das carteiras em 2021, menos 4 p.p. do que em 2020.

[122] Os fundos de pensões públicos estão também a adaptar as suas estratégias de investimento face aos riscos relacionados com o clima. De acordo com o Inquérito da OMFIF estes fundos têm procurado aumentar o investimento em ativos ambientais, sociais e de governação, investindo em tecnologias verdes e em infraestruturas renováveis.

Gráfico 15 – Ativos nas carteiras dos fundos de pensões na OCDE (%)



Fonte: OCDE, Pension Markets in Focus 2023.

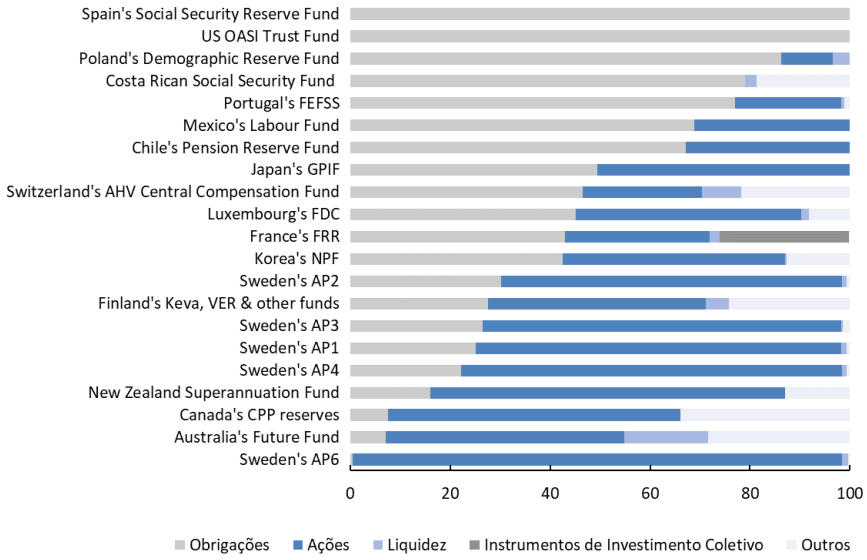
Quanto aos fundos de reserva, e embora os mesmos não estejam sujeitos a igual quadro de supervisão aplicável aos fundos de pensões e não tendo que seguir princípios similares de gestão, os mesmos acabam por revelar tendências semelhantes nas suas opções de investimento.[123] O gráfico seguinte ilustra o peso das diferentes categorias de ativos nas carteiras dos fundos de reserva identificados em países da OCDE em 2022.[124] Na classe das obrigações, os títulos de dívida pública apresentam maior peso nas obrigações diretas detidas em conjunto (ou seja, excluindo o investimento através de organismos de

[123] Mais adiante, no Capítulo 6, serão abordados alguns aspetos relativos à governação dos fundos de reserva que tangenciam com esta matéria, dos princípios e critérios da política de investimentos.

[124] *Pensions at a Glance*, 2021.

investimento coletivo) em vários países, ainda que a distribuição revele diferenças interessantes.

Gráfico 16 – Ativos nas carteiras dos fundos de reserva na OCDE (% do PIB)



Fonte: OCDE, Pension Markets in Focus 2023.

A dívida pública como ativo dos fundos de pensões em Portugal

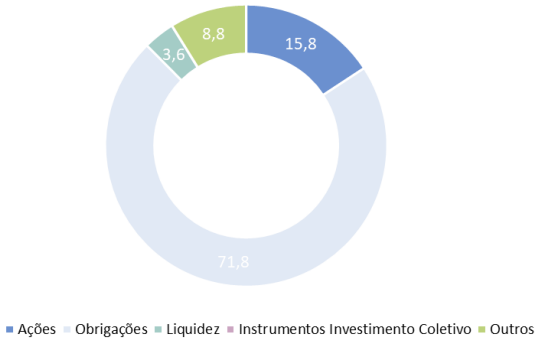
Em relação a Portugal, na componente de menor risco, o investimento em obrigações do Estado foi preponderante durante longos anos, como ativo de refúgio para combater incertezas latentes. Do ponto de vista da regulação, as obrigações do Estado conhecem exigências menores do que os outros tipos de obrigações.[125] Apesar de se poder considerar que os títulos de dívida pública ainda se reconduzem à categoria de ativos seguros (*risk-free)*, a natureza isenta de risco destes ativos, que foi uma das pedras angulares do sistema financeiro global, tem sido questionada desde a GCF de 2008.

O Gráfico seguinte mostra como em 2022, as obrigações continuam a ser o principal ativo detido pelos fundos de pensões. No entanto, em boa parte por força da redução muito expressiva das taxas de juro dos títulos de dívida pública, verificada nos últimos anos (até à crise inflacionária), na gestão das carteiras assistiu-se a uma alocação dos investimentos para classes de ativos alternativos (passando a incluir imóveis, infraestruturas, capital privado e ativos como o ouro

[125] Em Portugal, vigora um limite máximo para a aplicação em obrigações emitidas pelo sector privado por entidade (10%) ou para operações realizadas com um mesmo grupo (15%). Sobre limites de investimento por emissor e categoria de ativo ver OECD (2022), *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers 2022*,

(até pela proteção adicional que estes conferem em contextos inflacionistas como aquele que, entretanto, se veio a verificar).[126]

Gráfico 17 – Peso dos ativos nos fundos de pensões em Portugal em 2022 (%)



Fonte: OCDE, Pension Markets in focus (2023)

Uma última nota para o papel que o investimento sustentável tem tido nessa diversificação do investimento (Caixa 9).

Caixa 9 – Investimentos ambiental e socialmente sustentáveis

A elevada dimensão das carteiras dos fundos de pensões e fundos soberanos, associado a um longo horizonte temporal de investimentos, conferem a estes fundos um papel importante na promoção de finanças sustentáveis. Vários estudos internacionais têm vindo a mostrar o crescente interesse destes fundos em investimentos sustentáveis, assumindo a liderança entre os investidores institucionais.[127] A orientação para este novo tipo de investimentos demonstra, também a este nível, a preocupação de atenuar riscos relacionados com o desenvolvimento sustentável, dado que esta categoria de investimentos envolve a avaliação de outros fatores de risco para além dos riscos financeiros como sejam os riscos ambientais, sociais e de gestão (*Environment, Social and Governance* - ESG).

Esta nova dimensão associada à sustentabilidade tem vindo a ser integrada na gestão dos fundos através da divulgação de reportes sobre o desempenho ESG. De acordo com um estudo das Nações Unidas, que abrangeu uma amostra de 100 fundos, concluiu-se que são efetivamente os fundos de pensões que revelam maior preocupação com o reporte ESG, representando 57% da amostra, enquanto apenas 30% dos fundos soberanos já avançaram com a divulgação de relatórios de sustentabilidade. Estes relatórios permitem avaliar a estratégia seguida no que concerne às práticas de gestão, evidenciando igualmente alterações ao nível das estratégias e políticas de investimento. Estas alterações visam, por um lado, antecipar os riscos de transição associados às alterações climáticas e por outro, reduzir o impacto ambiental dos investimentos nas suas carteiras (estratégias *net zero emissions*). Os relatórios *Global Public Pensions* 2022 e de 2023 da OMFIF também comprovam esta preocupação dos fundos com as alterações climáticas, sendo este risco classificado entre os três principais riscos de longo prazo, sobrepondo-se aos

[126] O investimento em ativos reais praticamente dobrou entre 2008 e 2020, em detrimento do investimento em ativos de rendimento fixo e ações.

[127] Ver o Relatório *Global Public Pension 2022* da OMFIF e *Sustainability integration by public pension and sovereign wealth funds*, Geneva.

riscos associados às tensões geopolíticas (70%), às alterações demográficas (32%) e ao ciclo de baixas taxas de juro (27%).

Reduzir os riscos ambientais na carteira dos fundos passa por seguir abordagens mais seletivas na política de investimentos, por exemplo, excluindo investimentos com impacto ambiental desfavorável ou, privilegiando investimentos com melhor desempenho ESG, através da aquisição de ações de empresas que se dedicam a atividades sustentáveis, com foco na redução dos impactos ambientais e sociais (*green equities*) ou obrigações verdes (*green bonds*) emitidos por empresas, Governos ou organizações internacionais, com o objetivo específico de financiar projetos e atividades que tenham benefícios ambientais. Estas estratégias orientadas para a sustentabilidade dependem, fortemente da informação divulgada pelos emitentes, o que coloca desafios quanto à fiabilidade. O Regulamento Europeu de Divulgação de Finanças Sustentáveis (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFDR),[128] aprovado em 2019, poderá fornecer uma base para uma padronização internacional que estabeleça o que são considerados "investimentos sustentáveis", especialmente no que concerne os financiamentos necessários à transição verde.

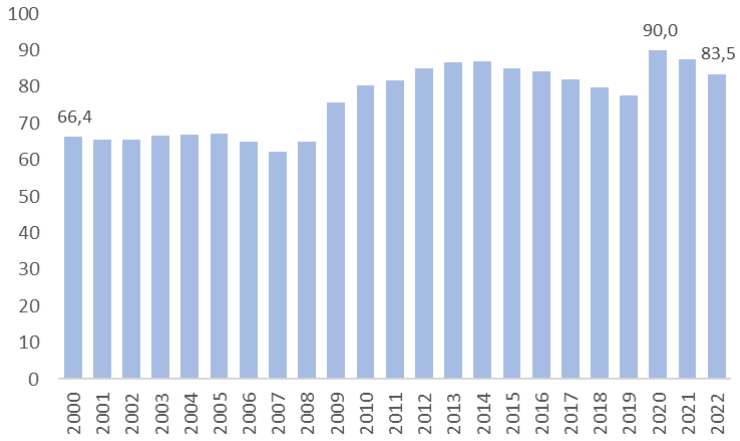
5.2.1.2 Os fundos de pensões em sentido amplo como credores privilegiados do Estado; fundos de pensões e repressão financeira

O financiamento da atividade do Estado faz-se por recurso a impostos e dívida pública. Enquanto os impostos são pagos pelas famílias e empresas, a dívida pública é adquirida essencialmente por investidores institucionais onde se incluem precisamente os fundos de pensões e os fundos de reserva. Ao adquirir títulos de dívida pública, os investidores tornam-se credores do Estado, pelo período contratualizado, recebendo, quando se trata de instrumentos de longo prazo, pagamentos regulares previamente estabelecidos (cupões), os quais visam reforçar o valor dos seus ativos. Caso mantenham os títulos até à maturidade, na data de vencimento o Estado devolve aos fundos o capital que lhe foi emprestado.

Na última década, assistiu-se a um significativo aumento das dívidas soberanas um pouco por todo o mundo e em particular na UE, com especial ênfase durante a crise pandémica em que os Estados foram chamados a financiar despesas adicionais no âmbito das políticas de saúde e a implementar políticas de estabilização da economia.

[128] O Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, exige a divulgação de informações específicas por parte das entidades gestoras de ativos e de consultores de investimento relativamente à integração dos riscos de sustentabilidade, à consideração dos principais efeitos negativos, assim como à divulgação de informação de sustentabilidade relativa aos produtos financeiros. O Regulamento visa garantir uma maior transparência em termos de responsabilidades ambientais e sociais dos mercados financeiros, permitindo, por um lado, combater o '*greenwashing*' dos produtos financeiros (ou seja, já não é possível rotular um produto como ESG ou sustentável sem o comprovar), e por outro, permitindo aos investidores a comparação de opções de investimento ESG, contribuindo para uma tomada de decisão mais informada. O Regulamento classifica os produtos financeiros em 3 categorias: produtos convencionais, produtos que promovem características ambientais ou sociais e produtos com objetivos de investimento sustentável.

Gráfico 18 – Evolução da dívida pública na União Europeia – UE27 (em % do PIB))



Fonte: Eurostat. | Nota: Dívida pública de Maastricht.

Face ao peso que os fundos de pensões e de reserva representam na base de investidores, estes constituem clientes relevantes a ter em conta na estratégia de financiamento do Estado. Por essa razão, estes fundos são encarados, de um modo geral, como uma forma de captar recursos para financiamento da política do Estado, com impacto na contenção ou descida dos indicadores de finanças públicas, ainda que o nível de endividamento possa continuar a subir. Trata-se de um exemplo, aliás extremo, daquilo que na literatura se vem designando por 'repressão financeira'. Com efeito, na medida em que os Governos canalizam recursos para si próprios, que num mercado não regulado os agentes financeiros aplicariam noutros ativos (Reinhart *et al.*, 2011), tais agentes acabam por ser instrumentalizados para fins de financiamento do Estado e de gestão da dívida pública, incluindo a sua redução. Não admira que a repressão financeira apareça, na História Económica, associada a episódios de dívida pública muito elevada e até de crises de dívida soberana: i) Fase 1: 1945-70, no âmbito do sistema monetário saído de *Bretton Woods*, período durante o qual as economias avançadas, fortemente endividadas na sequência da II Guerra Mundial, aplicam diversas formas de repressão financeira para verem diminuída essa dívida, e.g. requisitos para empréstimos e fixação de tetos para as taxas de juro; ii) Fase 2: dos anos setenta ao novo milénio, a fase em que a 'repressão financeira' de natureza intervencionista foi substituída por políticas de pendor liberal (ou se se preferir, neoliberal) e outras formas menos 'ativistas' de repressão, e.g. processos inflacionários como forma de restruturação da dívida, usados em economias menos desenvolvidas e sujeitando-as a riscos de ulterior hiperinflação; iii) Fase 3: desde os anos 2000 em diante (incluindo o período da GCF), fase na qual se assiste ao desenvolvimento de uma nova 'caixa de ferramentas' ao serviço da liquidação da dívida pública, num contexto de crescente endividamento à escala global, que inclui o recurso à 'nacionalização' dos mercados financeiros e desde logo do sector bancário, mas também outras instituições financeiras, o caso dos fundos de

pensões e de reserva[129] (Caixa 10). A repressão financeira acaba, em suma, por funcionar como uma alternativa às políticas de consolidação orçamental (vulgo de 'austeridade') orientadas à redução da dívida pública e pode consubstanciar uma forma de liquidação da dívida, ainda que de forma mais gradual ou subtil do que a sempre difícil restruturação ou determinação de '*haircuts*' (Reinhart & Sbrancia, 2015).

Caixa 10 – Evolução do alcance do termo 'repressão financeira'

A repressão financeira, termo cunhado por Shaw (1973) e McKinnon (1973), aparece inicialmente (desde a Fase 1) associada à fixação de limites para as taxas de juro, especialmente no caso da dívida soberana. Neste sentido, ela é vista como uma forma indireta de tributação (Reinhart & Rogoff, 2009), um imposto sobre aforradores e detentores de obrigações através de taxas de juro reais negativas ou mais baixas do que as taxas de mercado (Reinhart & Sbrancia, 2015). A repressão financeira é uma forma de redistribuição de riqueza entre devedores e credores, em favor dos primeiros (Reinhart & Rogoff, 2013). A repressão financeira, combinada com a inflação, constitui um instrumento típico de incumprimento parcial no pagamento da dívida pública doméstica (Reinhart & Sbrancia, 2015). Tal como sinalizado por Reinhart & Kierkegaard (2012), a repressão financeira, associada à inflação, reduz os encargos de dívida através de duas vias: i) taxas de juro nominais baixas reduzem o serviço da dívida; ii) taxas de juro reais negativas provocam erosão no peso da dívida pública no PIB. Uma outra forma de repressão financeira, no âmbito da gestão da dívida pública, consiste na troca de dívida pública transacionável (em mercado secundário) a taxa de juro mais baixa, por dívida não transacionável a taxas de juro mais elevadas e de maturidade mais longa (Reinhart & Sbrancia, 2015)[130].

Durante a GCF, a repressão financeira aparece associada à ideia de 'nacionalização' dos mercados financeiros e, concretamente, de exposição do sector bancário doméstico à divida pública nacional (Fahri & Tirole, 2016). As teorias sobre repressão financeira assentam na persuasão moral ('*moral* suasion') através da qual o soberano força ou incentiva os bancos domésticos a comprarem títulos de dívida pública a preços acima dos de mercado, de forma a reduzir os seus custos de financiamento. Este incentivo é maior nos momentos negativos ou de stress, quando as taxas de retorno (yield) das obrigações soberanas estão mais elevadas, conduzindo assim à re-nacionalização da dívida pública doméstica. Através da repressão financeira, os bancos são veículos que permitem aos Governos reorientar poupanças (canalizando-as para os bancos nacionais) ao mesmo tempo que pela via de requisitos de reserva ou outros 'obrigam' estes bancos a adquirir títulos de dívida nacional, permitindo que esses mesmos Governos se financiem a baixo custo. Os bancos são assim considerados "audiências nacionais cativas"[131] (Reinhart *et al.* 2011) usados para financiar diretamente os Governos (neste sentido, também Davis *et al.,* 2021).

Na última década e também na sequência da GCF, o recurso à política monetária foi também conotado com a ideia de repressão financeira. Com efeito, a política monetária seguida pelos bancos centrais em resposta à GCF e até à recente crise inflacionária, é apontada como exemplo moderno de repressão financeira, já que considerada uma política expansionista 'agressiva' geradora de taxas de juro reais negativas (Reinhart & Kierkegaard, 2012).

[129] Sobre estas três fases, veja-se Davis *et al.* 2021: 11-13.

[130] Exemplos afins de repressão financeira, entre nós, serão as 'operações especiais de compra de títulos de dívida pública' fora de mercado, nomeadamente a recompra de dívida a privados (incluindo bancos).

[131] '*Captive national audiences*'.

Finalmente, a repressão financeira aparece também associada, na última década, ao papel da regulação do sector financeiro em geral e bancário em particular (Reinhart, 2012; Uhlig, 2013; Reinhart & Sbrancia, 2015) – de facto, os reguladores podem 'forçar' os bancos a deter ativos soberanos até pelo modo como estes ativos são qualificados: as regras prudenciais saídas do Acordo de Basileia III (lançado em 2009) dão um tratamento preferencial à divida pública no balanço dos bancos pela diferenciação positiva dessa dívida nos requisitos (rácios) de capital. Para os fundos de pensões, durante a discussão da Diretiva IRPPP II (*supra),* tentou-se criar um requisito similar no sentido de dar um tratamento 'preferencial' aos ativos soberanos, mas na versão final, face à crítica encontrada, consagrou-se uma solução mais temperada.[132]

Note-se que o termo 'repressão financeira' acaba por assumir, na literatura mencionada, um sentido algo pejorativo, pois a ótica subjacente é a dos mercados não regulados. A repressão financeira deverá ser pragmaticamente entendida como medida de intervenção do Estado alterando as condições de mercado da dívida pública, ao serviço de uma estratégia governamental ou interesse nacional de gestão e/ou redução da mesma, para isso lançando mão de instrumentos de autoridade ou de soberania (e.g. política monetária, política de regulação e até política orçamental no sentido mais lato do termo).

Os fundos de pensões e de reserva configuram, tal como os bancos domésticos, um tipo de 'audiências nacionais cativas' ao serviço da repressão financeira ou, para usar a qualificação de Casey (2014, p. 32), eles constituem entidades 'sob sequestro', aspeto que se terá acentuado após a GCF. Uma questão que ocorre suscitar é a de saber se a acentuação de práticas de repressão financeira, nos anos seguintes à crise, não terá constituído uma tentativa de reparação dos efeitos decorrentes da permissividade excessiva, por parte dos poderes públicos em geral (incluindo autoridades de regulação e supervisão), em face dos alegados 'desmandos' de um sistema bancário e financeiro geradores de uma 'economia de casino' e da 'financeirização' do próprio sistema capitalista (Mazzucato, 2018). Neste sentido, a repressão financeira sobre fundos financeiros seria um movimento de contrarreação, de 'vindicta' ou pelo menos de redenção perante os excessos da 'financeirização' baseada na inovação financeira (e.g. 'banca-sombra', colateralização e titularização, e o '*short-selling*') que haviam marcado os anos precedentes e favorecido a enorme bolha financeira associada às hipotecas '*sub-prime*'.[133]

A propósito da utilização dos fundos de pensões e de reserva como instrumentos de repressão financeira na sequência da crise financeira e, particularmente no caso da UE, algumas razões de fundo podem ser apontadas. Em primeiro lugar, o recurso a estes instrumentos é justificado pelo esforço acrescido quer de consolidação orçamental, quer de resgate ao sector financeiro (e.g. banca) que diversos países europeus tiveram de fazer. Países como Portugal usaram a transferência de fundos de pensões (e.g. os casos referidos dos fundos de pensões

[132] Para mais desenvolvimentos sobre o conceito e expressões de repressão financeira, *vide* Cabral, 2021, p. 35 ss.

[133] Para mais desenvolvimentos sobre estes instrumentos de inovação financeira, Cabral (2021).

da Portugal Telecom e dos bancos) para obtenção de receitas extraordinárias que, no curto prazo, ajudaram a melhorar o saldo orçamental (tendo em vista o cumprimento das metas orçamentais definidas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, PEC)[134] e/ou a permitir a consumação de certa despesa de investimento já comprometida (e.g. aquisição de submarinos) e para a qual o país não tinha, nesse período de assistência financeira e de crise económica, condições para realizar a partir da sua receita ordinária (neste sentido, Casey, 2014, p. 34). Outros países, como a Irlanda e a Espanha, desmobilizaram antecipadamente os respetivos fundos de reserva de pensões (os casos, respetivamente, dos já aqui mencionados *National Pensions Reserve Fund* e do *Fondo de Reserva de la Seguridad Social* - subsecções 2.3 e 2.4) para, direta ou indiretamente, resgatarem o sector bancário, isso mesmo imposto pelos respetivos programas de ajustamento celebrados com as entidades financiadoras (ainda Casey, 2014, pp. 36-37). Em segundo lugar, alguns países da Europa de leste recentemente aderentes à UE, confrontados com essa crise económica e orçamental, reverteram os processos de privatização da segurança social que haviam lançado após o fim dos anteriores regimes socialistas e cujos custos de transição se tornaram particularmente pesados em tal contexto de crise. Essa reversão atingiu o próprio financiamento e capitalização dos fundos de pensões que haviam constituído após a queda do bloco soviético: por um lado, mediante a reorientação para o primeiro pilar de parte das contribuições até aí destinadas ao segundo pilar (e a que se associavam estes fundos de pensões) aumentando assim as receitas do primeiro, de natureza pública (e.g. o caso da Polónia); por outro lado, de forma mais radical, através da nacionalização dos próprios fundos de pensões (e.g. o caso da Hungria). Em terceiro lugar, como já visto, usam-se os fundos de pensões e de reserva para certas opções de investimento desejadas pelos Governos, assim alterando o comportamento destes fundos enquanto investidores (e.g. a substituição do NPRF irlandês pelo novo fundo, o ISIF, com os seus *directed* e *discretionary porfolios,* reflete também essa reorientação). Ainda que esta opção possa ser justificada à luz de salutares objetivos económicos ou sociais, ela pode, contudo, revelar-se inadequada no plano da rentabilização da carteira dos fundos em causa (e assim penalizando os futuros pensionistas abrangidos).

Na sequência da GCF (de 2008 a 2013), vários países recorreram, portanto, aos fundos de pensões e de reserva para fazer face a dificuldades financeiras e económicas, aumentando o peso dos instrumentos de dívida pública nas respetivas carteiras, quer por via de regulamentação específica (e.g. regras de composição da carteira e rácios financeiros), quer exercendo pressão institucional. Paralelamente, fizeram-se ainda sentir os efeitos de uma política monetária expansionista, marcada pela redução das taxas de juro de referência no âmbito da chamada política monetária convencional, efeito corroborado pelo lançamento de uma política não convencional (‘*quantitative easing’)* através do qual os bancos centrais passam a atuar como adquirentes de dívida pública de última instância

[134] No caso francês, a melhoria do ‘outlook’ orçamental

('*buyers of last resort')* e assim contribuindo para a redução dos prémios de risco-país, logo também, para a diminuição dos respetivos custos de financiamento. Como dito atrás, também esta política, por alguns qualificada como política expansionista 'agressiva' geradora de taxas de juro reais negativas (Reinhart & Kierkegaard, 2012), pode ser observada como exemplo moderno de repressão financeira, afetando a carteira de investimento dos investidores em geral (*vide* maiores detalhes subsecção seguinte).

Por ora, importa notar estoutro aspeto. Como sabemos, a evolução da dívida pública é monitorizada internacionalmente, sendo a dívida pública consolidada em percentagem do PIB o principal indicador utilizado. Através da chamada 'consolidação de contas', a dívida pública apresentada corresponde à posição do total do sector das administrações públicas, como se de uma única entidade se tratasse. Por conseguinte, do ponto de vista estatístico há uma espécie de cancelamento da dívida pública (quer em termos de fluxos quer em termos de stocks), entre entidades do perímetro deste sector. A dívida pública de Maastricht é apresentada de acordo com esta metodologia, beneficiando, assim, da eliminação de dívida pública detida por outros sectores,[135] nos quais se incluem os fundos públicos de pensões e de reserva. Este efeito pode ser significativo em países onde este tipo de fundos de natureza pública assume particular expressão. Na UE o efeito de consolidação representava, em 2022, 5,6% do total da dívida pública, refletindo realidades nacionais muito diferentes (ver Quadro 6). Em termos de evolução, o impacto da consolidação na variação do *stock* da dívida pública é classificado como um ajustamento défice-dívida,[136] constituindo esta componente um terceiro elemento que explica a redução da dívida pública, para além do saldo primário e do efeito dinâmico.[137] Na prática, os ajustamentos défice-dívida refletem diferenças entre a variação na dívida pública e o saldo global captando as variações verificadas na dívida pública por via da consolidação quando os fundos públicos de pensões e de reserva adquirem títulos de dívida pública em valor que supera o saldo orçamental. Não obstante o tratamento favorável nos indicadores de finanças públicas sempre que se verifique o financiamento do Estado por fundos públicos, importa notar que a dívida não deixa de existir e de corresponder a um passivo do balanço do Estado. Depois, ainda, uma utilização dos ativos dos fundos públicos de pensões ou de reserva para financiar despesa

[135] E também em contas nacionais. Para mais informação sobre as diferenças entre a dívida pública em contas nacionais e a dívida de Maastricht ver Apontamento sobre Dívida Pública do CFP.

[136] O ajustamento défice-dívida corresponde à variação do *stock* de dívida pública que não resulta do défice/excedente orçamental, para um dado período. O ajustamento défice-dívida pode ser agrupado em três categorias principais: (i) transações em ativos financeiros; (ii) efeitos de valorização em volume e preço da dívida; (iii) e outros efeitos. A consolidação de ativos/passivos de dívida pública reflete-se nas transações em ativos financeiros.

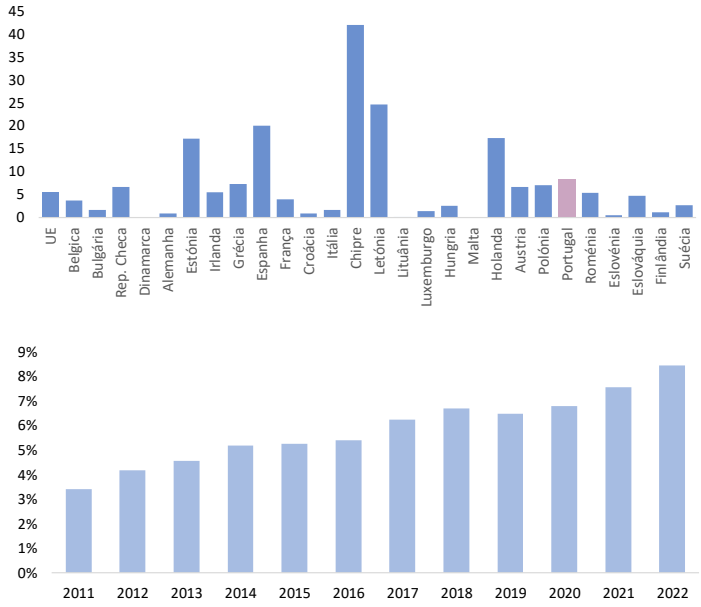
[137] O efeito dinâmico corresponde à variação anual do rácio da dívida pública explicado pela diferença entre a taxa de juro implícita e o crescimento nominal do PIB. Em termos globais a variação anual do rácio da dívida face ao PIB depende: do défice primário anual, do ajustamento défice-dívida e da relação entre a taxa de juro implícita na dívida e o crescimento da economia, expressos em percentagem do produto.

pública com pensões tem como consequência um impacto desfavorável no saldo das administrações públicas, pelo valor da sua utilização. Para além de agravar o saldo, caso seja necessário gerar liquidez para o efeito, vendendo títulos de dívida pública, o nível de dívida pública sofrerá um aumento no montante da dívida que seja vendida em mercado financeiro a outros sectores institucionais, que não o sector das administrações pública.[138]

Por outro lado, atendendo à dimensão e ao seu previsível crescimento, os fundos de pensões e de reserva têm o potencial de influenciar os preços no mercado financeiro, através da disponibilização de uma oferta alargada e constante de recursos financeiros. Num cenário de emissões de dívida de valor e regularidade decrescentes, como consequência de orçamentos excedentários, um excesso de procura de ativos específicos pode criar desequilíbrios na fixação de preços dos ativos financeiros, nomeadamente dos títulos de dívida pública (ver Cichon, 2013).

Quadro 6 – Impacto da consolidação (em % da dívida pública bruta)

	2022
UE	5,6
Belgica	3,7
Bulgária	1,6
Rep. Checa	6,6
Dinamarca	0,0
Alemanha	0,9
Estónia	17,2
Irlanda	5,5
Grécia	7,3
Espanha	20,1
França	4,0
Croácia	0,8
Itália	1,6
Chipre	42,2
Letónia	24,7
Lituânia	0,1
Luxemburgc	1,3
Hungria	2,5
Malta	0,0
Holanda	17,4
Austria	6,6
Polónia	7,0
Portugal	**8,4**
Roménia	5,3
Eslovénia	0,5
Eslováquia	4,7
Finlândia	1,1
Suécia	2,7



Fonte: Eurostat. Banco de Portugal.

[138] De notar que este efeito se verifica, mantendo tudo o resto constante, ou seja, desde que não se verifiquem transações de efeito contrário. No caso dos fundos de pensões transferidos de outros sectores semelhantes aos referidos no ponto 5.1.2, o impacto no saldo e na dívida pública é distinto.

5.2.2 Evolução do papel dos fundos de pensões e a política monetária após a GCF

A condução da política monetária tem impactos consideráveis no valor patrimonial e na política de gestão das carteiras dos investidores institucionais. Uma orientação mais restritiva ou mais expansionista gera alterações nas taxas de juro, com reflexo nas taxas das dívidas soberanas e nos preços das demais classes de ativos, levando a que os investidores ajustem a alocação dos seus ativos por forma a beneficiar dessas alterações e compensar os efeitos da inflação.

Importa não esquecer que, através do mecanismo de transmissão da política monetária, os efeitos desta são de sinal contrário sobre as taxas de juro e sobre o preço dos ativos. Uma orientação mais restritiva da política, usual em períodos de elevada inflação, determina um aumento das taxas de juro, aumentando o custo do financiamento. Nesta conjuntura de maior remuneração dos depósitos, tende a assistir-se a uma menor procura de certa classe de ativos (desde logo menor procura de obrigações e de ações), logo determinando a diminuição do respetivo preço. Em contrapartida, uma orientação mais expansionista que vise impulsionar a economia em períodos de recessão, leva a uma redução das taxas de juro de curto prazo e, com isso, a uma redução das taxas de juro nos depósitos. Nestes casos, o custo de oportunidade em aplicações alternativas também diminui, o que favorece a procura por ativos financeiros e imobiliários alternativos aumentando o seu preço. Não é por acaso que as bolhas especulativas em torno de certos ativos (mobiliários e imobiliários) é muitas vezes precedida por ciclos de taxas de juro baixas (ou seja, de uma política monetária expansionista) conducentes a uma certa 'exuberância' especulativa. Daí a necessidade, que a GCF veio acentuar, de que as autoridades monetárias monitorizem o impacto das suas decisões de política sobre a estabilidade financeira, oferecendo resistência ('*leaning against the wind*') perante o eventual surgimento de bolhas especulativas, seja no mercado imobiliário, seja no mercado financeiro.

A verdade é que, desde a crise financeira de 2008, se assistiu, um pouco por todo o mundo, à implementação, por parte dos bancos centrais, de políticas de feição expansionista, incluindo formas de política monetária não convencional. Esta estratégia, assente maioritariamente no reforço das provisões de liquidez, pela compra de ativos financeiros (*quantitive easing*) e por anúncios sobre a orientação futura da política monetária (*forward guidance)*, permitiu manter as taxas de juro em níveis historicamente baixos. Tal orientação tinha objetivos de natureza económica (estímulo à economia real ou melhoria dos níveis de emprego), mas procurou também direcionar fundos para os Estados, garantindo o financiamento da sua dívida e a redução dos respetivos custos de financiamento, através da instituição de "regras regulamentares de apoio à repressão financeira que acabaram por favorecer as obrigações soberanas" (Reinhart, 2011). No caso da União Económica e Monetária, a atuação do BCE teve ainda em vista resolver a grave crise de dívida soberana que afetou certos países periféricos (como Portugal), contribuindo para a redução do risco soberano e dessa forma para a redução gradual dos custos de financiamento das economias em causa. Apesar dos

efeitos positivos do ponto de vista da libertação de recursos para a política orçamental e na redução dos custos de financiamento das famílias e empresas, ao induzir uma reafectação de capitais entre mercados em favor do mercado da dívida pública, a política monetária contribuiu igualmente para a valorização de ativos com reflexos sobre as estratégias de investimento e a rentabilidade dos investimentos mais orientados ao longo prazo. A manutenção de taxas de juro anormalmente baixas e, em alguns casos, negativas teve igualmente consequências sobre os canais de intermediação de crédito, levando inclusivamente à exclusão de investidores do mercado (*crowding-out*) e assim reduzindo desta forma, a diversificação das fontes de financiamento que poderiam ser canalizadas para a economia real (Jérôme, 2015).[139]

O acompanhamento e a adaptação às decisões de política monetária fazem parte do negócio dos investidores institucionais, que procuram gerir as suas carteiras por forma a beneficiar das alterações da política monetária, tendo em conta a tolerância ao risco dos seus beneficiários e o horizonte das suas responsabilidades. Investidores com horizontes de investimento mais longos e uma maior tolerância ao risco tendem a aumentar a exposição ao risco em períodos de política monetária expansionista. Conforme referido, os fundos de pensões e de reserva investem uma parte significativa dos seus ativos em títulos de rendimento fixo (obrigações), procurando equilibrar a natureza do financiamento e a sua duração com a das responsabilidades assumidas.

A manutenção de baixas taxas de juro afeta especialmente a rentabilidade dos fundos de pensões e de reserva, sobretudo em comparação com cenários em que os títulos de dívida pública sejam negociados mais perto do seu justo valor (implícito no crescimento potencial do PIB e numa inflação meta de 2%).[140] Pode afirmar-se, portanto, que baixas taxas de juro ampliam vários riscos na gestão dos fundos. Isto porque criam incentivos à substituição de ativos, reforçando o peso de ativos com maiores taxas de rentabilidade, mas com um nível de risco maior. Tal acontece não só porque o preço desses ativos aumenta, mas também porque conjunturas de baixa taxa de juro, implicam a necessidade de maiores poupanças agregadas para atingir o nível de rendimento pretendido, o que pode tornar-se particularmente exigente nos fundos de pensões de benefício definido. O risco é tanto maior, quanto mais envelhecida for a população, exigindo aos fundos um

[139] Na ótica dos agentes e intermediários financeiros, mais uma vez o efeito da política monetária é visto como forma de repressão financeira, na qual se encontram efeitos indesejados: i) bolhas especulativas; ii) impactos sobre as famílias traduzidos na baixa remuneração das poupanças (como se houvesse um imposto indireto em caso de remuneração negativa) e ainda por via do efeito 'preço do ativo', que beneficia sobretudo o percentil de rendimentos mais elevados e assim acentuando a desigualdade na detenção de riqueza; iii) impactos sobre os investidores institucionais também eles afetados com um imposto 'opaco' sobre os rendimentos dos ativos em carteira; iv) impacto na própria credibilidade da política monetária no que se refere ao controlo da inflação (Jérôme, 2015).

[140] A regra de Taylor estabelece uma relação entre o comportamento da taxa de juro e os desvios da inflação em relação à meta de 2% e ao hiato do produto. Sobre este ponto, também Jérôme (2015).

nível ainda mais elevado de provisões para que os seus beneficiários possam manter níveis adequados de rendimento e de consumo no período pós-reforma.

Note-se, por sua vez, que avaliação dos efeitos de sinal contrário – sobre taxas de juro e preços dos ativos – decorrentes de políticas monetárias expansionistas, no caso particular dos fundos de pensões, depende quer da composição da respetiva carteira (ações versus obrigações, incluindo obrigações soberanas) quer do tipo de plano que é gerido, ou seja, se de benefício ou de contribuição definida e ainda, no primeiro caso, se esse plano está ou não suficientemente capitalizado e a estratégia de investimento seguida (neste sentido, veja-se Bank of England, 2012 e Pensions Europe, 2015). Quando o efeito taxa de juro prevalece, e de forma a evitar a falência dos fundos em questão, pode haver a tentação de seguir estratégias de investimento mais arriscadas, de *'search for yield'* (procura de rendimento), incluindo a chamada '*gambling for redemption'* (Antolin, Schich & Yermo, 2011). Por vezes trata-se de procurar investimentos em classes de ativos alternativos, e.g. imóveis, infraestruturas, ouro, etc.[141] Noutros casos, a opção de investimento (muitas vezes ele próprio, investimento conjunto, '*pooled investment*'[142]) passa pela alavancagem financeira, e.g. contratos de recompra, e pelo recurso a contratos de derivados ('*swaps*' de inflação, taxa de juro ou de câmbio).

Foi nos fundos associados à gestão de planos de pensões de benefício definido (BD) que o efeito taxa de juro se fez sentir de forma mais evidente após a GCF, e num quadro subsequente de taxas ultrabaixas. Este fator, associado à quebra de rendimentos que a crise implicou, afetou na verdade a sustentabilidade dos planos de BD. Depois, de modo mais preciso, tudo depende da forma como o plano de BD está desenhado e de como se determina o indicador de solvência (ou seja, o valor das responsabilidades). Por um lado, se este indicador assenta na capitalização dos ativos, um contexto prolongado de baixas taxas de juro cria problemas de solvência sérios. Já se relevarem também, na formação dessas responsabilidades, outros critérios (evolução da inflação e dos salários), num contexto global de baixas taxas de juro, mas também de menor crescimento económico, logo de menor crescimento dos salários, isso pode significar uma diminuição do valor das responsabilidades assumidas e aí o impacto nos resultados da capitalização não será tão prejudicial. Por outro lado, uma vez determinados os fluxos de caixa futuros do plano, o apuramento das responsabilidades em cada momento pressupõe o desconto a uma dada taxa e aí, tudo o resto constante, se esta

[141] O investimento em ativos reais praticamente duplicou entre 2008 e 2020, em detrimento do investimento em ativos de rendimento fixo e ações.

[142] Trata-se de uma 'pool' de investimento que inclui vários participantes. Quando o gestor do ativo é confrontado com a decisão de desfazer a sua posição (especialmente quando é uma posição alavancada), é necessário o acordo de todos os participantes do fundo. Em momentos de tensão, quando os gestores de ativos são confrontados com contribuições adicionais ('*margin calls*') colocam-se problemas organizacionais para garantir o acordo dos participantes em relação à alteração. Nessa altura podem ocorrer perdas a preços de mercado ('*mark-to-market*') e que têm de ser cobertas. Os gestores podem, nessas circunstâncias, ter de proceder a vendas forçadas. Neste sentido, Patel & Palacios (2023).

assentar numa taxa de juro da dívida pública prolongadamente baixa, isso conduzirá a uma valorização em alta das responsabilidades (Antolin, Schich & Yermo, 2011). Consequentemente, a garantia dos rácios mínimos de solvabilidade pode justificar o reforço das contribuições ou até soluções mais radicais. Como refere, a este respeito, Bernardino (2019, p. 127), os testes de stress realizados pela EIOPA em 2015 e 2017 mostravam que em média os fundos de pensões de BD europeus estavam descapitalizados, ou seja, os ativos disponíveis não eram suficientes para cobrir as responsabilidades reais assumidas. Uma das consequências foi a transformação de muitos destes planos de BD em planos de contribuição definida (CD), o que significa, na prática, a transferência do risco de investimento do investidor institucional e do patrocinador do plano (empresa) para o próprio segurado (o trabalhador) – isto, sem prejuízo de se poder optar, em alternativa, por uma solução híbrida.[143]

A tensão recente ocorrida no Reino Unido, na sequência do anúncio do pacote fiscal pela então Primeira-Ministra Liz Truss (e da má reação do mercado a esse pacote), ilustra bem as ligações, a montante e a jusante, entre política monetária e o nível de capitalização dos fundos de pensões de BD, nomeadamente quando estes fundos envolvem uma estratégia mais estruturada (e arriscada!) de investimento – e.g. '*liability-driven investments*' (LDI). O episódio relata ainda a exposição destes fundos a crises de liquidez e a espirais dinâmicas de 'corrida aos fundos' que se autorreforçam em momentos de stress (Caixa11)

Caixa 11 – O momento de tensão no mercado de dívida no Reino Unido, em 2022

O episódio em causa mostrou de facto como estes fundos de pensões assentes numa estratégia *Liability-Driven Investments* (LDI) são particularmente vulneráveis, desde logo, a problemas de liquidez em caso de tumulto no mercado. Ainda que o recurso a esta estratégia LDI apareça associada, no Reino Unido, a um ambiente de baixas taxas de juro, os fatores de vulnerabilidade da mesma estratégia assentam na própria opção de gestão de risco que envolve a criação de uma *'pool'* de ativos (a opção pelo investimento conjunto, em detrimento de investimento direto) fortemente alavancados, que os tornam especialmente expostos a dinâmicas de 'corridas aos fundos'. Como é explicado por Patel & Palacios (2023), na sequência do pacote fiscal apresentado pela Primeira-Ministra Truss no dia 23 de setembro de 2022, e da reação suscitada nos mercados de dívida, o rendimento das obrigações soberanas ('gilts') e dos *swaps* de libra esterlina aumentou de forma expressiva. As taxas de juro atingiram máximos no dia 27 de setembro, significando para as obrigações do Tesouro a 30 anos um aumento de 200 pontos base em relação às taxas aplicadas no fim do mês de agosto.

Em resultado a estes movimentos bruscos, os fundos de pensões no Reino Unido sofreram perdas a preços de mercado ('*mark-to-market*'), o que conduziu a pedidos de contribuições adicionais traduzidas em exigências acrescidas de liquidez. Para satisfazer tais exigências, os

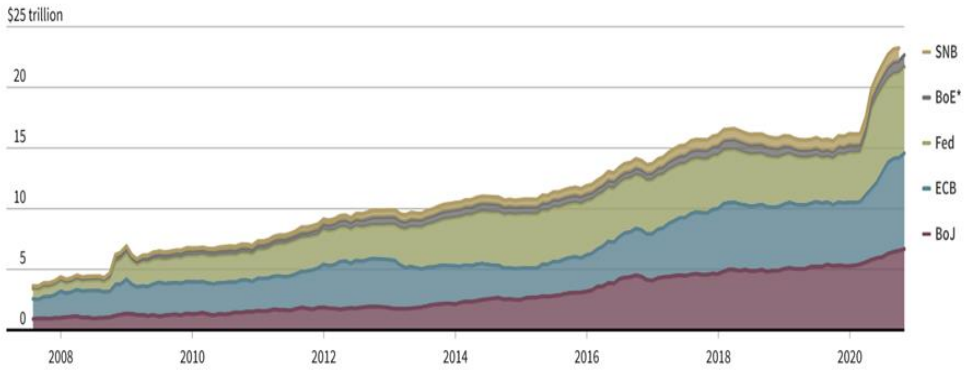
[143] Os planos híbridos (ou mistos) de pensões incorporam elementos quer dos planos de BD (na medida em que o patrocinador do plano faz contribuições de compensação e suporta uma parte do risco de investimento ou de retorno garantido) quer dos de CD (uma vez que os benefícios são expressos sob a forma de equilíbrio contabilístico). Estes planos híbridos procuram assim combinar as vantagens de um e de outro e minimizar as desvantagens correlativas (assim, Boeri *et al.* 2006).

fundos de pensões tiveram de vender os seus ativos, por sua vez muito concentrados em obrigações de tesouro. Estas vendas em grande escala, num mercado relativamente pequeno, levaram a uma dinâmica de 'corrida aos fundos' à medida que os preços caíam em espiral. A dinâmica dos preços só foi apaziguada pela intervenção de emergência do Banco de Inglaterra, o qual lançou um programa temporário de compra de títulos de dívida, logo no dia 28 de setembro. No total, o Banco de Inglaterra realizou 19,3 mil milhões de libras esterlinas em compras de '*gilt*'. Com o anúncio do programa, que pretendia estabilizar o mercado, as taxas de juro das '*gilt*' diminuíram acentuadamente. Neste sentido e para mais detalhes, Patel & Palacios (2023).[144]

Este episódio surge numa altura em que, perante novas tensões inflacionárias, os bancos centrais, de entre eles o Banco de Inglaterra, procediam já à normalização da política monetária, traduzida na descontinuidade gradual dos programas de compras de ativos lançados após a GCF (o agora chamado '*quantitative tightening*'). Esta intervenção de emergência do banco central britânico poderia ter tido efeitos perniciosos sobre o controlo da inflação. No entanto, o programa em causa acabaria por ter de facto um efeito bastante contido no tempo, por ser eficaz, permitindo que o Banco de Inglaterra retomasse a normalização da sua política monetária. Este episódio é um estudo de caso muito rico, não apenas para este efeito – das interações entre política monetária e fundos de pensões expostos à dívida pública – mas também pelo facto de a política orçamental (dever) estar condicionada pelo peso da dívida existente e pela detenção da dívida (quem é que detém essa dívida, grau de concentração na detenção dessa dívida e com que finalidade essa dívida é detida). A (elevada) detenção de dívida pública por parte de fundos de pensões (e já agora por fundos de reserva) obriga a cuidados particulares na orientação da política orçamental e nos anúncios que sobre ela se fazem. A intervenção salvífica do Banco de Inglaterra explica-se à luz de uma atuação das autoridades orçamentais que acabou por revelar-se imprudente.

No caso dos fundos de reserva e de um modo geral dos fundos que não têm responsabilidades pré-definidas, a exposição ao efeito taxa de juro não é tão evidente, por causa disso mesmo, ainda que o desempenho da sua carteira continue a depender da evolução dos juros.

Gráfico 19 – Evolução dos ativos nos balanços dos Bancos Centrais (T$)



Fonte: Thomson Reuters Datastream: Central bank assets (thomsonreuters.com). | Notas: ECB – Banco Central Europeu, BoJ – Banco do Japão, Fed – Reserva Federal, SNB – Banco Nacional Suíço, e BoE – Banco da Inglaterra.

[144] Disponível aqui: https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2023/480.

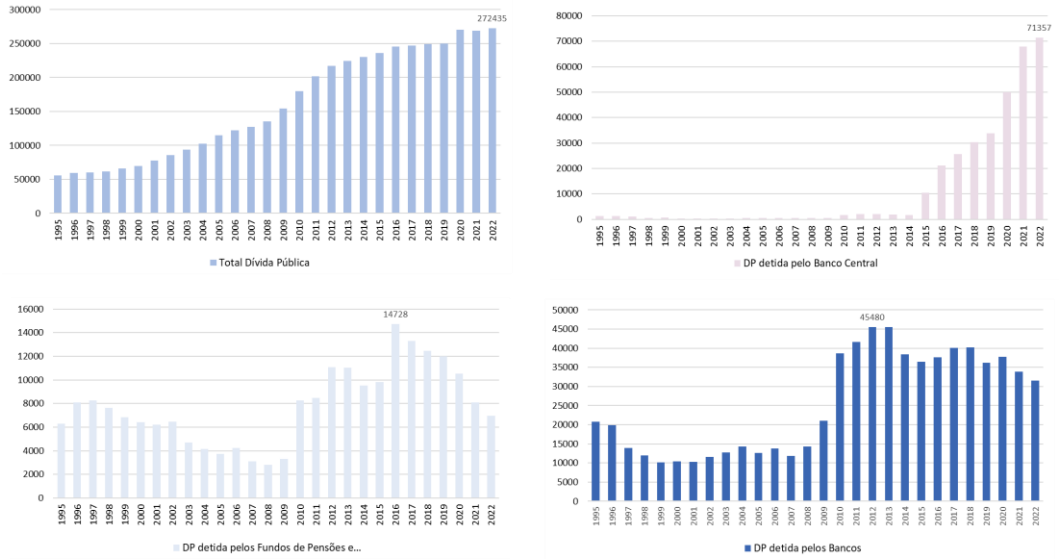
Como se vê na figura anterior, o '*quantitative easing*' implicou também o crescimento expressivo do balanço dos bancos centrais, sobretudo à custa da detenção de obrigações soberanas. Põe-se a questão de saber até que ponto os bancos centrais se substituíram aos tradicionais investidores institucionais – bancos, seguradoras e fundos de pensões – e em particular se o crescimento desses ativos no balanço dos bancos centrais acarretou a redução da exposição por parte daquelas instituições financeiras às dívidas soberanas nacionais. Uma das marcas da GCF fora justamente essa interação recíproca entre balanços público e privado (o Estado apoiou os bancos e vice-versa) que num contexto de deterioração de qualidade dos ativos mútuos detidos, gerou um círculo vicioso (*doom looping*) de perdas nos balanços em causa.[145] As políticas de compras de ativos levadas a cabo pelos bancos centrais (e particularmente no caso europeu) ajudaram a interromper esse círculo vicioso. Resta avaliar se tal intervenção de compra de 'última instância' ajudou de facto a reduzir, na política de investimento do sector financeiro, o enviesamento nacional e a sua concentração na dívida pública, conduzindo a uma maior diversificação.

Num estudo publicado em 2019 (baseado em dados coligidos para o período de 2008-18 não apenas para a UE mas também fora, e.g. Estados Unidos da América – EUA, Japão e Reino Unido), Lennkh, Bartels e Vasse (2019) concluem que a política massiva de compra de ativos por parte dos bancos centrais teve alguns efeitos divergentes nas bases dos bancos enquanto investidores: enquanto na maior parte dos casos, dentro e fora da UE, os bancos domésticos e não domésticos viram as suas percentagens de dívida soberana decair como resultado dessas compras pelos bancos centrais, ficaram de fora dessa tendência em particular no caso dos países da área do euro, por um lado, a Itália e Portugal, onde os bancos domésticos viram ligeiramente aumentada a sua participação residual na dívida pública nacional (*home bias*) a partir de 2014 e, por outro lado, a Alemanha, a Irlanda e os Países Baixos, onde os bancos não domésticos viram essa participação na dívida soberana aumentada no mesmo período. Estes desenvolvimentos heterogéneos refletem: i) fundamentais económicos e de finanças públicas muito diferentes; ii) rendimentos (*yields);* iii) diferentes graus de desenvolvimento do mercado de capitais nos países em causa; iv) preferências e restrições dos investidores; v) níveis de notação e suas implicações regulatórias; vi) níveis de emissões; e vii) alcance e grau de consolidação bancária existente (Lennkh, Bartels & Vasse, 2019).

As figuras seguintes ilustram a evolução da dívida pública quer no balanço do Banco de Portugal, quer na carteira de investimento das instituições financeiras com atividade em Portugal. O nível de dívida pública detida neste último subsector era, no final de 2022, ainda superior ao verificado em 2008.

[145] Sobre o ponto Cabral (2021, p. 33 ss.).

Gráfico 20 – Evolução da dívida pública detida pelo sector financeiro (mil M€)



Fonte: Banco de Portugal.

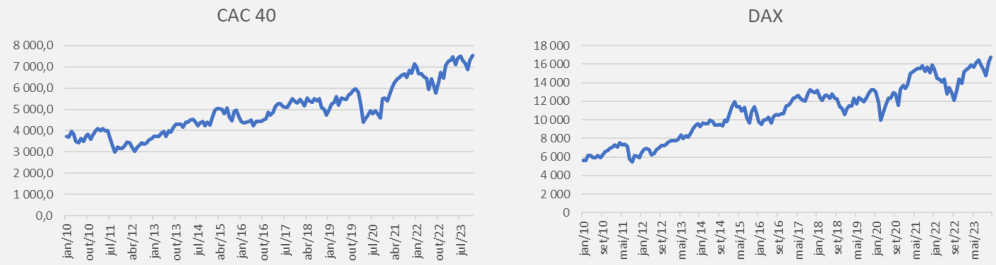
A normalização da política monetária traz desafios igualmente importantes na perspetiva dos fundos de pensões e de reserva. A inversão da orientação da política monetária, motivada pela necessidade de combater a inflação conduz a um aumento das taxas de juro, transferindo risco para os Estados, nomeadamente através do aumento do risco soberano. O grau deste risco depende da vulnerabilidade do país, do seu nível de dívida pública e da estratégia e instrumentos que os bancos centrais decidem implementar para conter o impacto desse risco no custo das dívidas soberanas, sem descurar os seus efeitos sobre o crescimento económico. Países com maiores níveis de endividamento apresentam uma maior exposição ao aumento dos custos de financiamento e, consequentemente, maior risco de insustentabilidade da dívida. E, de facto, depois de mais de uma década de políticas expansionistas, assistiu-se, a partir do final do primeiro semestre de 2022, à inversão da natureza da política monetária adotada pelos principais bancos centrais, agora focada no combate à inflação[146]. O aumento das taxas de juro oficiais tem sido progressivo, refletindo um aumento de 450 pontos base pelo BCE, entre junho de 2022 e setembro de 2023, e de 375 pontos base, pelo banco central dos EUA (*Federal Reserve Board – Fed)*, no mesmo período. Este novo ciclo de aperto monetário terá consequências nos portfólios dos fundos de pensões e de reserva, dependendo da forma como as diferentes classes de ativos reagirem ao aumento das taxas de juro, agora num contexto de elevado endividamento, emparelhado com elevados níveis de inflação.

[146] Para uma análise dos desafios enfrentados pelos bancos centrais na inversão da sua política monetária, leia-se Wyplosz (2023).

Caixa 12 – Evolução dos principais mercados financeiros

A evolução das taxas de juro ao longo da última década, conduzindo a taxas de rentabilidade negativas levou os investidores institucionais de longo prazo, nomeadamente os fundos de pensões e de reserva, a introduzir alterações nas suas carteiras de ativos, na tentativa de compensar o facto de as obrigações soberanas não conseguirem proporcionar os rendimentos adequados para atingir os objetivos de rentabilidade exigidos. As taxas de rentabilidade negativas das obrigações foram um resultado direto dos extensos programas de compra de ativos conduzidos pelos bancos centrais para estabilizar a economia mundial após a crise financeira. Estes programas associados a uma década de taxas de juro historicamente baixas inflacionaram os mercados bolsistas em todo o mundo. Os ganhos nestes mercados permitiram compensar em certa medida o *gap* de financiamento entre ativos e passivos. Os gráficos seguintes ilustram a evolução verificada nos principais índices bolsistas desde 2010.

Gráfico 21 – Evolução dos principais índices bolsistas



Fonte: BPStat, Investing.com. | Nota: PSI 20 – Portuguese Stock Index 20; FTSE 100 - Financial Times Stock Exchange 100 Index (Reino Unido); NIKKEI 225 - Nikkei 225 Stock Average (Japão); Nasdaq - National Association of Securities Dealers Automated Quotations (EUA); IBOVESPA – Índice Bovespa (Brasil); CAC 40 - Cotation Assistée en Continu (França); DAX - eutscher Aktienindex (Alemanha).

5.2.3 O FEFSS enquanto investidor na dívida pública portuguesa

Desde 2001 que a LEO faz referência ao financiamento do FEFSS, estabelecendo que os saldos anuais do subsistema previdencial revertem a favor do FEFSS, nos termos da LBSS. Esta consignação foi mantida até hoje, ainda que a atual LEO determine outro destino para os eventuais excedentes do Orçamento do Estado (artigo 21.º), afetando-os, preferencialmente, à amortização da dívida pública, enquanto esta não se reduzir para 60% do PIB. Atingido este limite, os excedentes orçamentais, segundo este mesmo artigo, devem ser utilizados na constituição de uma reserva de estabilização, destinada a desempenhar uma função anti cíclica em contextos de recessão económica. Ora, se se reparar bem, a transferência de excedentes do OE para o FEFSS, em alternativa à sua aplicação direta na amortização de dívida pública, traduz na verdade um resultado semelhante, tendo em conta a política de investimentos do Fundo, na medida em que a sua aplicação pelo FEFSS em instrumentos de divida pública portuguesa, se traduz numa redução do valor da dívida pública consolidada (como antes visto). Esse objetivo esteve aliás, também, na base da alteração inserida na Lei do OE para 2023, que determinou a aplicação dos saldos de gerência do OSS, resultantes de verbas com origem no OE, na aquisição de títulos de dívida pública portuguesa pelo FEFSS, ainda que dela resultasse o incumprimento dos limites regulamentares da carteira, definidos para este tipo de instrumentos[147] (*vide supra* secção 4.1).

Os fundos de reserva e os fundos de pensões são constituídos por ativos financeiros, que visam ampliar os recursos disponíveis para financiamento de

[147] O artigo 91.º da Lei do OE/2023 referente a 'saldos de gerência do orçamento da segurança social' impõe a aplicação dos saldos de gerência resultantes de verbas com origem no Orçamento do Estado para as medidas excecionais e temporárias em virtude da doença COVID-19 recebidas diretamente ou transferidas através do orçamento da segurança social em títulos representativos de dívida pública portuguesa subscritos pelo Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS), sendo excluídos para efeitos do apuramento dos limites previstos no n.º 3 do artigo 4.º da Portaria n.º 1273/2004, de 7 de outubro.

despesas específicas través da técnica de capitalização. Esses ativos financeiros têm como contrapartida, passivos financeiros de outras entidades ou sectores institucionais, que assim se financiam, beneficiando dos meios disponibilizados por parte de quem apresenta excesso de meios financeiros, ou seja, capacidade de financiamento.

A constituição do FEFSS visou, na sua origem, introduzir um elemento de capitalização no financiamento do sistema de segurança social, garantindo por esta via, uma maior solidez ao seu financiamento, obviando assim os efeitos da tendência já então antecipada, de envelhecimento da população e de inversão da pirâmide etária. O diploma que cria o FEFSS determinava desde logo na aplicação dos seus recursos a predominância de títulos de dívida pública portuguesa, definindo como limite mínimo a investir nesta tipologia de ativos, 40% da carteira (incluindo outros títulos garantidos pelo Estado). Esta percentagem regulamentar mínima subiu, como vimos anteriormente, para 50% em 1999, tendo-se mantido estável até 2013, ano em que se alterou o critério, passando a considerar-se que este tipo de ativos poderia representar um limite máximo de 90% da carteira (recordar o Quadro 3).

Através da compra de títulos de dívida pública portuguesa, o FEFSS assume-se como um importante credor do Estado, contribuindo também, direta e indiretamente, para o financiamento do Estado, junto com as demais fontes (impostos ou endividamento). Vê-se assim como o sistema de financiamento do Estado e o FEFSS constituem vasos comunicantes, servindo este último para financiar, ainda que parcialmente, despesa pública ou até políticas públicas específicas. A legislação que cria o FEFSS refere claramente o papel de intervenção ao FEFSS nos mercados monetário e financeiro através do Fundo de Regularização da Dívida Pública. [148] O mesmo diploma previa que o fundo assegurasse o apoio à compra de habitação através da concessão de empréstimos intercalares a titulares de contas poupança-habitação, uma solução distinta mas complementar da prática então existente nos fundos especiais geridos pelas caixas de previdência.[149] Também no que concerne ao pagamento de impostos se observa que o FEFSS, apesar da sua natureza pública e ao contrário do que sucedia relativamente à tributação dos fundos de pensões, apenas veio a beneficiar, em 2000, de isenção

[148] Decreto-lei n.º 289/89, de 14 de agosto.

[149] A Lei n.º 2092, de 9 de abril de 1958, veio estabelecer as bases da cooperação entre as instituições de previdência social, as casas do povo e as suas federações no fomento da habitação. Com a integração das caixas de previdência na segurança social os empréstimos concedidos aos seus beneficiários foram enquadrados na segurança social. O Decreto-lei 382/89, de 6 de novembro, confere ao FEFSS um papel, ainda que transitório, no refinanciamento de empréstimos intercalares para habitação a titulares de contas poupança-habitação, enquanto os processos não estivessem completados, nomeadamente por insuficiência ocasional de maios financeiros nas instituições de crédito. Este regime foi revogado em 1999 pelo Decreto-lei n.º 449-A/99.

fiscal em sede de IRC.[150,151] Assistiu-se, durante mais de uma década, à transferência de recursos sob a forma de tributação de rendimentos do FEFSS pelo próprio ao Estado, concorrendo aquele, assim, para o financiamento deste último. Mas é, sem dúvida, por via da aquisição de títulos de dívida pública portuguesa que se verifica o maior contributo do FEFSS para o financiamento do Estado português.

Em 2003, a gestão do FEFSS adota uma nova política de investimentos com vista a suportar "um objetivo de longo prazo de obter rentabilidades médias superiores ao custo da carteira de dívida pública portuguesa com níveis de volatilidade similares".[152] Esta estratégia deveria permitir ganhos sob a forma de rendimentos, que superassem o custo de recorrer a endividamento público para custear os défices então previstos para o sistema previdencial. Tal como já visto, a aquisição de títulos de dívida pública emitidos pelo Tesouro por parte do FEFSS, por exemplo no mercado secundário, origina, por via da consolidação de contas nas administrações públicas, um impacto favorável no nível de dívida pública. Operações em sentido contrário que impliquem a venda de títulos por parte do FEFSS para financiar despesa do sistema previdencial-repartição terão como consequência o efeito contrário, aumentando o valor da dívida pública consolidada. Neste caso, o ajustamento défice-dívida é dado pelo montante da variação de dívida que é equivalente ao aumento dos depósitos que o FEFSS recebe por vender títulos de dívida. Num segundo momento, e se esse montante for utilizado para realizar despesa, haverá um impacto no saldo e um ajustamento défice-dívida (redução dos depósitos em carteira) pelo mesmo valor. Pode acontecer que a venda de títulos e a despesa sejam de igual valor, situação em que os dois ajustamentos défice-dívida se anulam.

Em Portugal não existe qualquer limite, quer para obrigações públicas, quer privadas, nos fundos de gestão privada.[153] Como se descreve no ponto 4.1, o mesmo não sucede com os fundos sob gestão pública, nomeadamente no que concerne ao FEFSS e ao FCR que têm limites mínimos e máximos. O gráfico

[150] O artigo 30.º da lei do OE para 2007 (Lei n.º 52-C/96, de 27 de dezembro,) estabelecia a intenção de rever o enquadramento fiscal do FEFSS e dos fundos de capitalização geridos pelo Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (IGFSS), no sentido de harmonizar a sua tributação com a dos restantes fundos de capitalização, o que apenas veio a ocorrer em 2000, na sequência da alteração ao Código do IRC promovida pela Lei n.º 30-G/2000, de 29 de dezembro.

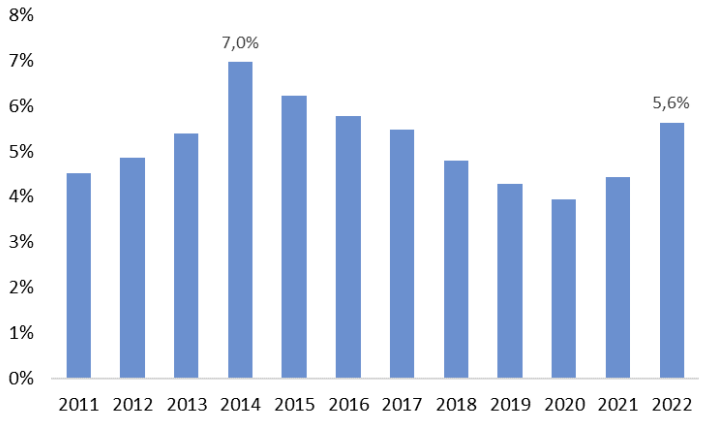
[151] A este propósito o Tribunal de Contas refere no Parecer à Conta Geral do Estado relativa a 1997 que "A origem de fundos quanto ao "Capital Próprio" do FEFSS, pode ter duas leituras, dado o efeito do imposto de rendimento sobre os resultados contabilísticos, o qual, desde 1990 até 1997, totalizou 12,9 milhões de contos. Em valores nominais, a participação do Estado em 14 % do capital do FEFSS, ou seja, cerca de 29 milhões de contos, deu lugar à transferência para o mesmo Estado, a título de IRC, de cerca de 13 milhões de contos.

[152] Relatório e Contas do IGFCSS de 2003.

[153] Por exemplo, na Grécia, os fundos de pensões não podem investir mais de 70% dos seus ativos em obrigações de empresas, mas não têm qualquer limite máximo para as obrigações do Estado. Do mesmo modo, na Hungria, não existe um limite para os investimentos em obrigações do Estado, mas existe um limite de 10% para as obrigações das empresas e de 25% para as obrigações hipotecárias.

seguinte mostra a evolução do peso do FEFSS nos títulos da dívida pública portuguesa. No caso dos fundos de reserva da CGA, toda a carteira é investida em títulos de dívida pública. Nos últimos anos, a preponderância de títulos de dívida pública tem contribuído para quebras significativas no valor das carteiras dos fundos de pensões na generalidade dos países da OCDE, refletindo o impacto da subida da inflação e das taxas de juro.

Gráfico 22 – Peso do FEFSS como credor nos títulos da Dívida Pública (%)



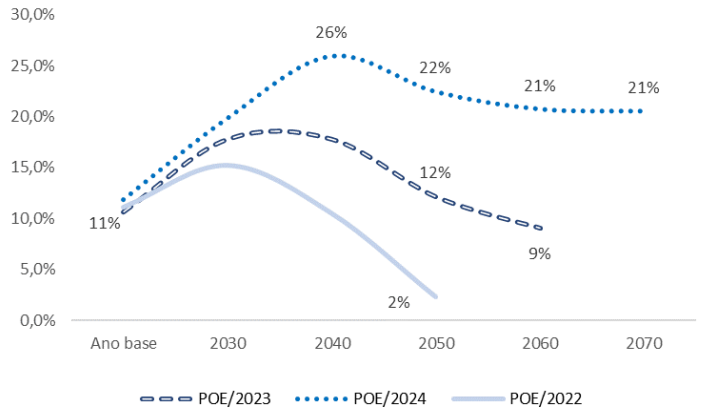
Fonte: Banco de Portugal. | Nota: Dívida pública de Maastricht

Estas interações colocam desafios importantes à sustentabilidade das contas das administrações públicas e do sistema de segurança social. Por um lado, o modelo adotado, assente na fixação da taxa contributiva do regime geral e da consignação de receitas fiscais para reforço do FEFSS, gerido em regime de capitalização, contribui para acautelar a cobertura das expectáveis necessidades futuras do sistema, promovendo uma redistribuição intergeracional de recursos e do financiamento dos custos que se antecipam como o envelhecimento da população. Por outro lado, a própria utilização desses recursos no futuro implicará, inevitavelmente e à luz das regras atuais, uma penalização das contas públicas, no mínimo no que concerne o saldo global das administrações públicas, sem que esteja em causa uma verdadeira necessidade de financiamento, uma vez que o financiamento da despesa é assegurado por via de um fundo de reserva robustecido para o efeito.

A importância da dívida pública na evolução do FEFSS no longo prazo é visível na comparação das projeções de longo prazo apresentadas anualmente na proposta do Orçamento de Estado (Gráfico 23). Como vimos, a evolução do FEFSS ao longo do tempo resulta da acumulação de capital, por efeito das transferências de receitas consignadas, dos saldos do sistema previdencial-repartição, dos rendimentos gerados com a aplicação destes em ativos financeiros e da sua utilização, quando tal se mostrar necessário. Não sendo possível distinguir, nas projeções publicadas, o impacto da evolução prevista para todas estas componentes, ressalta, contudo, e para os anos mais recentes, a (invulgar) magnitude do diferencial entre projeções, a qual parece ficar a dever-se

essencialmente à melhoria nas perspetivas quanto à evolução dos saldos do sistema e dos rendimentos da capitalização e a uma revisão em alta da taxa de rentabilidade média anual intrínseca ao longo do tempo, de 4,39%, na POE/2024, face a 4% na POE/2023 e a 1,9% na POE/2022. Atendendo à composição regulamentar da carteira do FEFSS, esta revisão da taxa de rentabilidade espelha as perspetivas quanto à evolução das taxas de juro da dívida pública. Para melhor identificação deste efeito e utilidade deste exercício de longo prazo, justifica-se que as projeções apresentadas no relatório da proposta do OE sejam acompanhadas de uma análise de sensibilidade às principais variáveis que determinam a evolução do FEFSS, nomeadamente aos saldos e à evolução da taxa de juro.[154]

Gráfico 23 – Evolução de longo prazo do cenário base do FEFSS (% do PIB)



Fonte: Relatórios da proposta do Orçamento do Estado (2022, 2023 e 2023).

6 Questões de governação na gestão de fundos de reserva da segurança social: o caso do FEFSS

6.1 Princípios e boas práticas em matéria de governação dos fundos de pensões e de reserva

Tem sido sobretudo no quadro da OCDE que os princípios de governação dos fundos de pensões em geral e dos fundos de reserva em particular têm merecido maior atenção, mediante a definição de um conjunto de especificações a incorporar pelos Estados membros na sua própria legislação (Caixa 13).

[154] O Relatório da POE/2024 refere que "o ano base da simulação tem em consideração o Orçamento da Segurança Social apresentado para o ano de 2024, o qual influencia a projeção futura, verificando-se logo à partida que os valores que serviram de base para exercícios anteriores registaram variações significativas globalmente positivas." Estas variações não são explicitadas ou justificadas.

Caixa 13 – Especificações para a governação dos fundos de pensões

A OCDE definiu em 2002, revendo mais tarde em 2009 e 2022, as especificações em matéria de governação dos fundos de pensões que dão suporte aos planos de pensões de natureza profissional. São identificados (OECD, 2022) dois grupos de '*guidelines*':

1 – Estrutura de governação: esta deve assegurar uma separação apropriada entre responsabilidades operacionais e de fiscalização, bem como a prestação de contas e adequação dos que assumem esses dois tipos de responsabilidades. São assim detalhadas as especificações:

a) Identificação das responsabilidades: na governação de um fundo de pensões, deve haver uma clara identificação e atribuição de responsabilidades operacionais e de fiscalização – a forma legal do plano/ fundo de pensões, a sua estrutura de governação interna, e os seus principais objetivos devem ser claramente definidos nos estatutos da entidade, nos instrumentos contratuais, ou documentos conexos. Se o fundo de pensões for estabelecido como conta separada gerida por instituições financeiras, o plano de pensões ou contrato entre o patrocinador do plano/membros e a instituição financeira deve claramente definir as responsabilidades da última com relação à gestão do fundo de pensões.
b) Corpo diretivo: qualquer fundo de pensões deve ter o seu corpo diretivo com competências para administrar o fundo, sendo ele responsável último por assegurar o cumprimento do acordo e a proteção dos interesses dos membros do plano e beneficiários.
c) Aconselhamento especializado: sempre que o corpo diretivo careça de conhecimento técnico para adotar decisões plenamente informadas ou exigidas pelo regulador, deve apoiar-se em aconselhamento técnico especializado.
d) Auditor: deve ser nomeado pela entidade competente um auditor que seja independente do corpo diretivo e do patrocinador do plano que efetue auditorias regulares aos termos de execução do plano.
e) Atuário: o corpo diretivo deve nomear um atuário responsável para todos os planos de benefício definido financiados através de fundos de pensões, o qual deve acompanhar o nível de financiamento e capitalização do fundo e dar nota ao corpo diretivo das necessidades financeiras que a execução do plano vá revelando.
f) Custódia: O serviço de custódia pode ser assegurado pela entidade gestora de pensão, pela instituição financeira que gere o fundo de pensões ou por entidade de custódia independente.
g) Prestação de contas: o corpo diretivo deve prestar contas perante os membros e beneficiários do plano de pensões.
h) Adequação: o corpo diretivo deve cumprir requisitos mínimos de adequação ('*fit and proper')*, de forma a garantir o nível máximo de profissionalismo e integridade na administração do fundo de pensões em causa.

2 – Mecanismos de governação: os fundos de pensões devem ter controlo, comunicação e mecanismos de incentivos apropriados que assegurem uma boa tomada de decisão, uma correta e tempestiva execução, a transparência e uma avaliação regular. Clarificam-se, neste plano, as seguintes especificações:

a) Controlos internos: devem ser instituídos controlos apropriados que permitam a todas as entidades e pessoas com responsabilidades de fiscalização cumprir todos os objetivos traçados pela entidade gestora de pensão nos termos da lei, dos estatutos ou de contrato, ou documentos anexos, e que devem cumprir nos termos legais. Estes controlos cobrem todos os procedimentos administrativos e organizacionais; dependendo da escala e complexidade do plano, tais controlos podem incluir avaliação de desempenho, mecanismos de compensação, sistema de informação e processos, e procedimentos de gestão de risco.

b) Reporte: devem ser estabelecidos canais de reporte entre todas as pessoas e entidades envolvidas na administração do fundo de pensões de forma a garantir uma transmissão efetiva e tempestiva de informação correta.
c) Transparência: o corpo diretivo deve prestar informação relevante a todas as partes envolvidas (nomeadamente membros e beneficiários dos planos de pensões, autoridades de supervisão, etc.) de forma clara, exata e tempestiva.
d) Deve ser assegurado aos membros e beneficiários dos planos de pensões acesso a mecanismos de compensação, através da autoridade de regulação/supervisão ou dos tribunais.

A OCDE tem também produzido e divulgado estudos que procuram adaptar estas '*guidelines*' para o caso particular dos fundos de reserva. Destacamos aqui o estudo de Yermo (2008). Os padrões de boa governação são aqui também um fator crítico de sucesso e eles incluem o cumprimento de requisitos de prestação de contas, adequação e transparência. Assim, no que toca à:

1 - Estrutura governativa:

a) O corpo diretivo deve ser composto por membros com o conhecimento necessário de investimento coletivo e experiência profissional em matéria financeira. Desejavelmente, devem ser nomeados após um processo de seleção transparente e competitivo;
b) No plano operacional, os fundos de reserva devem contar com uma entidade ou departamento autónomo para administração e investimento dos ativos do fundo.
c) Os fundos de reserva devem ter mandatos claros e objetivos mensuráveis, por exemplo o atingimento de certos rácios financeiros (e.g. de capitalização), bem como metas para o retorno do investimento. O desempenho do corpo diretivo deve ser avaliado em função do cumprimento desses objetivos e metas.

2 – Mecanismos de governação: estes fundos de reserva devem seguir uma política de transparência rígida, obrigando a que o seu relatório anual seja divulgado publicamente, contendo as demonstrações financeiras auditadas, bem como informação sobre a aplicação dos ativos e desempenho. Devem divulgar-se outros documentos relevantes relativos à política de investimentos e o código de conduta. A fiscalização deve ser adequada e tempestiva, envolvendo entidades internas e externas, e.g. autoridades de supervisão, parlamento e tribunais de contas.

Uma questão sensível é a da ligação destes fundos ao poder político, nomeadamente no que toca à sua gestão e política de investimentos. Em regra, a gestão dos fundos de reserva tende a ser desligada do poder político e, desde logo, do Governo. Existem, todavia, exceções: no caso norueguês, o fundo soberano (*supra* secção 1.2) é gerido pelo NBIM ('*Norges Bank Investment Management*') em nome do Ministro das Finanças. Ainda que a dependência política possa ser justificada por razões de proteção do interesse público (e.g. sustentabilidade do sistema de pensões e/ou sustentabilidade da dívida pública e

ainda argumentos económicos), existem bons argumentos em favor de uma administração independente e profissional (Yermo, 2009). Esse argumentos são os seguintes: i) Menor risco de interferência política nas opções de gestão do fundo; ii) Maior clareza no mandato e dos objetivos do fundo, sem satisfação de quaisquer outros objetivos de política que não sejam os de investimento (e maximização do retorno) dos ativos do fundo; iii) Maior transparência e prestação de contas ('*accountability*') de um corpo diretivo autónomo ou segregado; iv) Maior facilidade na atração de profissionais qualificados em política de investimento (até com outros incentivos salariais). De notar, por seu turno, que a consagração de um modelo segregado de gestão (em relação ao poder político) tende a ser facilitada quando os fundos de reserva têm objetivos de mandato restritos à salvaguarda de pensões; quando esses objetivos são mais vagos e indiferenciados, abre-se, à partida, um flanco maior para a interferência política e a decisão discricionária por parte dos Governos, com intromissões ao nível da (micro) gestão.

6.2 Estrutura e mecanismos de governação no caso do FEFSS

Vejamos agora a estrutura de governação do FEFSS, considerando a sua relação umbilical com o IGFCSS no que toca à respetiva gestão.

Quadro 7 – Estrutura de governação do IGFCSS/FEFSS

Órgãos do IGFCSS/FEFSS	Conselho diretivo	Fiscal único	Conselho consultivo
Critérios de adequação ('*fit and proper'*)	Artigos 17.º e 18.º da Lei n.º 3/2004, de 15 de janeiro, alterado[155] O conselho diretivo é o órgão colegial responsável pela definição da atuação do instituto, bem como pela direção dos respetivos serviços, em conformidade com a lei e com as orientações governamentais. O conselho diretivo é composto por um presidente, e dois a quatro vogais, podendo ter também um vice-presidente em vez de um dos vogais.[156]	Artigos 26.º e 27.º da Lei n.º 3/2004, alterado Órgão responsável pelo controlo da legalidade, da regularidade e da boa gestão financeira e patrimonial do instituto. Obrigatoriamente revisores oficiais de contas ou sociedades de revisores oficiais de contas.	Artigo 7.º do D.L. 203 /2012 O CC é o órgão de consulta, apoio e participação na definição das linhas gerais de atuação do IGFCSS, e nas tomadas de decisão do CD. Composição: a) Dois representantes institucionais indicados cada um deles, respetivamente, pelo Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social e pela Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública; b) Um representante de cada um dos

[155] Lei-quadro dos institutos públicos.

[156] O DL 203/2012 de 28 de agosto fixa um presidente, um vice-presidente e um vogal.

	Critérios de 'fit and proper' não concretizados.		parceiros sociais que integram a Comissão Permanente de Concertação Social; c) Três personalidades de reconhecida competência em matéria económica e financeira. O único critério de 'fit and proper' surge nesta última situação.
Nomeação	Os membros do conselho diretivo são nomeados por despacho conjunto do Primeiro-Ministro e do ministro da tutela, sob proposta deste.	Nomeado por despacho conjunto dos Ministros das Finanças e da tutela	Designados pelo membro do Governo que tutela o IGFCSS.
Duração de mandato	Cinco anos, sendo renovável uma vez por igual período.	Cinco anos e renovável uma única vez	Três anos, renovável.
Regras de demissão	Os membros do conselho diretivo podem ser exonerados por quem os nomeou, com base nos fundamentos previstos na lei.	Não aplicável.	Não se concretizam.
Grau de autonomia no exercício das competências	Limitada, porquanto sujeitos a orientações governamentais.	Não se concretiza (fica implícito na caracterização das funções de fiscalização do órgão em questão).	Não se concretiza (fica implícito na caracterização das funções consultivas do órgão em questão).

Fonte: Construção própria das autoras, inspirada em Yermo (2008).

Tendo presente as especificações da OCDE em matéria de governação dos fundos de reserva, verifica-se que:

1 – Quanto à estrutura de governação:

a) O corpo diretivo é nomeado pelo Governo; as regras de escolha são as regras genericamente aplicáveis aos institutos públicos (consagradas na respetiva lei-quadro) e não na lei que aprova os Estatutos do IGFCSS; não estão previstas, nestas leis, regras específicas de adequação ('*fit and proper'),* por exemplo a exigência de qualificações e/ou experiência profissional na área financeira e em concreto de política de investimentos em instituições financeiras; No entanto, no âmbito da abertura do procedimento concursal para provimento deste cargo de direção, o artigo 18.º da Lei n.º 2/2004 exige a caracterização do perfil pretendido;

b) No plano operacional, verifica-se nos estatutos do IGFCSS[157] que está autonomizado um Departamento de Investimento, ainda que sem detalhe quanto à concretização da política de investimento (matéria regulada pelo Regulamento do FEFSS, nos termos antes vistos);
c) Não se dispõe de informação quanto à exigência de obtenção ou atingimento de rácios financeiros ou metas de investimento.

2 – Quanto aos mecanismos de governação: a exigência de publicidade a alguns instrumentos de gestão (e.g. QUAR, planos de atividades e relatórios de atividade dos últimos três anos) resulta do artigo 44.º da lei-quadro dos institutos públicos, mas não diretamente da legislação e regulamentação aplicáveis ao IGFCSS. Estes são, de resto, parcos no que diz respeito ao princípio da transparência e obrigatoriedade de prestação de informação. No regulamento do FEFSS (artigo 14.º da Portaria n.º 1273/2004) sobre relatórios e contas anuais, prevê-se tão-só o seguinte: "1 - As contas do FEFSS encerram-se em 31 de dezembro de cada ano. 2 - O relatório de atividades e as contas anuais relativos ao FEFSS são objeto de parecer da comissão de fiscalização do IGFCSS. 3 - Os documentos referidos no número anterior serão submetidos à apreciação superior dos Ministros de Estado e das Finanças e da Segurança Social e do Trabalho." No que diz respeito ao exercício da fiscalização, para além da que é exercida pelo fiscal único (nos termos gerais da lei-quadro dos institutos públicos), é certo que o IGFCSS está sujeito aos poderes de controlo político por parte da Assembleia da República, ao controlo administrativo a cargo da Inspeção-Geral de Finanças e ao controlo jurisdicional exercido pelo Tribunal de Contas. Não está prevista, por outro lado, qualquer sujeição a supervisão, nomeadamente por parte da autoridade nacional em matéria de fundos de pensões – a ASAF, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, cujas atribuições se encontram especificadas no respetivo diploma estatutário (Decreto-Lei n.º 1/2015, de 6 de janeiro).

Dir-se-á também, e para finalizar este ponto, que no que diz respeito à relação entre gestão e o poder político, o modelo consagrado em Portugal é não o modelo de segregação, antes o modelo integrado: existe, com efeito, uma forte dependência do IGFCSS, entidade gestora do FEFSS e o poder político que se reflete em última análise na gestão e nas opções de investimento do fundo. Isto acontece não apenas na reserva estratégica (em que à partida, desde logo, parece admitir-se por lei essa maior discricionariedade e intromissão política – vide supra subsecção 4.2.), mas em relação desde logo à carteira de investimento de base do FEFSS. Essa intromissão é genericamente coberta pela recondução do IGFCSS ao 'universo' dos institutos públicos (a lei que aprova os seus Estatutos invoca desde logo a lei-quadro daqueles), o que significa que estão sujeitos aos poderes de tutela por parte do Governo (desde logo da ministra da pasta), mas também pela afirmação dessa dependência operacional nestes Estatutos, mormente no artigo 13.º, ao incluir nas atribuições do IGFCSS a de "assessorar o membro do Governo

[157] Portaria n.º 640/2007 de 30 maio.

responsável pela área da segurança social nas matérias relacionadas com as suas atribuições, em especial, sobre a gestão em regime de capitalização". Em última análise, a gestão do FEFSS e a sua política de investimentos podem ficar sujeitas a intromissão discricionária por parte do poder político, como aliás recentemente sucedeu, no caso da imposição ministerial ao conselho diretivo do IGFCSS de aquisição de dívida pública por parte do FEFSS mesmo para lá dos limites definidos no respetivo regulamento de gestão (regulamento este fracamente blindado do ponto de vista legal).[158]

Importa também notar que a própria afetação genérica do capital do FEFSS à 'estabilização do sistema de segurança social' (e não a sua alocação estrita ao pagamento de pensões) dá margem aos membros do Governo para determinarem se, quando, e o modo de concretizar a sua utilização – tal como resulta claro do n.º 2 do artigo 3.º do regulamento do FEFSS (nos termos do qual a mesma é definida por despacho dos membros do Governo responsáveis pelas áreas das finanças e da segurança social).

7 Apreciação crítica

Relativamente à natureza e finalidades do FEFSS …

A natureza e os objetivos do FEFSS não são totalmente precisos na legislação e na regulamentação aplicáveis. Ao FEFSS é genérica e vagamente atribuído o objetivo de "contribuir para o equilíbrio e sustentabilidade do sistema previdencial" (cf. n.º 1 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 367/2007), não sendo certo que ele possa ser usado por razões diversas – necessariamente um défice? por razões conjunturais, estruturais ou ambas? – e para necessidades diversas deste sistema, e.g. pagamento de pensões, mas também de outras prestações sociais (*maxime* desemprego) e até outro tipo de despesa. A ausência de uma maior delimitação ou precisão legal leva então a que o FEFSS possa ser convocado para uma diversidade de usos e operações. Por exemplo, nos idos anos noventa e ainda no quadro da LBSS de 1984, ele foi usado financiar o IGFSS concedendo-lhe empréstimos.[159] Esta lacuna não veio a ser totalmente ultrapassada com as LBSS aprovadas após 2000. A decisão de acionar o FEFSS, na ausência de regras claras quanto *'trigger'*, fica sempre dependente das decisões discricionárias do Governo, e estas vão variando ao longo do tempo. Essa discricionariedade resulta clara do n.º 4 do artigo 3.º do Regulamento de Gestão do FEFSS, aprovado pela Portaria n.º

[158] Conforme resulta da Portaria n.º 216-A/2013, de 2 de julho, e mais recentemente do artigo 91.º da Lei n.º 24-D/2022, de 30 de dezembro.

[159] O artigo 13.º da Lei n.º 71/93 de 26 de novembro (orçamento suplementar) autorizou a segurança social a contrair empréstimos junto do FEFSS para fazer face às suas necessidades de financiamento. Nesse ano foi contraído um empréstimo de 10 M de contos (50 M€).

1273/2004, nos termos do qual "O capital do FEFSS pode ser utilizado para transferências em ordem ao cumprimento da estabilização do sistema de segurança social, definidas por despacho conjunto dos Ministros de Estado e das Finanças e da Segurança Social e do Trabalho." Nada se clarifica quanto à razão determinante nem quanto ao exato destino dessa decisão.

Seria desejável, assim, uma consagração expressa, na legislação aplicável ao FEFSS (desde logo na LBSS), da razão determinante (o '*trigger*') para a sua utilização, bem como a clarificação do seu destino (exclusivo) ao pagamento de pensões e não de quaisquer outras prestações sociais ou despesas do sistema. Deste modo se minimizaria a discricionariedade política na utilização do FEFSS e a garantia de que ele deve ser olhado efetivamente como um 'bolo financeiro' ao serviço do sistema de pensões português. Por esta razão se favoreceria uma gestão mais transparente do sistema de segurança social, segregando a gestão financeira da área das pensões, que é sem dúvida a área crítica em termos de sustentabilidade futura da segurança social, pelas responsabilidades implícitas significativas e crescentes que está a gerar. Por fim, essa clarificação reforçaria a natureza e finalidades estruturais do FEFSS – instrumento de reforço da sustentabilidade de longo prazo do sistema de pensões – e já não um instrumento de ação conjuntural ou contra cíclica.

Em todo o caso, como vimos, o FEFSS tem vindo a assumir essa dimensão mais estrutural, aproximando-se de um 'fundo em favor das futuras gerações', ainda que ostente no nome o de fundo de estabilização que aponta para uma dimensão conjuntural ou de curto prazo. Neste sentido, não seria de excluir a redenominação do FEFSS para 'Fundo de Reserva da Segurança Social' (ou, mais especificamente, 'Fundo de Reserva do Sistema de Pensões português'), o que acentuaria essa sua feição ou vocação estrutural e o aproximaria da denominação que é usada noutros fundos internacionais congéneres e do tratamento que lhes é dado pelas organizações relevantes – a OCDE em primeira linha.

Relativamente ao significado da expressão 'por um período mínimo de dois anos'…

Esta expressão é usada com sentidos diferentes na legislação e regulamentação aplicáveis, chegando-se mesmo a resultados algo incongruentes. Em primeiro lugar, o n.º 1 do artigo 91.º da LBSS determina que reverte para o FEFSS a receita proveniente de dois a quatro pontos percentuais da quotização do trabalhador até que este assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos (uma exigência e uma meta que não estabelece para as demais fontes de financiamento – cfr. n.º 2). Em segundo lugar, o n.º 2 do artigo 16.º do Decreto-Lei n.º 367/2007 dispõe que "o sistema previdencial capitalização, nos termos do n.º 1 do artigo 91.º da Lei de Bases, deve garantir, através de reservas acumuladas no Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, um montante equivalente ao pagamento de pensões aos beneficiários por um período mínimo de dois anos." Por fim, o Regulamento de Gestão do FEFSS, aprovado ao abrigo da anterior LBSS (Lei n.º 32/2002) com idêntica redação à atual neste ponto,

dispõe no n.º 2 do artigo 1.º o seguinte: "(…) pretende-se efetuar transferências para o FEFSS até que este Fundo assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos."

Da leitura destes três preceitos resultam vários sentidos possíveis a dar à expressão em causa (e que em tese até poderiam ser aceites cumulativamente):

a) Sentido restrito – o que parece decorrer da LBSS – a expressão traduz tão-só uma exigência e meta temporal relativa ao financiamento via quotizações dos trabalhadores: que este tipo de financiamento seja obrigatório até que o FEFSS seja capaz de garantir o pagamento de pensões por um período mínimo de dois anos;
b) Sentido intermédio – o que resulta do Regulamento de Gestão do FEFSS – a expressão traduz agora uma exigência e meta temporal para o financiamento em geral do FEFSS (incluindo por outras fontes que não apenas através da percentagem de quotização do trabalhador): que a obrigatoriedade de alimentar o FEFSS se mantenha até que este Fundo assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos;
c) Sentido mais amplo – o que parece resultar do Decreto-Lei n.º 367/2007 – a expressão traduz um sentido finalístico quanto àquela que deve ser uma dimensão financeira desejável (uma espécie de '*steady-state*' de robustez financeira mínima): que este tenha (e mantenha?) músculo financeiro capaz de garantir (em cada momento?) o pagamento de pensões por um período mínimo de dois anos.

Parece então justificar-se uma melhor concretização do sentido a dar à expressão 'por um período mínimo de dois anos de pensões'. Ainda que, no contexto atual, deva prevalecer, na dúvida, o sentido mais restrito resultante da LBSS,é uma lei de valor reforçado, a coabitação de redações com sentidos dissonantes, como se verifica hoje, não abona à segurança nesta matéria, impondo-se, pois, a clarificação do sentido que o legislador efetivamente lhe quer dar: ou adaptando a redação do Decreto-Lei n.º 367/2007 e do regulamento de gestão do FEFSS à LBSS; ou alterando esta última, se se quiser mudar o sentido da expressão em apreço. O que é curioso é que atualmente, na prática, não se consideram sequer estes sentidos. Se se olhar para o Relatório de Sustentabilidade da Segurança Social que é anualmente apresentado em anexo à proposta de lei do OE, o que se vê é que o decisor (o Governo) vai transferindo os saldos existentes previstos e não baliza as transferências com este objetivo, nem para a acumulação nem para a sua utilização. Ou seja, este objetivo 'dos dois anos em pensões' atualmente, na prática, não tem consequências.

Relativamente ao quando e como na fase de utilização (ou desacumulação) do FEFSS…

Relacionada com a anterior, fica ainda por resolver a questão de saber se o atingimento desta dimensão financeira funciona também como condição necessária para que o FEFSS seja utilizado pela primeira vez. Na prática, não parece

ser o que sucede. Como dissemos antes, impera a discricionariedade no modo (para que fins?) de utilização do FEFSS, mas também a discricionariedade quanto ao '*timing*' dessa utilização. Por sua vez, em caso de défice do sistema previdencial-repartição (independentemente das razões desse défice e da sua natureza mais ou menos conjuntural), o Governo poderá lançar mão de diversas soluções: optar por transferências do OE ou por usar o FEFSS (entenda-se mesmo que este ainda não tenha atingido a tal dimensão mínima de ser capaz de assegurar o pagamento de pensões por dois anos), bastando que "a situação financeira do sistema previdencial o justifique" (cf. n.º 3 do artigo 14.º Decreto-Lei n.º 367/2007). Ou poderá ainda, nesses anos, suspender o próprio financiamento do FEFSS. E, de facto, estas várias opções estiveram já em cima da mesa. Em 2012, quando ocorreu a primeira situação de desequilíbrio do sistema previdencial - repartição, essencialmente devido à quebra verificada nos níveis de emprego e ao aumento do desemprego, optou-se por recorrer a transferências do OE, e não ao financiamento através de transferências do FEFSS, numa altura em que o capital acumulado do FEFSS não era suficiente para garantir a tal meta de pagamento de pensões por um mínimo de dois anos. Esta solução manteve-se até 2017.[160] Diversamente, em 2021, na sequência da crise pandémica do COVID-19, perante o risco de desequilíbrio do sistema previdencial-repartição, a consignação de receitas fiscais ao FEFSS (AIMI e IRC) foi parcialmente interrompida, tendo sido retidas no sistema previdencial-repartição, as quais apenas integraram o FEFSS no saldo transferido em 2022. A suspensão da consignação destas receitas fiscais que, nos termos legais, deveria ter sido feita diretamente para o FEFSS, na verdade teve um efeito similar ao do uso do mesmo fundo para atalhar os efeitos de défice no sistema previdencial-repartição (mesmo não tendo ele atingido a meta desejada de ser capaz de pagar pensões por um mínimo de dois anos), neste caso para fazer face aos efeitos da crise pandémica. Estas diferentes opções quanto ao modo de acionar o FEFSS (e desde logo a decisão de o acionar ou não) ilustram a discricionariedade verificada nesta matéria, ela própria favorecida pela ausência de contornos legais estritos quanto ao modo, condições e tempos da sua utilização.

Por fim, e ainda relacionado com o que antecede, fica por saber – aspeto que não se encontra de todo contemplado na lei – se o FEFSS, uma vez começando a ser usado (e.g. em caso de défice persistente do sistema previdencial-repartição fruto do desequilíbrio entre despesa com pensões e receita contributiva), pode ser totalmente esvaziado ao longo desse período de utilização[161] ou se deverá preservar alguma 'almofada' mínima – um capital mínimo que garanta a própria sobrevivência do FEFSS enquanto património. Recorde-se que, a propósito da criação do *Future Ireland Fund*, o novo fundo soberano irlandês (concebido sobretudo a partir de 2023), um dos aspetos discutidos respeita às condições e termos de utilização do mesmo fundo (*supra* subsecção 2.2.): uma vez que o seu

[160] Durante este período foram canalizados para o referido sistema 5.589 M€.

[161] Parece ser o que resulta das projeções apresentadas anualmente em anexo ao Orçamento do Estado.

propósito será o de fazer face aos riscos orçamentais de longo prazo relacionados com o envelhecimento (e não só), será preferível garantir que os 'levantamentos' anuais não possam ser superiores à taxa de retorno do capital esperada em termos reais e a utilização desse fundo só possa ter início quando ele seja grande o suficiente para que o retorno anual esperado consiga financiar de forma significativa tais custos futuros. Por sua vez, o Fundo encontrar-se-á protegido, na medida em que aquando da necessidade da sua utilização, esta apenas poderá incidir sobre rendimentos gerados pelo capital, mas não o capital em si.

Aqui, nunca se discutiram estes aspetos a respeito do FEFSS e, no entanto, eles tornam-se tanto mais importantes à medida que se aproxima a fase de desacumulação do fundo, ou seja, à medida que aumenta o risco da necessidade da sua utilização numa base estrutural ou duradoura. Estes aspetos são, em síntese, os seguintes:

a) Montante mínimo acumulado para poder começar a ser utilizado – o cumprimento, pelo menos, da meta de ser capaz de assegurar o pagamento de dois anos com pensões[162] (desde logo, esse montante deve existir ou não), e já agora detalhando o universo de pensões abrangido;
b) Montante de capital mínimo de reserva que deve ser mantido (se deve existir ou não);
c) A existência ou não de limites aos montantes a serem utilizados anualmente.

Assim, aceitando a natureza estrutural do FEFSS, afigura-se crítico que a lei (desde logo a LBSS) venha a prever as condições e os limites financeiros para a sua utilização, incluindo 'dotação' inicial ou acervo patrimonial mínimo para começar a ser utilizado e eventualmente a exigência de manutenção de um capital mínimo mesmo durante a utilização. Poderá ser ainda equacionada a definição de tetos ou limites máximos anuais para a sua utilização (ou seja, durante a fase de desacumulação), por exemplo, por referência ao próprio retorno anual esperado em termos reais ou limitar a sua utilização anual ao valor dos rendimentos gerados em cada ano. Estes aspetos são importantes para preservar o FEFSS como instrumento de sustentabilidade do sistema, forçando o poder político, em cada momento a encontrar soluções de partilha de custos, evitando prejudicar as gerações futuras ao esgotar o FEFSS.

Relativamente às fontes de financiamento do FEFSS…

Na secção 3.1. evidenciou-se o alargamento progressivo das fontes de financiamento do FEFSS, beneficiando de receitas do sistema contributivo, consignadas diretamente ao fundo ou transferidas sob a forma de saldo, na década de noventa, do regime contributivo e, na viragem do século, do sistema previdencial, e ainda da consignação de receitas fiscais. Importaria, desde logo,

[162] Vide supra secção 2.4.

clarificar a obrigatoriedade de assegurar mensalmente as transferências relativas a quotizações, prevalecendo este modelo de canalização de recursos para o FEFSS, de forma regular e tempestiva, sobre o modelo de apuramento e transferência de saldos no ano seguinte, ainda que este último inclua o valor dessas quotizações. A prevalência desta consignação ao FEFSS constituiria assim, uma garantia de que a sustentabilidade do sistema no médio e longo prazo tem o mesmo grau de importância que os equilíbrios de curto prazo, contribuindo para reforçar a robustez financeira do sistema. Por sua vez, afigura-se-nos que a lei (desde logo a LBSS), a desejar manter esta consignação de dois pontos percentuais da quotização paga pelo trabalhador (por conta de outrem), deverá também estendê-la à contribuição paga pelo trabalhador independente, reparando assim a desigualdade atualmente resultante da lei e para a qual hoje se não encontra fundamento. [163]

Neste plano, o Quadro 2 (secção 3.2) mostrou-nos que apesar de as LBSS aprovadas em 2000 e em 2002 reforçarem o papel do FEFSS no sistema previdencial, tais mudanças não garantiram maior estabilidade no financiamento do fundo do que o anterior modelo de financiamento. Isto porque, desde logo, a regra instituída referente à transferência de uma parcela das quotizações para o FEFSS (a operar numa base mensal em função das quotizações pagas), apenas foi cumprida em cinco dos vinte e três anos de vigência, ou seja, mais especificamente em 2002 e 2003 e entre 2007 e 2009. Ora, uma análise à evolução dos saldos gerados no sistema previdencial-repartição permite concluir que a situação financeira do sistema teria permitido a sua plena concretização, antecipando transferências que só ocorreram posteriormente sob a forma de saldos gerados, obtidos em parte pela retenção desta receita. E no que respeita justamente à transferência destes saldos, o Gráfico 2 (supra secção 3.2) mostrou-nos, por sua vez, o grande desfasamento que existe entre o momento em que são gerados e o momento em que ocorre a sua transferência para capitalização. Tal desfasamento acarreta um custo de oportunidade para o sistema, resultante do diferencial entre os ganhos de capitalização obtidos na gestão do FEFSS e a rentabilização destes excedentes de tesouraria no IGFSS.[164] Importa, desde logo, para este efeito, proceder a uma criteriosa decomposição dos saldos do sistema previdencial-repartição (*supra* secção 3.2 – Caixa 5), para que o saldo líquido de certas transferências seja automaticamente transferido para o FEFSS no prazo legal apurado, sem prejuízo da garantia da cobertura, em cada momento, das necessidades de tesouraria do sistema de repartição.

---

[163] Note-se, com efeito, que a previsão legal diz respeito à 'quotização' dos trabalhadores, o que significa que está a considerar uma transferência feita a partir dos 'descontos' feitos pelos trabalhadores por conta de outrem, mas já não os trabalhadores independentes (uma vez que quanto a estes há lugar a pagamento de contribuições *tout court* e não quotizações). Ora, isto significa que apenas os primeiros financiam diretamente o FEFSS, e já não os segundos, ainda que estes também dele venham a beneficiar, o que introduz uma discriminação no sistema que contende, em nossa opinião, com o princípio da igualdade.

[164] Recorde-se que o IGFSS assegura a gestão de tesouraria do sistema previdencial repartição, onde são gerados os excedentes transferidos para o FEFSS para gestão em regime de capitalização.

Por outro lado, a progressiva diversificação nas fontes de financiamento do FEFSS, verificada ao longo do tempo, não se encontra devidamente enquadrada pelo disposto na LBSS. De facto, o artigo 91.º da LBSS apenas prevê como receitas do FEFSS uma parcela das quotizações dos trabalhadores por conta de outrem, os saldos anuais do sistema previdencial, as receitas resultantes da alienação de património e os ganhos obtidos das aplicações financeiras. A necessidade de maior clareza no financiamento do FEFSS estende-se à consignação de receitas fiscais. Embora justificada pela necessidade de alargar a base de financiamento da segurança social,[165] pode criticar-se a falta de um adequado enquadramento legal. A falta desse enquadramento parece significar que o legislador tem receio de assumir que quer que esta seja uma fonte de financiamento estrutural do sistema. A opção da consignação é feita em leis anuais do Orçamento, que são de vigência limitada, o que aponta para uma ideia de que uma solução transitória, mesmo que não seja. Fica-se sem saber. Por outro lado, nos sucessivos Relatórios da Sustentabilidade da Segurança Social, que integram a proposta anual do OE tem-se assumido a sua manutenção no longo prazo, revelando, assim, alguma incoerência entre a proposta de lei e os documentos que a acompanham no que toca à afetação de recursos públicos ao sistema de segurança social. A consolidação do financiamento do FEFSS através de receita fiscal, retomando aliás a ideia subjacente à sua criação, do maior papel da receita fiscal, mereceria, assim, um tratamento legal mais adequado aos objetivos do FEFSS enquanto garante da sustentabilidade do sistema previdencial.[166] Justifica-se pois promover uma alteração à LBSS, no sentido de alargar o elenco das receitas do sistema previdencial capitalização, se essa for de facto a intenção, dando a devida cobertura ao disposto no Decreto-Lei n.º 367/2007 e, ao mesmo tempo, integrando outras receitas, entretanto afetas a este sistema (por força de subsequentes leis orçamentais), assim estabilizando estas novas fontes de receita (mormente de natureza fiscal) como receita própria e permanente do FEFSS.

Se é verdade, por outro lado, que há hoje mais receitas do FEFSS do que as contempladas na LBSS, também é certo que há receitas que deveriam ser por força quer da LBSS quer do Decreto-Lei n.º 367/2007 atribuídas ao sistema previdencial capitalização, mas que nunca o foram na prática. É o caso da afetação de rendimentos do património do Estado, previstos na al. c) do n.º 1 do artigo 17.º do referido decreto-lei, rendimentos estes até hoje nunca usados para financiar o FEFSS. Se se fizesse uma aplicação à letra deste preceito, o que nunca sucedeu, tal significaria que todos os rendimentos patrimoniais, seja do património imobiliário ou mobiliário (incluindo dividendos obtidos pelo Estado enquanto acionista ou

[165] Ver Relatório do OE para 2017, ano em que se iniciou o modelo de afetação de receita fiscal ao FEFSS.

[166] Esta receita tem sido assumida como permanente nos relatórios de sustentabilidade apresentados pelo Governo no OE, ainda que sem o devido enquadramento legal, o que não deixa ser uma incongruência. Na verdade, se por um lado se preveem estas receitas fiscais apenas na lei do OE, obrigando à sua renovação anual, por outro lado, nos anexos aos mesmos OE, o decisor nas projeções que faz, assume-as como permanentes.

participante no capital de empresas públicas, incluindo o Banco de Portugal), constituiriam receita do FEFSS.

Já no que respeita ao financiamento do FEFSS com recursos oriundos do OE, o mesmo apresenta uma evolução ziguezagueante, na medida em que não se afigura claro, do ponto de vista conceptual, e legal, qual o esforço que se exige ao Estado no financiamento do sistema previdencial e em particular, do sistema previdencial capitalização (na prática reconduzido ao FEFSS). Em grande medida, esse financiamento do FEFSS via OE opera de forma indireta, pela via de transferências de saldos excedentários do sistema de proteção social de cidadania (inteiramente financiado por receitas gerais do Estado e impostos consignados) para o sistema previdencial-repartição, e deste canalizadas para o FEFSS. Estas transferências atingiram a sua maior expressão recentemente, em 2022, com a transferência dos saldos excedentários obtidos pelo sistema de proteção social de cidadania em 2021 (beneficiando do incremento do financiamento do Estado no contexto das medidas de combate à pandemia da COVID-19) para o sistema previdencial. Este facto determinou aliás, no ano de 2022, um défice anómalo no sistema de proteção social de cidadania, conforme notado no Relatório do CFP, "Evolução orçamental da segurança social e da CGA em 2022".[167]

Por fim, no que concerne à previsão de canalização de excedentes de execução do OE para o FEFSS (cf. al. *f)* do n.º 1 do artigo 17.º do Decreto-Lei n.º 367/2007), a sua concretização parece hoje conflituar com a regra prevista no n.º 1 do artigo 21.º da LEO: em primeiro lugar, na medida em que afeta os excedentes da execução do OE à amortização da dívida pública, enquanto se verificar o incumprimento do limite de 60% do PIB aplicável à dívida pública e, em segundo lugar, uma vez alcançado este limite, destina-os à constituição de uma reserva de estabilização, destinada a desempenhar uma função anti cíclica em contextos de recessão económica. Na prática, porém, a transferência de excedentes do OE para o FEFSS, em alternativa à sua aplicação direta na amortização de dívida pública conduziria a um resultado estatisticamente semelhante. Na verdade, tendo em conta a política de investimentos do Fundo que tem vindo a ser seguida, a aplicação pelo FEFSS desses excedentes em instrumentos de dívida pública portuguesa traduzir-se-ia, de igual modo, numa redução do valor da dívida pública consolidada.[168]

Em suma, impõe-se uma clarificação do papel do Estado no financiamento do FEFSS através de transferências orçamentais, concretizando-se na lei se, como e que por vias acontece. Depois, o legislador deve resolver a incongruência atualmente existente entre o disposto na LBSS e na LEO quanto ao destino a dar aos excedentes do OE e, caso venha a acontecer, uma delimitação muito clara

[167] Disponível aqui: https://www.cfp.pt/pt/publicacoes/sectores-das-administracoes-publicas/evolucao-orcamental-da-seguranca-social-e-da-cga-em-2022.

[168] Do ponto de vista contabilístico deverá traduzir-se igualmente na redução da dívida pública do sector das administrações públicas, quando houver um balanço consolidado do sector.

entre um eventual novo fundo de estabilização (ou soberano) e o FEFSS, impondo-se de novo o reforço da vocação estrutural deste último em prol da sustentabilidade do sistema de pensões.[169]

Por fim, importa recordar a discriminação atualmente existente, no que se refere ao financiamento do FEFSS, entre contribuintes continentais e contribuintes das Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira. De facto, a alocação de receitas fiscais ao orçamento da segurança social (e por esta via ao FEFSS) tem sido feita, até à data, apenas com base nos recursos fiscais cobrados no continente, não se verificando nesta sede a participação das regiões autónomas no seu financiamento. Ora, o sistema de segurança social é um sistema nacional e único, e o FEFSS é um fundo financeiro de reserva para pagamento de pensões relativas a todos os beneficiários do território português, incluindo pensionistas insulares, não se vislumbrando, pois, qualquer razão jurídica ou técnica para que fiquem de fora do seu financiamento pela via de consignação destas várias receitas fiscais. A invocação de que as regiões têm direito ao produto das receitas fiscais nelas cobradas (cf. al. *i)* do n.º 1 do artigo 229.º da Constituição) não pode prejudicar a participação dos contribuintes insulares num fundo nacional de cuja despesa os mesmos irão também beneficiar.

Assim, parece justificar-se uma alteração à Lei das Finanças das Regiões Autónomas, no sentido de garantir que as receitas fiscais consignadas ao FEFSS incluam as receitas dos impostos em causa (e.g. IRC e AIMI), pagos pelos residentes nestes territórios.

Relativamente à composição da carteira do FEFSS (e em especial da sua reserva estratégica) …

A reserva estratégica do FEFSS (criada em 2002) deveria, como indica o nome, estar associada à realização de investimentos considerados estratégicos num duplo ponto de vista: garantia de retorno financeiro em favor do sistema de pensões e da sua sustentabilidade de longo prazo; contributo relevante (estratégico) para a economia nacional. Nenhum destes objetivos foi alcançado ao longo destes anos, antes pelo contrário: tratou-se de investimentos marcados por perdas, além de muito dúbios quanto à sua qualificação como estratégicos (veja-se o tipo de investimento e de empresas envolvidas nas operações da reserva estratégica, ao longo do tempo, *supra* Caixa 7 secção 4.2.). Considera-se que a lei (desde logo pela que contém os Estatutos do FEFSS) deve definir o que é e para que serve esta reserva estratégica, fixando ainda, com a maior objetividade, os

[169] A afetação de excedentes orçamentais quer ao FEFSS quer a eventuais fundos soberanos pressupõe a sua existência em caixa, pelo que apenas releva para este efeito o saldo apurando em contabilidade orçamental pública. Por outro lado, importa ter em conta que a discussão em torno do fim a dar a excedentes da conta das administrações públicas, ao abrigo da LEO, apenas abrange os saldos da administração central, uma vez que os saldos dos subsectores da administração regional e local, bem como os saldos da segurança social se encontram já consignados por outros normativos legais de valor reforçado.

critérios – de natureza económica e financeira – ao abrigo dos quais se deve pautar a respetiva política de investimento, e assim limitando também o grau de discricionariedade (e até de arbitrariedade) por parte do Governo na escolha das empresas e projetos de investimento a financiar. Hoje, é possível e desejável condicionar a reserva estratégica para investimentos não apenas de elevado potencial de rentabilidade, como ainda investimentos considerados ambiental e socialmente responsáveis (Caixa 9).

Relativamente ao impacto orçamental e financeiro do FEFSS em contabilidade nacional (por comparação com outros fundos de reserva, e.g. da CGA)

…

Uma abordagem que poderia equacionar-se no contexto das contas nacionais e da revisão em curso do SEC 2010 passaria pela harmonização do tratamento da receita com origem em fundos de reserva constituídos para pagamento de despesa de pensões. Na última revisão do SEC 2010, a transferência de fundos de pensões para o sector das administrações públicas passou a ser contabilizada de forma distinta, tendo como consequência a neutralização do seu impacto no saldo global das administrações públicas. Com efeito, ao abrigo do anterior regulamento, estas operações de transferência tinham tido (aqui como noutros países europeus) um impacto positivo no saldo global das administrações públicas, no momento da sua ocorrência, mas penalizando o saldo nos anos seguintes, de forma diluída, pelo registo da despesa com pensões asseguradas por esses mesmos fundos. Com a alteração introduzida no SEC 2010, o momento de registo da receita foi revisto, passando a ser registada uma transferência corrente na conta das administrações públicas, por um valor equivalente ao da despesa paga em cada momento, traduzindo-se assim, num impacto nulo sobre o saldo.

O FEFSS também constitui um fundo de reserva, semelhante em muitos aspetos aos fundos de reserva constituídos na esfera do sector público, designadamente, como vimos, no contexto da CGA (*supra* subsecção 5.1.2). Nas duas situações estamos perante responsabilidades associadas a pensões, com fundos mais ou menos capitalizados, para cobertura das responsabilidades futuras. Embora uma diferença importante tenha a ver com o grau de cobertura das responsabilidades, que no FEFSS é reduzido, a finalidade é comum, na medida em que, em ambos, se assiste à poupança de recursos no presente para assegurar responsabilidades futuras. Ambos promovem uma maior equidade intergeracional e contribuem para a sustentabilidade do sistema de proteção social e consequentemente para a sustentabilidade das contas públicas.

Estas semelhanças, aliadas à necessidade de promover uma maior sustentabilidade das finanças públicas, criando incentivos à constituição de poupanças no momento presente que aliviem os riscos orçamentais decorrentes do envelhecimento da população, poderiam conduzir a uma aproximação do tratamento de fundos de reserva em contas nacionais, por forma a neutralizar o impacto da sua utilização no futuro. Tratar-se-ia de fazer uma abordagem à

sustentabilidade das finanças públicas que tivesse em conta os ativos financeiros e não apenas os passivos financeiros como decorre dos atuais indicadores orçamentais, exclusivamente focados nos instrumentos de dívida pública.

No contexto atual de reforma do quadro de governação económica europeia, cuja proposta apresentada pela Comissão Europeia dá um enfoque cada vez maior à sustentabilidade da dívida pública, o papel dos ativos financeiros no financiamento da despesa pública, ganha uma especial relevância, justificando regras apropriadas que tenham em conta o esforço de poupança de cada país a favor da sustentabilidade dos seus sistemas de pensões, seja qual for o modelo adotado.[170]

Relativamente à comparação com o Fundo dos Certificados de Reforma…

Como foi dito anteriormente (*supra* subsecção 5.1.3), ao contrário do FEFSS, o FCR, ainda que sendo um património de gestão pública, é para todos efeitos tratado como pertencendo ao sector das famílias, gerido pelo sector financeiro (público). Além disso, no seu funcionamento, este acaba por se equiparar a uma entidade privada (o risco é dos beneficiários e o não do patrocinador), ou seja, ele é similar a um verdadeiro fundo de pensões privado. Acresce que, por construção, já está preparado para poder evoluir para uma pensão complementar da segurança social, neste caso de gestão pública, assim seja tornada obrigatória a contribuição para este plano/fundo. Uma evolução possível para a consignação dos dois p.p. das quotizações/contribuições dos trabalhadores poderia passar justamente pela sua afetação ao FCR, em suma, de um desenvolvimento do terceiro pilar de segurança social.

De resto o desenvolvimento de instrumentos de complementaridade individual no nosso país (o 3.º pilar), com uma dimensão ainda pouco expressiva em comparação com os países mais desenvolvidos da Europa, vem entrando na agenda política e mediática à medida que se acentuam as dificuldades de adequação dos sistemas públicos de pensões (o 1.º pilar), mormente a esperada redução das taxas de substituição das pensões. Ainda que, em regra, esse 3.º pilar esteja associado ao desenvolvimento de planos privados de contribuição definida (contas individuais de reforma), a promoção de instrumentos de complementaridade com envolvimento direto ou indireto do Estado tem aparecido em algumas propostas conceptuais. Uma recente – e recentemente adotada no Brasil sob a denominação de 'Tesouro Renda+'[171] – foi feita pelos economistas Robert Merton e Arun

[170] Em especial, no âmbito da Análise da Sustentabilidade da Dívida (*Debt Sustainability Analysis*, DSA), exercício que precede a definição do novo plano de médio prazo de ajustamento orçamental, segundo as novas regras europeias (a consagrar ainda este ano), na projeção da dívida pública tem sido assumido que o termo 'ajustamento défice-dívida' é igual a zero (EC, 2022), o que pode ser explicado pela pequena dimensão dos valores em causa, com duas pontuais exceções expressamente assumidas (Finlândia e Luxemburgo).

[171] Informação disponível em Tesouro Direto.

Muralidhar, com o nome genérico de SeLFIES,[172] que são títulos domésticos de dívida pública.

Relativamente ao papel do FEFSS no financiamento do Estado…

Como assinalado anteriormente, os fundos de pensões e de reserva podem configurar 'audiências nacionais cativas' ao serviço da repressão financeira ou entidades 'sob sequestro'. O FEFSS tem estado também exposto a formas de repressão financeira, mais ou menos visíveis, como o atesta o peso dominante 'forçado' de títulos de dívida pública no seu *portfolio*. Este peso beneficia dos incentivos que o efeito de 'consolidação de contas' dão ao Estado para que este coloque os recursos sobre os quais detém poder de controlo ao serviço da dívida pública, contribuindo para manter os custos de emissão baixos e, bem assim, o saldo global do sector, na medida em que os juros pagos sobre dívida pública adquirida por outras entidades consolidantes, também consolidam, beneficiando de um efeito de cancelamento para o *stock* da dívida. Porém, há que ter em conta que a contenção dos custos da dívida pública por esta via acarreta *trade-offs* não negligenciáveis. Utilizar fundos públicos de reserva ou de pensões como estratégia de redução da dívida pública, num contexto de envelhecimento da população, traz riscos adicionais quer para os Estados, quer para os próprios fundos em questão, desde logo porque essa opção impede o aproveitamento pleno dos ganhos resultantes da capitalização de mercado, numa perspetiva de longo prazo, para reforçar a sustentabilidade financeira dos sistemas de pensões. Acresce, em contextos de taxas de juro ultrabaixas, acentuados por políticas monetárias não convencionais (como o que se verificou até há pouco tempo), a eventual necessidade de aumento da carga fiscal no futuro, para compensar o baixo nível de capitalização resultante de carteiras fortemente dependentes de dívida pública. Neste caso, políticas não convencionais desta natureza transferem, de forma sistémica, o risco de Estado para a esfera dos fundos em questão e dos futuros contribuintes.

A excessiva concentração de risco num ativo predominante, ele próprio não inteiramente ausente de risco (como a crise das dívidas soberanas o mostrou) acarreta uma vulnerabilidade na gestão do fundo. A utilização do FEFSS como veículo de repressão financeira, incluindo os anos mais recentes, mostra que o mesmo tenha sido persuadido a comprar dívida para lá dos limites regulamentares, o que amplifica, portanto, o risco associado, como também pode afetar o desempenho do fundo. No que ao FEFSS diz respeito, parece, portanto, justificar-se uma redução (ainda que gradual) da sua exposição à dívida pública portuguesa. A diversificação do risco acaba por favorecer, no longo prazo, um bom equilíbrio

[172] SeLFIES significa "Standard-of-Living indexed, Forward-starting, Income-only Securities". Estes autores, junto com Rui Seybert Ferreira, discutiram igualmente a adoção de SeLFIES em Portugal. Assim, Merton, Muralidhar & Ferreira, 2019 (pp. 161-176).

entre efeito taxa de juro e efeito preço do ativo na composição e rentabilização da carteira de investimentos do FEFSS.

Relativamente à governação do FEFSS…

No que diz respeito à estrutura governativa do IGFCSS, importa antes de mais assinalar que o respetivo conselho diretivo teve, desde a sua criação em 1999, cinco presidentes com experiências e qualificações profissionais diversas. Sem se questionar a adequação e competência dos mesmos (e bem assim dos demais membros do conselho diretivo), seria desejável que estivessem expressamente consagradas, nos Estatutos do IGFCSS, regras de adequação ('*fit and proper*') dos membros em causa e ainda do conselho consultivo e do fiscal único,[173] preservando ao mesmo tempo a integridade técnica e uma medida de blindagem adicional ('*ring-fencing*') em face de tentativas de intromissão política que podem afetar a gestão financeira definida pelo órgão diretivo. Concede-se que a posição aqui expressa – no fundo, em favor do reforço da independência de gestão – pode contender com a natureza, de instituto público, do IGFCSS, entidade como tal sujeita aos poderes de tutela do Governo, definidos na lei-quadro respetiva (Lei n.º 3/2004) e, por conseguinte, ao necessário alinhamento com a política e orientações por este traçadas. Todavia, o IGFCSS não é um instituto público qualquer: gere por um período muito longo, que extravasa a vida de um qualquer Governo, um acervo muito expressivo de verbas, em nome dos pensionistas atuais e futuros, pelo que no seu mandato deve figurar, à cabeça, a competência para rentabilizar eficaz e integralmente os valores que lhe estão cometidos. A afirmação da vocação estrutural do IGFCSS ao serviço da sustentabilidade das pensões em Portugal implica a proteção da (autonomia) sua gestão face a tentativas de o instrumentalizar na promoção de outros fins políticos que, por muito salutares que sejam (e.g. política de habitação), podem prejudicar aqueloutro.[174]

Já quanto aos mecanismos de governação do IGFCSS, os mesmos carecem ainda de significativa melhoria, desde logo no plano da transparência. Na verdade, o problema da (falta de) tempestividade na divulgação dos instrumentos de gestão, incluindo das contas do IGFCSS, já há uns anos assinalado por Garcia (2014), teima em persistir. Por exemplo, o Relatório e Contas relativo ao ano de 2022 foi publicado muito tardiamente, no início de 2024, não havendo razão técnica que o

[173] Ou seja, experiência e qualificações comprovadas em matéria financeira e em especial no domínio de política de investimento de instituições ou fundos financeiros.

[174] Já quanto à necessária separação da entidade gestora dos fundos de capitalização da segurança social em relação à entidade encarregue da cobrança de receita desta (que no caso português é o Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social), preconizada por Yermo (2009), não se vê como o cometimento dessa função a este Instituto pudesse pôr em causa a competência e os objetivos de maximização financeira da capitalização pública, desde que todos os requisitos de competência e qualificação técnica fossem suficientemente salvaguardados, ao nível das direções de topo e intermédia (e.g. a existência de um departamento especializado em investimento financeiro, tal como hoje existe no seio do IGFCSS).

justificasse. Para evitar estes desfasamentos, importaria talvez fixar prazos para divulgação de todos os instrumentos relevantes, permitindo em cada momento o conhecimento da situação patrimonial do FEFSS e assim o seu escrutínio e controlo por parte de todos os interessados. O Conselho das Finanças Públicas é um deles, atendendo ao seu mandato, que inclui não apenas o acompanhamento do sector da segurança social, mas também o acompanhamento da sustentabilidade de longo prazo das finanças públicas portuguesas (para o qual concorre aquele sector). A evolução futura do FEFSS, incluindo eventuais projeções de resultados da sua política de investimento, será abordada nos relatórios regulares e outros trabalhos a realizar pelo CFP ou sob a sua égide, para o que será crítico também poder contar com a maior qualidade e exatidão dos documentos oficiais produzidos nesta matéria, com destaque para o Relatório de Sustentabilidade da Segurança Social anualmente apresentado pelo Governo em anexo à proposta de lei do OE.

Concluindo…

De tudo o que antecede, pode, em suma, concluir-se pela necessidade de reformar e reforçar o regime jurídico do FEFSS, aplicável quer nas fases de acumulação quer de desacumulação e, especialmente no que a esta diz respeito, a fixação expressa de condições e termos para a utilização do fundo, prevenindo a discricionariedade e o (mau) arbítrio. Por ora, verifica-se que o FEFSS se encontra fracamente blindado do ponto de vista jurídico-financeiro, o que abre a porta a utilizações espúrias, para fins outros que não os de salvaguarda de pagamento de pensões em caso de necessidade financeira futura, em resultado de um desequilíbrio duradouro do sistema previdencial-repartição. A antecipação deste desequilíbrio como consequência da alteração do perfil demográfico da população portuguesa acentua a importância do FEFSS como instrumento garante de sustentabilidade, se não suficiente pelo menos necessário, do sistema de pensões português. Quanto mais não seja por esta razão, o FEFSS deve ser bem protegido. A expressão do desequilíbrio do nosso sistema de segurança social que se antevê para as próximas décadas (e que importa conhecer com a maior exatidão e precocidade) ditará a necessidade de adoção de medidas mais ou menos estruturais de reforma, seja pelo reforço da diversificação das fontes de financiamento do sistema público, seja pelo reforço de soluções de complementaridade numa base de capitalização (envolvendo até alguma inovação financeira), não sendo de descartar a combinação de ambas.

Lista de Abreviaturas

AIMI	Adicional ao imposto municipal sobre imóveis
BCP	Banco Comercial Português
BD	Benefício definido
BIC	Banco BIC, S.A.
BoE	Banco de Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
CD	Contribuição definida
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados especiais de dívida de curto prazo
CEDIM	Certificados especiais de dívida de médio e longo prazo
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CGD	Caixa Geral de Depósitos, S.A.
CTT	Correios de Portugal, S.A.
ECB	Banco Central Europeu
EFFAS	European Federation of Financial Analysts Societies
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESG	Environment, Social and Governance
EUROSTAT	*Statistical Office of the European Union*
FCR	Fundo de Certificados de Reforma
Fed	Reserva Federal
FEFSS	Fundo de Estabilização Financeira da segurança Social
FSE	Fundo Social Europeu
GCF	Grande Crise Financeira
IGFCSS	Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social
IGFSS	Instituto de Gestão Financeira da segurança Social
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRC	Imposto sobre as Pessoas Coletivas
IRPPP	Instituições de realização de planos de pensões profissionais
IRS	Imposto sobre as Pessoas Singulares
ISIF	Ireland Strategic Investment Fund
ISS	Instituto de Segurança Social
LDI	Liability Driven Investments
LBSS	Lei de Bases da Segurança Social
MF	Ministro das Finanças
MESS	Ministro do Emprego e Segurança Social
NRF	National Surplus (Exceptional Contingencies) Reserve Fund
NPRF	National Pensions Reserve Fund
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
OIT	Organização Internacional do Trabalho
OMFIF	Official Monetary and Financial Institutions Forum
OSS	Orçamento da Segurança Social
PER	Processo Especial de Revitalização
PIB	Produto Interno Bruto
PRR	Plano de Recuperação e Resiliência
PT	Portugal Telecom
SEC2010	Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais 2010
SNB	Banco Nacional Suíço
SOI	State-Owned Investors
SWF	Sovereign Wealth Funds
UE	União Europeia
USD	United States Dollar

Referências

Antolin, P., Schich, S. & Yermo, J. (2011). "The Economic Impact of Protracted Low Interest Rates on Pension Funds and Insurance Companies, OECD Journal on Financial Market Trends, 2011.

Beetsma, R. M., & Oksanen, H. (2007). "Pension systems, ageing and the stability and growth pact", European Economy, Number 289, October 2007, Brussels: European Commission.

Bernardino, G. (2019). "Sustainable Pensions for European Citizens How to Close the Gap?", Nazaré da Costa Cabral & Nuno Cunha Rodrigues (eds.), *The Future of Pension Plans in the EU Internal Market – Coping with Trade-offs Between Social Rights and Capital Markets,* Springer, pp. 127-142.

Blundell-Wignall, A., Hu, Y.-W. & Yermo, J. (2008). "Sovereign Wealth and Pension Fund Issues", *OECD Journal on Financial Market Trends*, OECD 2008.

Boeri, T., Lovenberg, L., Coeuré, B. & Roberts, A. (2006). *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB).

Cabral, N. D. C. (2017). "A sustentabilidade da segurança social" Jorge Pereira da Silva & Gonçalo de Almeida Ribeiro (orgs.), *Justiça entre as Gerações: perspetivas interdisciplinares. Lisboa: Universidade Católica Editora*, pp. 352-396.

Cabral, N. D. C. (2019). "Pensions at a crossroad between social rights and financial markets: Which way to be chosen?", Nazaré da Costa Cabral & Nuno Cunha Rodrigues (eds.), *The Future of Pension Plans in the EU Internal Market – Coping with Trade-offs Between Social Rights and Capital Markets,* Springer, pp. 225-253.

Cabral, N. D. C. (2021). *The European Monetary Union After the Crisis – From a Fiscal Union to a Fiscal Capacity,* London & New York: Routledge.

Cabral, N. D. C. & Rodrigues, N.C. (2020). *Finanças dos Subsectores – Segurança Social, Sectores Regional e Local,* Coimbra: Almedina.

Casey, B. H. (2014). "From pension funds to piggy banks:(Perverse) consequences of the Stability and Growth P act since the crisis", *International Social Security Review*, *67*(1), pp. 27-48.

Cichon, M. (2004). *Financing social protection* (Vol. 5), International Labour Organization.

Chuliá, E. (2017). "El agotamiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social: un imprevisto y una oportunidade", Documento de Trabajo: Nº 18/2017, febrero de 2017, Madrid: Instituto BBVA de Pensiones.

Davis, R.M., Stewart, F. & Knaack, P. (2021). "Pension Funds and Financial Repression", EFI Insight-Finance, Washington D.C.: World Bank.

Daf, Edward, SMILEY (2016). "OECD Core Principles of Private Pension Regulation – G20/OECD INFE – Core Competences Framework On.

Davis, R. M., Stewart, F., & Knaack, P. (2021). "Pension funds and financial repression", World Bank Equitable Growth, Finance & Institutions Insight.

EC (2018). *The Pension Adequacy Report,* Vol. I, 2018, European Commission: Brussels.

Eurostat. (2016). *Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA 2010*.

Fall, F. (2019). "Sustainability and Adequacy of Pension Systems Across the OECD: Shocks, Robustness and Policies". Nazaré da Costa Cabral & Nuno Cunha Rodrigues (eds.), *The Future of Pension Plans in the EU Internal Market – Coping with Trade-offs Between Social Rights and Capital Markets,* Springer, , pp. 87-108.

Fonseca, M. J. M. D., & Silva, J. R. (2011). "O Caso Portugal Telecom no Contexto das Relações entre o Brasil e Portugal: a perspectiva da sua internacionalização". In XI Congresso Luso Afro Brasileiro de Ciências Sociais, 2011.

Gómez-Déniz, E., Pérez-Rodríguez, J. V., & Sosvilla-Rivero, S. (2022). "Analyzing how the social security reserve fund in Spain affects the sustainability of the pension system", *Risks*, *10*(6), 120.

Fahri, E. & Tirole, J. (2016). "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops". Available at: https://www.ecb.europa.eu/press/conferences/shared/pdf/20151105_challenges/20151105Challenges-1-Farhi.pdf.

Fernandes, T. (2014). "Direito à segurança social. Cem anos depois da primeira lei que consagrou proteção social em Portugal – o sistema atual", Fernando Ribeiro Mendes & Nazaré da Costa Cabral (orgs.), *Por onde vai o Estado Social em Portugal?*, Porto: Vida Económica, pp. 329-363.

Garcia, M. T. M. (2014). "An appraisal of public pension reserve funds management-evidence from Portugal", *Mediterranean Journal of Social Sciences*, *5*(23), 333.

Garcia, M. T. M. (2003). *Fundos de Pensões: Economia e Gestão*. Barcelos: Vida Económica (Grupo Editorial Peixoto de Sousa).

Gomez, L. C. C. (2022). Whose Debt Is It Anyway?. *Tax L. Rev.*, *76*, 159.

Goulart, N. (2014). "O financiamento da segurança social", Fernando Ribeiro Mendes & Nazaré da Costa Cabral (orgs.), *Por onde vai o Estado Social em Portugal?*, Porto: Vida Económica, pp. 297-327.

Goulart, N., & Garrido, J. (2013). *Notebook on Public Debt* (No. 10/2013), Lisboa: Portuguese Public Finance Council.

Government of Ireland (2023): "*Future-proofing the public finances – the next steps"* (May 2023).

Grandia, R., Hänling, P., Lo Russo, M., & Åberg, P. (2019). Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area. *ECB Occasional Paper*, (218).

Hentov, E., Petrov, A., & Odedra, S. (2018). "How Do Public Pension Funds Invest?", State Street.

IMF (2023). "Making Public Debt Public", IMF Policy Paper No. 2023/034. Available at: https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/07/28/Making-Debt-Public-Debt-Ongoing-Initiatives-and-Reform-Options-537306.

IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) (2008). "Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices —'Santiago Principles' ", Washington.

Jérôme, H., Chuan, L., Laurent, D., & Steven, B. (2015). "Financial Repression: The Unintended Consequences", Zurich: Swiss Re.

Lennkh, A., Bartels, B., & Vasse, T. (2019,). "The Rise of Central Banks as Sovereign Debt Holders: Implications for Investor Bases". In SUERF Policy Note, European Money and Finance Forum, Vienna.

Lioui, A., & Tarelli, A. Does Monetary Policy Matter for a Long-Term Investor?.

Mazzucato, M. (2018). *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*, New York: Penguin.

McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development,* Washington D.C.: Brookings Institution.

Megginson, W. L., Lopez, D., & Malik, A. I. (2021). "The rise of state-owned investors: Sovereign wealth funds and public pension funds", *Annual Review of Financial Economics*, 13, pp. 247-270.

Mercer CFA Institute Global Pension Index (2023).

Merton, R., Muralidhar, A. & Ferreira, R.S. (2019). "SelFIES for Portugal: An Innovative Pan European Retirement Solution". Nazaré da Costa Cabral & Nuno Cunha Rodrigues (eds.), *The Future of Pension Plans in the EU Internal Market – Coping with Trade-offs Between Social Rights and Capital Markets,* Springer, pp.161-191.

Neves, I. D. (1996). *Direito da Segurança Social*. Coimbra: Coimbra Editora.

OECD (2022), *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers 2022*.

OECD (2022). *Long-term investing of large pension funds and public pension reserve funds*, Paris: OECD Publishing.

OECD (2022), *Pension Markets in focus,* Paris: OECD.

OECD (2021), *Pensions at a Glance*, 2021, Paris: OECD.

OECD (2023), *OECD Sovereign Borrowing Outlook 2023*, OECD Publishing, Paris .

Oksanen, H. (2003). *Population ageing and public finance targets* (No. 196). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Oksanen, H. (2009). *Setting targets for government budgets in the pursuit of intergenerational equity* (No. 358). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

OMFIPP (2022), *Global Public Pensions 2022*, London: OMFIPP

OMFIPP (2023), *Global Public Pensions 2023*, London: OMFIPP

Palacios, S.I.S. & Patel, K. B. (2023). "UK Pension Market Stress in 2022 - Why It Happened and Implications for the U.S," Chicago Fed Letter, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 0, June.

Re, S. (2015). Financial repression: The unintended. consequences.

Reinhart, C. M., 2012. "The return of financial repression," *Financial Stability Review*, 16 Banque de France, pp. 37-48.

Reinhart, C. & Kirkegaard, J. F. (2012). "Financial repression: Then and Now".

Reinhart, C. & Rogoff, K. (2009). *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Reinhart, C. M., & Sbrancia, M. B. (2015). "The liquidation of government debt". *Economic Policy*, 30(82), 291-333.

Reinhart, C., Kirkegaard, J. F., & Sbrancia, M. B. (2011). "Financial repression redux", *Finance and Development*, pp. 22-26.

Richard, Mark Davis, Fiona Stewart, and Peter Knaak (2021). "Pension Funds and Financial Repression", EFI Insight-Finance, Washington, DC: World Bank.

Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development,* New York: Oxford University Press.

UN (2023), *Sustainability integration by public pension and sovereign wealth funds,* Geneva: UN

World Bank (2022). *International debt report 2022: updated international debt statistics*. Washington, DC: World Bank.

Wyplosz, C. (2023). "Big central banks and big public debts", Monetary Dialogue Papers, September 2023, European Parliament.

Yermo, J. (2008). "Governance and investment of public pension reserve funds in selected OECD countries", OECD Journal on Financial Market Trends, 2008

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das receitas afetas ao FEFSS (M€) 32
Gráfico 2 – Saldo orçamental do Sistema previdencial-repartição e valores transferidos para capitalização por ano (M€) 34
Gráfico 3 – Diferentes saldos do Sistema previdencial-repartição (M€) 35
Gráfico 4 – Saldos do sistema previdencial-repartição (M€) 36
Gráfico 5 – Saldos integrados no sistema previdencial-repartição e transferências para o FEFSS 37
Gráfico 6 – Evolução do peso de cada classe de ativos na carteira (%) 43
Gráfico 7 – Evolução da Reserva Estratégica (M€) 45
Gráfico 8 – Evolução anual do valor do FEFSS (M€) 47
Gráfico 9 – Evolução anual do FEFSS em % do PIB 47
Gráfico 10 – Rendimentos do FEFSS (M€) 48
Gráfico 11 – Rácio de cobertura das pensões do S. Previdencial pelo FEFSS (M€) 49
Gráfico 12 – Carteira do FEFSS e do FCR-A em 2022 64
Gráfico 13 – Rentabilidade nominal anual do FEFSS e do FCR-A (%) 65
Gráfico 14 – Evolução dos ativos de fundos de pensões e de reserva (T$) 66
Gráfico 15 – Ativos nas carteiras dos fundos de pensões na OCDE (%) 69
Gráfico 16 – Ativos nas carteiras dos fundos de reserva na OCDE (% do PIB) 70
Gráfico 17 – Peso dos ativos nos fundos de pensões em Portugal em 2022 (%) 71
Gráfico 18 – Evolução da dívida pública na União Europeia – UE27 (em % do PIB)) 73
Gráfico 19 – Evolução dos ativos nos balanços dos Bancos Centrais (T$) 83
Gráfico 20 – Evolução da dívida pública detida pelo sector financeiro (mil M€) 85
Gráfico 21 – Evolução dos principais índices bolsistas 86
Gráfico 22 – Peso do FEFSS como credor nos títulos da Dívida Pública (%) 90
Gráfico 23 – Evolução de longo prazo do cenário base do FEFSS (% do PIB) 91

Índice de Figuras

Figura 1– O enquadramento conceptual do FEFSS enquanto fundo de reserva da segurança social portuguesa 21
Figura 2 – Evolução da afetação de receitas ao FEFSS 30

Índice de Quadros

Quadro 1 – A relação entre fundos de pensões *tout court* e planos de pensões 20
Quadro 2 – Dotações atribuídas ao FEFSS (M€) 33

Quadro 3 – Evolução da composição regulamentar do FEFSS 40
Quadro 4 – Fundos de reserva da CGA, 2022 (euros) 54
Quadro 5 – Composição regulamentar da carteira do FEFSS e do FCR 63
Quadro 6 – Impacto da consolidação (em % da dívida pública bruta) 78
Quadro 7 – Estrutura de governação do IGFCSS/FEFSS 94

Índice de Caixas

Caixa 1 – Fundos de estabilização (‘*rainy-day funds*’) 9
Caixa 2 – O FEFSS nas contas consolidadas 22
Caixa 3 – As regras de financiamento do FEFSS 26
Caixa 4 – Consignação de receita do IRC 29
Caixa 5 – Decomposição dos saldos em contabilidade pública do sistema previdencial-repartição 35
Caixa 6 – Princípios básicos de investimento de reservas da segurança social 38
Caixa 7 – Os investimentos do FEFSS no âmbito da Reserva Estratégica 45
Caixa 8 – A situação particular da integração dos fundos de pensões da banca na segurança social 60
Caixa 9 – Investimentos ambiental e socialmente sustentáveis 71
Caixa 10 – Evolução do alcance do termo ‘repressão financeira’ 74
Caixa 11 – O momento de tensão no mercado de dívida no Reino Unido, em 2022 82
Caixa 12 – Evolução dos principais mercados financeiros 86
Caixa 13 – Especificações para a governação dos fundos de pensões 92