REM WORKING PAPER SERIES

Funcionamento e Limitações do Sistema Complementar da Segurança Social

Maria Teresa Medeiros Garcia

REM Working Paper 0398-2025

December 2025

REM – Research in Economics and Mathematics
Rua Miguel Lúpi 20,
1249-078 Lisboa,
Portugal

ISSN 2184-108X

Any opinions expressed are those of the authors and not those of REM. Short, up to two paragraphs can be cited provided that full credit is given to the authors.

REM – Research in Economics and Mathematics

Rua Miguel Lupi, 20
1249-078 LISBOA
Portugal

Telephone: +351 - 213 925 912
E-mail: rem@iseg.ulisboa.pt

https://rem.rc.iseg.ulisboa.pt/

https://twitter.com/ResearchRem

https://www.linkedin.com/company/researchrem/

https://www.facebook.com/researchrem/

Funcionamento e Limitações do Sistema Complementar da Segurança Social

Maria Teresa Medeiros Garcia[1], ISEG, Universidade de Lisboa e UECE (Research Unit on Complexity and Economics)

E uma infinita tristeza,

uma funda turbação

entra em mim, fica em mim presa.

Cai neve na Natureza

- e cai no meu coração.

Augusto César Ferreira Gil (1870 – 1929)

[1] Este trabalho é financiado por fundos nacionais através da FCT - Fundação para a Ciência e a Tecnologia, I.P., no âmbito dos Projetos UID/06522/2023.

Resumo

Num contexto de grandes alterações do sistema de segurança social, desde há mais de vinte anos a esta parte, nomeadamente do sistema previdencial, tem-se apontado a necessidade de atribuir ao sistema complementar um papel de cada vez maior relevância como fonte de rendimento na reforma. Este argumento esquece as implicações que essa maior relevância terá na distribuição de responsabilidade e de riscos subjacentes à necessidade de providenciar rendimento na reforma entre trabalhadores, empregadores e Estado. Efetivamente, há razões históricas, económicas, e comportamentais que justificam o protagonismo do Estado na conceção e desenvolvimento de um sistema previdencial em que a responsabilidade dos empregadores na cobertura de riscos sociais dos seus empregados, decorrentes da relação laboral, é fundamental[2]. Por outro lado, são hoje bem conhecidas as limitações de que padece um sistema complementar, desde logo a sua natureza de poupança, e não de seguro social, com um desempenho financeiro muito fraco, pelo que um sistema complementar deverá e terá sempre de ser complementar e residual. Este artigo revê essas razões, sobretudo as razões relacionadas com as da necessidade de provisão pública na cobertura de riscos sociais, decorrentes de mercados de seguros incompletos, e com o comportamento dos indivíduos. Estes, ao contrário do que é frequentemente assumido, não estão bem informados e não são capazes de atuar racionalmente para maximizar o interesse próprio, como tem evidenciado a economia comportamental, com implicações na sua capacidade de cobrir os referidos riscos sociais. Neste contexto, são apresentados dados do sistema complementar em Portugal que mostram que os regimes profissionais complementares têm registado quebras de valor muito significativas, em consequência de múltiplas transferências para a orla do Estado, e uma alteração do tipo de planos de pensões adotado pelas empresas, passando de planos de benefício definido para planos de contribuição definida. Também a adesão voluntária individual a produtos de poupança de longo prazo, privados ou públicos, é muito reduzida. Em conclusão, o sistema previdencial constitui a base da cobertura de riscos sociais, nomeadamente da eventualidade velhice. Consequentemente, o sistema complementar pelas suas características terá sempre um papel menor enquanto fonte de rendimento na reforma.

Palavras-chave: Sistema de Segurança Social; Sistema Complementar; Microeconomia; Portugal; Classificação JEL: E21, G23, G28, J26

[2] Para além das que justificam a existência de um regime específico de proteção social dos funcionários públicos onde o Estado é o empregador.

1. Introdução

O estabelecimento de um sistema complementar no âmbito de sistemas de segurança social vem na linha de um propósito veiculado pela teoria dos três pilares desde a década de 90 do século passado divulgada no relatório do Banco Mundial intitulado "*Averting old age crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*" (World Bank, 1994). No contexto nacional, a expressão complementar aparece de forma indireta, pela primeira vez, na Lei n.º 17/2000, de 8 de Agosto, (Capítulo V, Regimes complementares), na sequência da publicação do Livro Branco da Segurança Social, em 1998, e de forma explícita na Lei n.º 32, de 20 de Dezembro, (artigo 5.º), compreendendo regimes legais, regimes contratuais e esquemas facultativos, e permanece na Lei n.º 4/2007, de 16 de Janeiro, considerando-se aí que o sistema de segurança social abrange o sistema de proteção social de cidadania, o sistema previdencial e o sistema complementar (artigo 23.º). Na realidade, muitos dos regimes incluídos no sistema complementar foram criados anos antes: a primeira legislação sobre os planos de pensões profissionais privados remonta a 1985 e a primeira legislação sobre os planos-poupança reforma surge em 1989. Ora, o desenho de um sistema de segurança social que contemple e incentive um sistema complementar, em conjugação com o sistema previdencial, ainda que aparentemente virtuoso, esquece as características e limitações do sistema complementar em assegurar rendimento na reforma, sobretudo em termos históricos. Em primeiro lugar, os planos de pensões profissionais privados são, no essencial, instrumentos de gestão de recursos humanos, existentes em grandes empresas em resultado da vontade de atrair, reter e dispensar trabalhadores[3] e do poder negocial dos mesmos. Em segundo lugar, os planos de pensões individuais (ou planos-poupança reforma) são exclusivamente produtos de poupança. O seu foco não é a cobertura de riscos sociais. Essa cobertura é, necessariamente e fundamentalmente, responsabilidade dos empregadores (públicos ou privados) para com os seus trabalhadores, razão que justifica a criação de um sistema previdencial. Por outro lado, o sistema complementar acarreta um conjunto de problemas intrínsecos ao funcionamento dos mercados financeiros, pois, atendendo a que assenta num regime de capitalização, e muitas vezes em planos de contribuição definida, faz passar o risco financeiro para o trabalhador ou para os indivíduos que nele participam, deixando-os desprotegidos.

[3] A existência de um regime específico de proteção social dos funcionários públicos também se justifica como instrumento de gestão de recursos humanos quando o Estado não consegue competir pelos salários na atração de mão-de-obra qualificada e pretende levar a cabo as suas funções na Educação, Saúde, Defesa, etc.

Este artigo começa por revisitar as razões da existência de sistemas previdenciais de segurança social, desde o contexto histórico passando pela teoria microeconómica que põe em evidência a necessidade de criação de um sistema de pensões público e obrigatório, assente num seguro social, capaz de cobrir os riscos de longevidade e de inflação, entre outros, pois o problema de decisão é difícil. Desta forma, é apresentada uma perspetiva diferente relativamente à possibilidade real dos indivíduos tomarem decisões económicas a qual tem em consideração o facto de as decisões tomadas terem frequentemente resultados aquém dos desejáveis, apesar dos indivíduos tentarem maximizar o interesse próprio, o que explica que o papel de um sistema complementar seja sempre residual. Por último, analisa-se a arquitetura do sistema complementar em Portugal e a sua significância em termos de participantes, de beneficiário e de montantes, bem como o seu desempenho.

2. Razões históricas e económicas do sistema previdencial do sistema de segurança social

O contexto de industrialização e de urbanização que se verificou no início do século XX na Europa e sobretudo a Grande Depressão de 1929 nos Estados Unidos da América puseram bem em evidência a necessidade de o Estado intervir no estabelecimento e na organização de sistemas previdenciais, no âmbito de um sistema de segurança social, mas não no seu financiamento que deveria caber essencialmente ao empregador (público ou privado) com a participação do trabalhador[4]. Adicionalmente, relevou a necessidade de o Estado regular os já existentes planos de pensões ocupacionais privados no sentido de cumprirem o que neles estava estabelecido, sendo os casos do Reino Unido e dos Estados Unidos da América dois dos mais evidentes onde essa regulação se fez sentir (Blake, 1995; McGill et al.,1996). Os abusos frequentes e, nomeadamente, a sua relativa capacidade em satisfazer as necessidades de rendimento na reforma[5], justificam o aparecimento de inúmera legislação onde se destaca o *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) de 1974 e o *Retirement Equity Act*

[4] Em Portugal, a Caixa Geral de Aposentações (CGA) foi criada em 1929 como instituição de previdência do funcionalismo público em matéria de aposentação, tendo começado a funcionar em 1 de maio desse ano. Também a Lei n.º 1884, de 16 de março de 1935, especifica as instituições que ficam reconhecidas como sendo de Previdência Social incluídas nas categorias de instituições de previdência dos organismos corporativos, caixas de reforma ou de previdência, associações de socorros mútuos, e instituições de previdência dos servidores do Estado e dos corpos administrativos. O Instituto Nacional do Trabalho e Previdência (INTP) foi criado através do Decreto n.º 23 053, de 23 de setembro de 1933, e tinha como missão a de assegurar a execução das leis de proteção ao trabalho e a das demais leis de carácter social

[5] Em benefício de aspetos menos explícitos como "arma" de negociação sindical, instrumento de política de pessoal, forma de financiamento de capital, e seguro social privado.

(REACT) de 1984, nos Estados Unidos. A lei ERISA de 1974 veio, pela primeira vez, regular todos os aspetos das pensões privadas e dos planos de poupança. Antes da lei ERISA houve várias tentativas de regular aspetos periféricos do sistema de pensões privado, mas nenhuma foi suficientemente abrangente[6]. Alguns dos principais objetivos da ERISA foram a proteção dos direitos de benefício do empregado e a regulação de várias questões relacionadas com a qualificação, incluindo o financiamento (*funding)*, a participação e o número mínimo de anos de trabalho para se ter direito a uma pensão no âmbito de um plano de fundos de pensões (*vesting)*, o registo e a difusão de informação, e a responsabilidade fiduciária. A ERISA estabeleceu também o programa de seguro de benefícios de pensão e uma agência para o administrar, a PBGC[7]. A legislação produzida, entretanto, teve o seu impacto, por exemplo, no aumento do custo associado com a administração de um plano[8], o que, por sua vez, explicará, em parte, o declínio dos planos de benefício definido e a sua substituição por planos de contribuição definida e o próprio fraco crescimento do sistema de pensões privado[9]. Na realidade, como refere Ghilarducci (2008), não há evidência (em nenhum país ou período temporal) nem nenhum conjunto de hipóteses que sugira que os trabalhadores típicos, sózinhos, podem acumular ativos suficientes para financiar uma reforma confortável, pelo que é pouco provável que contas individuais de reforma terão desempenhos melhores do que os atuais sistemas de pensões em repartição.

Durante décadas assistiu-se à adoção de sistemas de repartição por parte de muitos países, sobretudo dos países da Europa, mas também dos Estados Unidos da América, com consequências positivas na qualidade de vida das pessoas e no desenvolvimento, porque com maior ou menor abrangência cobrem eventualidades como a doença, o desemprego, os acidentes de trabalho e doenças profissionais, a invalidez, a velhice e a morte, visando assim garantir, assente no princípio de solidariedade de base profissional, prestações pecuniárias substitutivas de rendimentos de trabalho perdido em consequência da verificação das eventualidades legalmente definidas (International Labour Office, 2018). Consensualmente, é hoje reconhecido o seu papel fundamental para o bem-estar dos trabalhadores, das suas famílias e de toda a sociedade. Adicionalmente, bem geridos, podem igualmente favorecer a produtividade e manter o desenvolvimento económico (BIT, 2002). Desde logo, os sistemas de

[6] Cf. McGill *et al.* (capítulo 2, 1996).
[7] *Pension Benefit Guaranty Corporation* (https://www.pbgc.gov/about).
[8] Cf. McGill *et al.* (1996, cap. 2, pág. 39).
[9] Mesmo posteriormente, a integridade da promessa de pensões é muitas vezes posta em causa. Cf. Ghilarducci (1992, capítulo 5) op. cit., para diversos exemplos desse facto, a ponto de se dizer: "*The loyalty aspect of pensions has switched focus; no longer is it worker loyalty to the firm that is at issue, but a firm's loyalty to its worker*".

segurança social devem ser encarados como um investimento, um fator de coesão social e um elemento do património nacional, e não apenas como uma fonte de custos, pois contribuem para a boa saúde da população e favorecem a situação das famílias. Têm um efeito económico anti cíclico, mantendo a procura de bens e de serviços, em períodos de forte desemprego. Favorecem a mobilidade da mão-de-obra, uma vez que permite aos trabalhadores a passagem de um emprego para outro sem temer a perda dos seus direitos adquiridos. Constituem um elemento do património nacional pois os trabalhadores têm um direito de propriedade sobre a segurança social, que se traduz, efetivamente, numa fonte de rendimentos e de riqueza. Adicionalmente, a redistribuição dos rendimentos desenvolvida através dos regimes de segurança social é uma forma de manter e de reforçar a dignidade dos beneficiários, contribuindo para a coesão social e para a solidariedade nacional. O melhor meio de gerir os custos de financiamento das pensões, num contexto de envelhecimento da população efetivo e esperado, é mesmo preservar e reforçar os regimes públicos de pensões, alargar a sua cobertura e privilegiar o crescimento económico e a criação de emprego, controlando e revertendo a tendência para a expansão do sector informal. A ideia de que os governos devem ser o garante de última instância, independentemente do sistema de pensões escolhido, deve prevalecer, e nenhum sistema de segurança social pode funcionar de forma eficaz se não tiver a confiança de todas as partes envolvidas.

Ora, em meados da década 80 do século passado, o impacto positivo do estabelecimento de tais sistemas pelo Estado, começa a ser posto em causa ao nível do regime de gestão em repartição em que assentavam, decorrente da evolução demográfica caracterizada pelo envelhecimento da população. De forma crescente, instala-se a ideia de que a melhor forma de prevenir o impacto do envelhecimento populacional é diversificar as fontes de financiamento, ou seja, para além da necessidade de proceder a transformações mais ou menos profundas nos sistemas previdenciais, deve fomentar-se a criação de planos de pensões profissionais e de planos pessoais. O relatório do Banco Mundial de 1984 (World Bank, 1994), é o principal impulsionador dessa ideia que parece óbvia, mas que efetivamente não é, porque oblitera todas as razões subjacentes à emergência de sistemas de segurança social públicos, sendo uma estratégia de elevado risco, escudada no conceito de diversificação e suas vantagens, mas que foi logo rebatida (Beattie e McGillivray, 1995). É fundamental clarificar que muitos dos argumentos apresentados a favor de diversos (três) pilares de financiamento para a reforma não são necessariamente válidos pelo que a política de pensões requere uma abordagem mais atenta do que a que está implícita numa constelação ótima única de pilares. Em particular, um

segundo pilar que assenta exclusivamente numa abordagem de contribuições definidas, gerida pelo setor privado, pode não ser apropriada para muitos países. A abordagem ótima pode variar de país para país, dependendo de atitudes diferentes face à partilha do risco, à redistribuição inter geracional e intrageracional, e a outros factores (Orszag e Stiglitz, 1999).

A teoria dos três pilares, disseminada ao longo dos últimos trinta anos, tem atraído diversos atores políticos, hoje bem identificados[10], embora cada vez mais se revele a falácia em que assentam e a incapacidade em servir os objetivos de segurança na reforma (International Labour Office, 2018). O foco num alegado problema de sustentabilidade financeira remete para questões de dimensão mais alargada e gravosa como a sustentabilidade ambiental e de recursos naturais, de desigualdade crescente, e, em última instância, de paz social nos diversos países do mundo. A questão falaciosa de que o envelhecimento é a causa do aumento dos custos não tem razão de ser, pois esses custos são exatamente os benefícios que os sistemas de segurança social visam proporcionar, ou seja, o envelhecimento é a razão de ser da existência dos mesmos e não a causa de eventuais problemas financeiros. Acresce que as mudanças preconizadas não são imunes ao envelhecimento, tido como um problema. Tipicamente, os participantes no debate sobre a sustentabilidade financeira dos sistemas previdenciais da segurança social realçam o lado do custo, mas quase sempre negam a existência do lado do benefício, quer ao nível da produtividade, da nivelação de poderes ou de ponto de partida para um caminho de desenvolvimento (Moene, 2018).

Efetivamente, os sistemas previdenciais existem para cobrir, entre outros, o risco de longevidade, não sendo, portanto, o envelhecimento a ameaça dos sistemas, estando o mesmo previsto pelas técnicas de financiamento de regimes de repartição[11] (Plamondon et al., 2002; Cichon et al., 2004; Plamondon e Latulippe, 2004). O que parecia defensável (James, 1999) revela-se hoje pura ilusão argumentativa, sendo o caso do Chile a maior deceção de todas (Uthoff, 2018). O que foi vezes sem conta apontado como o modelo de referência, com a introdução de contas individuais de reforma em 1981, geridas por instituições privadas (Holzmann, 1996), constitui um fracasso que não podemos escamotear ao ponto de hoje falar-

[10] Incluem-se nesse grupo, entre outros, os seguintes:

- O Banco Mundial,
- A Agência para o Desenvolvimento Internacional dos EUA,
- As Agências bilaterais e multilaterais,
- A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE),
- Networks de especialistas,
- Multinacionais.

[11] Ou regimes de repartição com fundos de reserva.

se em três décadas de falhanço nas reformas de privatização da segurança social levadas a cabo em diversos países, o que tem levado à sua reversão sucessiva (Orenstein, 2008; Drouin e Cichon, 2009; OIT, 2018; Garcia, 2024; Garcia, 2025). De facto, de 1981 a 2014, apesar das pressões de organizações financeiras internacionais e da indústria de fundos de pensões[12], só trinta países privatizaram[13] total ou parcialmente o seu sistema de pensões público. A maioria optou pela não privatização, apesar de os seus defensores prometerem vantagens substanciais e pouco ou nenhum sacrifício de antemão, sugerindo que um "almoço grátis" é possível (Mariger, 1997). Até 2018, 18 países reverteram a privatização atendendo à evidência acumulada de impactos sociais e económicos negativos, sobretudo depois da crise de 2008 (Drouin e Cichon, 2009). A Organização Internacional do Trabalho (OIT) e o economista Joseph E. Stiglitz (prémio Nobel em 2001[14] e vice-presidente e economista chefe do Banco Mundial à altura) constestaram essa privatização e as lições a retirar são agora incontornáveis: ninguém explicou os elevadíssimos custos de transição, os problemas de implementação, nem os muitos riscos que os pensionistas iriam suportar, ou seja, ninguém avaliou o impacto no bem estar[15]. O bom governo é um requisito quer para sistemas públicos como para sistemas privados e a privatização não melhorou necessaramente a qualidade do governo, tendo ocorrido descidas significativas nos benefícios, frequentemente disfarçadas e forçadas por tais reformas estruturais (Ortiz, 2018).

As razões económicas que justificam a intervenção do Estado no sentido de implementar um sistema previdencial de contribuições obrigatórias, maioritariamente assentes na contribuição do empregador e de forma menor na quotização do empregado, são sobejamente conhecidas, embora frequentemente, intencionalmente, esquecidas (Varian, 2014; Zweifel et al., 2021). São, essencialmente, o malogro do mercado e a justiça distributiva.

A situação de mercado incompleto, ou seja, de insuficiência do mercado privado de seguros, existe quando diversos riscos sociais em que os indivíduos incorrem, como sejam situações de doença, desemprego, velhice, morte, etc., que acarretam carência ou insuficiência de

[12] Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional (IMF), *Organisation, for Economic Co-operation and Development* (OECD), *Cato Institute*, e *Inter-American and Asian Development Banks*.

[13] A privatização pode ser mais velada ou mais radical: pode ir de variações modestas no conjunto de ativos detidos pelos fundos de reserva dos sistemas de segurança social, quando existem, a uma substituição faseada ou imediata de todos os benefícios e contribuições da segurança social por contas individuais de reforma obrigatórias, geridas pelo setor privado.

[14] https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/stiglitz/lecture/

[15] O objetivo último de um sistema de pensões é o bem-estar traduzido em segurança de rendimento na reforma. A poupança e o crescimento não são fins em si mesmos, mas meios para atingir um fim: o aumento do bem-estar dos membros da sociedade.

rendimentos, não são plenamente cobertos pelas seguradoras privadas, constituindo um falhanço de mercado. A insuficiente provisão privada de seguros justifica-se pelos conhecidos problemas de seleção adversa, de risco moral e ainda de elevados custos de informação e transação, os quais resultam da característica de informação assimétrica do mercado privado de seguros e que podem originar ineficiência, como é hoje reconhecido pela teoria microeconómica. Precisamente, esta ineficiência pode ser ultrapassada pelo estabelecimento por parte do Estado de um sistema previdencial universal e obrigatório sendo possível praticar um preço mais baixo (prémio de seguro social ou taxa contributiva global) do que aquele que seria praticado pelo mercado de seguros, caso fosse viável para as companhias de seguro obter toda a informação dos potenciais segurados, desde que a participação seja obrigatória e que o sistema previdencial ofereça rendas vitalícias como a única opção de pagamento dos benefícios (Townley e Boadway, 1988).

A justiça distributiva constitui uma forma de responder ao falhanço de mercado em atingir objetivos sociais como a equidade, cuja ausência decorre de múltiplos fatores desde logo a aleatoriedade de nascer com capacidades que são ou não valorizadas pelo mercado, mas também a aleatoriedade de ter acesso a educação, saúde e outros bens que permitirão aos indivíduos potenciar essas capacidades. Neste contexto, torna-se fundamental a redistribuição intergeracional universal e obrigatória (Breyer, 1994).

Não sendo o foco deste artigo a análise comparativa entre regimes de gestão dos sistemas de segurança social, deve, no entanto, notar-se que nos sistemas de reforma por repartição e com prestações definidas, o risco é suportado coletivamente, enquanto nos sistemas com base em contas de poupança individuais, o risco é suportado pelo indivíduo (BIT, 2002). Embora possam existir contas de poupança individuais como alternativa de poupança voluntária, não deverão enfraquecer os sistemas previdenciais que fazem uma repartição dos riscos sobre o conjunto dos segurados. Os regimes de pensões públicos devem garantir níveis de prestações adequados e assegurar a solidariedade social, precavendo-se do risco moral[16] e da economia paralela[17]. Os regimes complementares de pensões, supostamente criados para responder à situação de envelhecimento populacional e para assegurar a sustentabilidade financeira do sistema de pensões público, como uma solução rápida, foram incapazes de obter os resultados

[16] Neste caso por via da diminuição do esforço de contribuição através da subdeclaração de rendimentos, alterando a base de cálculo do montante da contribuição.
[17] A economia paralela é uma das maiores ameaças à sustentabilidade financeira da segurança social, sendo, por natureza, difícil de medir (Medina e Schneider, 2018; Garcia e Sanches, 2021; Schneider e Asllani, 2022).

esperados[18]. As lições retiradas de três décadas de incentivo à privatização são claras: as taxas de cobertura estagnaram ou decresceram, quando existe consenso internacional quanto ao objetivo de extensão de proteção social para todos, em linha com o direito humano de segurança social (Artigo 22.º da Declaração Universal dos Direitos Humanos) e o princípio da universalidade da proteção; os benefícios de pensão deterioram-se, com a passagem de planos de benefício definido para planos de contribuição definida, com impacto negativo significativo na adequação e nas taxas de substituição, não atingindo os mínimos estabelecidos pela OIT.

3. A Teoria do Ciclo de Vida revisitada e as limitações de um sistema complementar

A análise do comportamento individual de poupança tem lugar num contexto de maior estabilidade económica e social, ultrapassado o período devastador provocado pela Grande Depressão de 1929, que vai desde meados dos anos 30 até princípios dos anos 50 do século XX. Nesse período a poupança chegou a ser vista com suspeita e desconfiança, potencialmente perturbadora da economia e prejudicial ao bem-estar social, pois, ao reduzir uma componente da procura, o consumo, sem automaticamente dar origem a um aumento compensatório do investimento, constitui uma ameaça latente ao funcionamento da economia (Keynes, 2009). A poupança era essencialmente motivada pela precaução, ou entendida como um bem superior ou de luxo, em que o rendimento é o determinante mais importante, resultado do desejo dos ricos de deixar em testamento os seus haveres, consubstanciando o motivo herança.

A Teoria do Ciclo de Vida (TCV) estabelece que todos os recursos do indivíduo[19] são relevantes para as suas decisões de consumo, assumindo que a riqueza serve para compensar variações do rendimento ao longo do tempo (Modigliani, 1986). Neste contexto, admite-se que o consumidor divide o rendimento entre consumo e poupança por forma a maximizar a utilidade esperada durante o seu período de vida. Consequentemente, admitindo que o indivíduo em idade avançada já não estará em condições de trabalhar, assume-se que, sendo previdente e cauteloso, poupará para fazer face a um futuro incerto, consubstanciando o motivo reforma.

[18] Nenhum país democrático industrializado substituiu o seu sistema de pensões público por um sistema de contas individuais em capitalização. A Suécia é a unica exceção, embora a gestão seja pública ainda que empresas privadas estejam envolvidas no investimento de ativos. Passados mais de 20 anos desde essa reforma radical, implementada em 1999, o balanço não é positivo (Aspegren et al., 2019). A ambição subjacente parece já ter tornar-se um falhanço com lições a retirar (https://europeanbusinessmagazine.com/business/wekend-read-the-green-gamble-that-backfired-swedens-pension-funds-count-the-cost/)

[19] Os recursos resultam da soma dos rendimentos presente e futuros atualizados com a riqueza líquida corrente.

A hipótese explícita de um período de vida esperado finito para o indivíduo (T) permite à TCV analisar as consequências na poupança de variações sistemáticas no rendimento e nas necessidades que ocorrem ao longo do ciclo de vida de cada um, seja como resultado do envelhecimento e da reforma, seja como resultado de alterações do tamanho da família. Também o motivo herança, neste contexto, é agora passível de análise mais detalhada.
A versão básica do modelo assenta em hipóteses simples relativas à trajetória das oportunidades e às preferências da família em ciclo de vida, permitindo analisar o perfil da riqueza ao longo do ciclo de vida e retirar algumas implicações.

Relativamente às oportunidades, admite-se que:

- o rendimento é constante ($y = \bar{y}$) até à reforma (R) e é nulo a partir dessa data até à data da morte (T);
- a taxa de juro é nula.

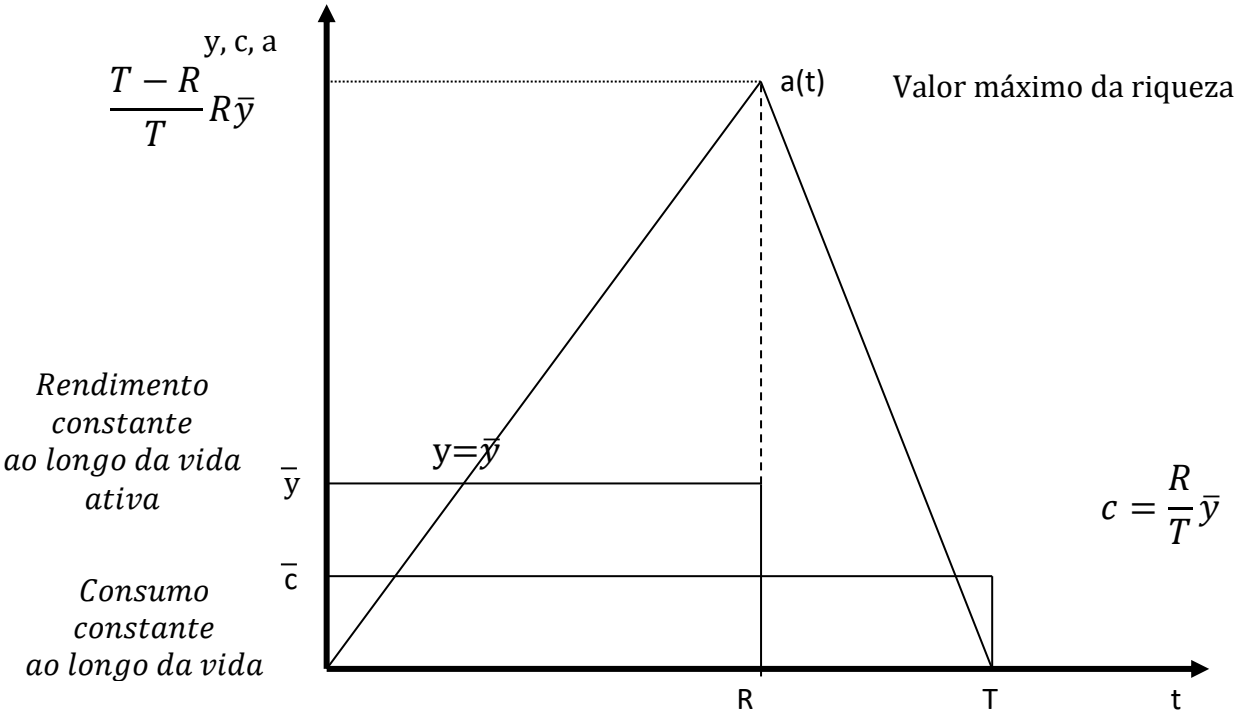
Quanto às preferências, supõe-se que:

- o consumo é constante ao longo da vida ($c = \bar{c}$);
- não há heranças nem dívidas à data da morte.

Decorre destas hipóteses que um alisamento do consumo ao longo da existência do indivíduo faz com que o mesmo consuma menos que o seu rendimento durante o período de vida ativa, acumulando assim um património, que assume o seu valor máximo na idade da reforma, o qual irá consumir integralmente durante o período de reforma. A trajetória desse património ou riqueza detida tem, pois, a forma de uma colina (linha côncava) ao longo da vida conforme a Figura 1 mostra.

Assim, de acordo com a TCV, a poupança individual, como refere Courdet (1990), responde somente a dois motivos: o reembolso de endividamentos realizados no início da vida ativa, caso existam, e a constituição de um capital que permita financiar a reforma. Adicionalmente, assume-se que a riqueza era adquirida pela acumulação por cada geração para ser consumida no fim da vida e não por via das transferências intergeracionais.

Figura 1. Rendimento, consumo, poupança e riqueza em função da idade



Neste contexto, o total do rendimento auferido ao longo to tempo de vida ativa deve igualar o total do consumo ao longo de toda a vida:

$$\bar{y}R = \bar{c}\mathrm{T}$$

$$\bar{c} = c(t) = \frac{R}{T}\bar{y}$$

Resolvendo em ordem ao consumo fica patente que o consumo depende da relação entre R e T e do nível do rendimento.

Por outro lado, a riqueza ao longo do período de vida ativa crescerá com o tempo e depende do rendimento e do peso que o tempo de reforma tem no período de vida esperado:

$$a(t) = t(\bar{y} - \bar{c}) = t\left(\bar{y} - \frac{R}{T}\bar{y}\right) = \frac{T-R}{T}t\bar{y}$$

O valor máximo da riqueza é atingindo na idade de reforma, $t = R$, e é igual a: $\frac{T-R}{T}R\bar{y}$

A partir de R, a riqueza decresce com o tempo até se tornar nula.

Quanto à taxa de poupança agregada, ela dependerá da estrutura demográfica da população de cada país, pois se a população for mais jovem então a poupança será maior e, ao contrário, se for mais envelhecida então será menor, atendendo a que estará na fase de desacumulação ou utilização da acumulação prévia para consumo ao longo do período de reforma. Adicionalmente, o modelo admite que não existirá heranças, ou seja, a riqueza é nula na data de morte.

Naturalmente que as hipóteses assumidas pelo modelo são frequentemente rejeitadas pela evidência. Os indivíduos não têm informação suficiente para períodos longos nem têm um comportamento racional qua vá de encontro a uma disciplina de poupança. Os resultados empíricos indiciam que os indivíduos não são capazes de planear para a reforma, isto é, não são capazes de estimar as suas necessidades na reforma, o que exigiria considerar estimativas sobre rendimentos futuros, taxas de rendimento, taxas de imposto, dimensão da família, estado de saúde, e longevidade (Mitchell e Utkus, 2003). Assim, entregues a si próprios, a grande maioria dos indivíduos falhariam no propósito de poupar adequadamente e desta maneira encontrar-se-iam destituídos de recursos financeiros na sua velhice.

É neste contexto que, para além dos aspetos referidos na secção 2, se torna premente o estabelecimento de sistemas de pensões públicos para desempenhar um papel relevante na cobertura do risco de longevidade, desde que a participação seja obrigatória e que estes ofereçam rendas vitalícias como a única opção de pagamento do benefício[20]. O desenho de um sistema de pensões público vem assim de encontro ao comportamento efetivo dos agentes económicos. No essencial, o modelo veio fundamentar a importância dos sistemas de pensões públicos na área da redistribuição do rendimento e enquanto seguro social para a melhoria do bem-estar (Kotlikoff et al., 1982).

A versão básica do modelo sofreu sucessivas extensões e utilizações, nomeadamente a nível da gestão do património, mas também na construção de produtos financeiros e na comercialização de serviços bancários ou de seguro (Masson,1991). Por exemplo, os benefícios fiscais atribuídos aos esquemas de pensões privados constituem um incentivo à sua constituição sem os quais esses esquemas não existiriam, e apenas serão de interesse para as empresas de grande dimensão ou para os indivíduos de rendimentos mais elevados. Dito de outro modo, o modelo põe claramente em evidência as limitações de um sistema complementar como suporte

[20] A miopia e o problema da racionalidade limitada, entre outros, também explicam a participação obrigatória e o pagamento de benefícios sob a forma de anuidades.

de rendimentos na reforma, frequentemente e oportunamente esquecidas, para além das já referidas relacionadas com o deficiente funcionamento de alguns mercados financeiros, nomeadamente o mercado de seguros, mas também dos mercados de produtos financeiros, sejam de produtos bancários sejam de valores mobiliários. Essas limitações estão intrinsecamente associadas com o comportamento dos indivíduos e com as suas características socioeconómicas, que, mais uma vez, fundamentam a provisão pública de sistemas de proteção social, e que urge realçar, pois a apologia de um sistema complementar constitui um retrocesso em relação ao papel primordial de sistemas previdenciais de segurança social[21].

O protagonismo dado ao indivíduo no sentido de ele próprio garantir os seus rendimentos na reforma faz com que ele seja confrontado com a necessidade de tomar três decisões fundamentais, necessidade que desaparece quando um sistema de pensões público e obrigatório constitui a principal fonte desses rendimentos. São elas: a decisão de poupar; a decisão de investir; e a decisão de utilizar a acumulação prévia. Todas são difíceis e complexas.

A visão da economia comportamental põe em relevo a não verificação da hipótese de racionalidade subjacente ao modelo do ciclo de vida no que diz respeito à decisão de poupar e diz ser possível identificar três fatores que contribuem para a rejeição dessa hipótese (Mitchell e Utkus, 2003):

- o problema do controlo próprio;
- o quadro de escolhas e as escolhas por defeito;
- a inércia e o adiamento.

A área da economia comportamental tem também tido um papel relevante para explicar a tomada de decisão de investimento que se caracteriza por três aspetos fundamentais: excesso de confiança, aversão à realização da perda; e dependência do conjunto disponível de escolhas.

Por último, os indivíduos enfrentam muitas fontes de risco durante o período de reforma (Davies, 1981), o que torna a decisão de utilização da acumulação prévia muito complicada e exigente.

[21] Nesta linha aponta, aliás, o Livro Verde da Segurança Social, Junho 97 e, posteriormente, o Livro Branco da Segurança Social, Dezembro 97.

Adicionalmente, os sistemas complementares devem também exigir uma avaliação pelo atuário que inclua os problemas que lhe estão associados: ausência de informação e transparência; e desempenhos financeiros desastrosos.

4. Sistema complementar em Portugal

Em Portugal, foram criadas condições de desenvolvimento dos chamados regimes complementares, ainda na década de 80 do século passado, antes de um sistema complementar ser expressamente reconhecido como um subsistema do sistema de segurança social, o que só veio a acontecer em 2002.

Por um lado, o decreto-lei n.º 323/85, de 6 de agosto, vem estabelecer o regime jurídico dos fundos de pensões geridos por companhias de seguros que explorem legalmente em Portugal o ramo "Vida", cometendo ao então Instituto de Seguros de Portugal[22] o acompanhamento e a fiscalização dos referidos fundos, com o objetivo de apoiar a "inestimável função social dos fundos de pensões dotando-os de uma regulamentação legal que acautele a fiel prossecução dos fins em vista".

Por outro lado, o decreto-lei n.º 205/89, de 27 de junho, vem estabelecer o regime dos planos poupança – reforma (PPR) e dos fundos de poupança – reforma (FPR). No âmbito deste decreto, reconhece-se que "a constituição de planos individuais de reforma permite incentivar a poupança de longo prazo completando os esquemas de segurança social proporcionados pelo Estado e os que têm natureza privada, como os derivados de fundos de pensões". Por isso se justifica que os PPR usufruam, em determinadas situações, de um regime fiscal especial assente no diferimento da tributação, que, os rendimentos dos FPR fiquem isentos de IRC e que os gastos suportados pelas pessoas coletivas com a subscrição de certificados FPR em nome e a favor dos seus empregados sejam considerados como custos ou perdas do exercício. De realçar ainda que o FPR deveria ser constituído no mínimo de 50% por títulos de dívida pública emitidos por prazo superior a um ano. Resultante da sua configuração e natureza, a gestão destes planos é atribuída a entidades especializadas, como são as sociedades gestoras de fundos de investimento e de fundos de pensões e as companhias de seguros do ramo "Vida".

[22] Atual Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Na sequência das referidas ideias de reforma dos sistemas de pensões promovidas pelo relatório do Banco Mundial de 1994, consubstanciada na teoria dos três pilares, fazendo a apologia de um maior protagonismo das empresas e dos indivíduos no financiamento de rendimento na reforma, a Lei n.º 17/2000, de 8 de agosto, considera, pela primeira vez, os regimes complementares (capítulo V), quer de iniciativa pública quer de iniciativa particular.

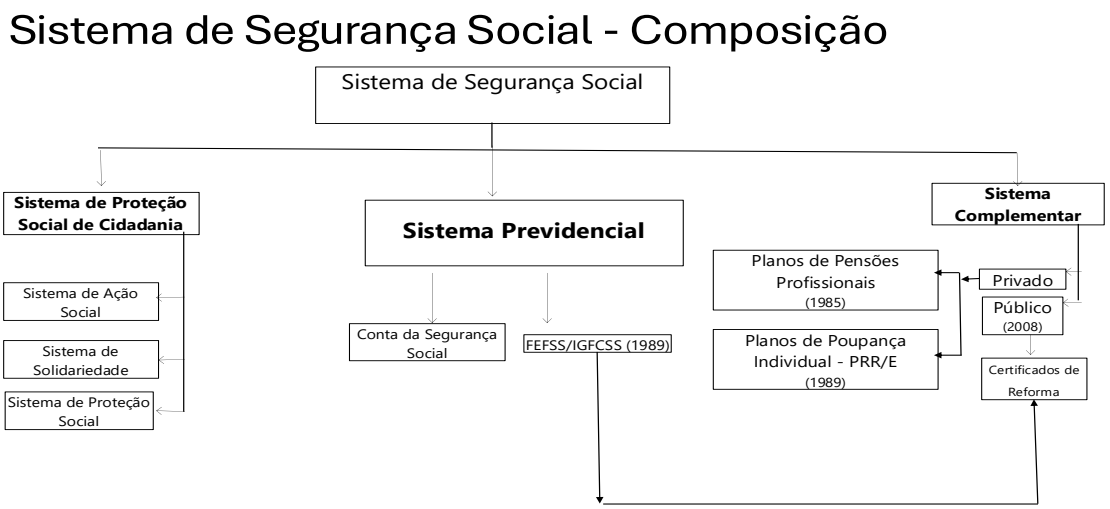
A Lei n.º 32/02, de 20 de dezembro, considera, explicitamente, pela primeira vez, que o sistema de segurança social é composto por três sistemas: o sistema público de segurança social; o sistema de acção social e o sistema complementar (Artigo 5.º).

Subsequentemente, a Lei n.º 4/2007, de 16 de janeiro, refere, no Artigo 23.º - Composição do sistema, que o sistema de segurança social abrange o sistema de proteção social de cidadania, o sistema previdencial e o sistema complementar. No capítulo V, explicita-se a composição do sistema complementar (Artigo 81.º):

1 - O sistema complementar compreende um regime público de capitalização e regimes complementares de iniciativa coletiva e de iniciativa individual.

2 - Os regimes complementares são reconhecidos como instrumentos significativos de proteção e de solidariedade social, concretizada na partilha das responsabilidades sociais, devendo o seu desenvolvimento ser estimulado pelo Estado através de incentivos considerados adequados.

Figura 2. Composição do sistema de segurança social



A par desta reorganização da composição dos sistema de segurança social (Figura 2), assistiram-se a reformas sucessivas do sistema previdencial, com impactos óbvios na sua

adequação (Garcia, 2020, Murteira, 2020; Murteira 2023), o que, por sua vez, tem vindo a colocar pressão nos parceiros sociais para estabelecer e melhorar planos de pensões ocupacionais, esquecendo que os mesmos enfrentam desafios próprios, nomeadamente os que se prendem com os custos de gestão e com o seu financiamento, o que tem levado à transferência desses planos para a orla do Estado e ao fecho de muitos planos de benefício definido por contrapartida da constituição de planos de contribuição definida (Marier, 2012) com consequências muito distintas na assunção do risco para empregadores e empregados (Baker et al., 2005). Neste contexto, volta-se a confundir o relevante papel de seguro social com poupança e a esquecer os riscos financeiros associados aos produtos em que a poupança se corporiza ao priorizar os planos de pensões de empresas e as contas individuais, assentes no investimento no mercado de capitais.

Pela sua natureza, os fundos de pensões profissionais integram-se nos regimes complementares de iniciativa coletiva sendo regimes de instituição facultativa a favor de um grupo determinado de pessoas. Estes regimes profissionais complementares abrangem trabalhadores por conta de outrem de uma empresa, de grupos de empresas ou de outras entidades empregadoras de um sector profissional ou interprofissional, bem como trabalhadores independentes e são financiados pelas entidades empregadoras ou pelos trabalhadores independentes, sem prejuízo de eventual pagamento de quotizações por parte dos trabalhadores por conta de outrem.

Os fundos de pensões profissionais são patrimónios autónomos com vista à realização de um ou mais planos de pensão podendo revestir duas formas: fundo fechado – quando diz respeito apenas a um associado ou, existindo vários associados, quando existe um vínculo de natureza empresarial, associativo, profissional ou social entre os mesmos e seja necessário o assentimento destes para a inclusão de novos associados; e fundo aberto – quando não se exige a existência de qualquer vínculo entre os diferentes aderentes ao fundo, dependendo a adesão ao fundo unicamente de aceitação pela entidade gestora.

Os fundos de pensões profissionais resultam do investimento das contribuições efetuadas pelas empresas em favor dos seus trabalhadores, com o objetivo de obterem no futuro um determinado benefício de reforma de acordo com estabelecido no contrato constitutivo do plano de pensões subjacente.

Os planos de pensões estabelecem as condições em que se constitui o direito ao recebimento de uma pensão a título de reforma por invalidez, por velhice ou ainda em caso de sobrevivência. Frequentemente, esta pensão de velhice complementa o rendimento de reforma proveniente da

pensão de velhice do sistema previdencial do sistema de segurança social, mas não necessariamente.

Os planos de pensões são considerados instrumentos de gestão de recurso humanos porque permitem atrair e reter determinados trabalhadores e incluem-se no pacote de benefícios que as empresas podem oferecer aos seus trabalhadores para além do salário (Ippolito, 1997). Mais recentemente, têm sido apontados como forma de cobrir o risco inerente às alterações introduzidas aos sistemas previdenciais do sistema de segurança social, o que exige cautela.

Atendendo à forma de financiamento, os planos de pensões podem classificar-se em:

Planos contributivos – quando existem contribuições dos participantes; e

Planos não contributivos – quando o plano é financiado exclusivamente pelo associado.

Para criar e sustentar a credibilidade e a segurança dos fundos de pensões permitiu-se que a sua criação e gestão não se confinasse única e exclusivamente às companhias de seguros, mas se ampliasse às sociedades gestoras de fundos de pensões, ambas constituindo entidades gestoras de fundos de pensões. A garantia de uma gestão independente e profissional seria assegurada ao mesmo tempo que seriam salvaguardados objetivos de estabilidade, de rendibilidade, de segurança patrimonial, de liquidez, de diversificação do risco e de capacidade de internacionalização, os quais são monitorizados pela Autoridade de Seguros e Fundos de Pensões (ASF).

Por último, as contas individuais de poupança foram criadas com o propósito de fomentar a poupança de longo prazo e integram-se nos regimes complementares de iniciativa.

Nesta secção analisaremos, em detalhe, os regimes complementares de iniciativa coletiva e de iniciativa individual e o regime público de capitalização.

4.1 Regimes complementares de iniciativa colectiva e de iniciativa individual

À semelhança do que se observou noutros países, em Portugal, os regimes complementares, sobretudo na forma de fundos de pensões, resultam da ideia crescentemente veiculada e divulgada, desde as décadas de 80 e 90 do século XX, de que a proteção social se constrói conjugando iniciativas públicas e privadas, coletivas, empresariais, e individuais, obrigatórias e facultativas, de repartição e de capitalização.

A caracterização do mercado de fundos de pensões em Portugal e a análise do papel que o mesmo tem desempenhado, sobretudo ao nível do segundo e terceiro pilares, merece uma atenção especial, quando se pretende promover o seu protagonismo (Garcia, 2017, 2020), não esquecendo os riscos a que estão sujeitos os fundos de pensões e a necessária avaliação das respectivas entidades gestoras (Garcia, 2010).

Em termos de legislação atual, a Lei n.º 27/2020, de 23 de julho, aprova o regime jurídico da constituição e do funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões, transpondo a Diretiva (UE) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2016, revogando o Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro

Efetivamente, o Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro, tinha revisto de forma global o regime do Decreto-Lei n.º 475/99 e alterações posteriores, transpondo a Directiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de junho, abrangendo os fundos de pensões ao serviço de planos de pensões do segundo e do terceiro pilares (planos de pensões empresariais e individuais). Nele se contempla, para os fundos do segundo pilar, a previsão de uma comissão de acompanhamento da realização do plano de pensões, e, para os do terceiro pilar, a previsão do provedor dos participantes e beneficiários. Regista-se também um aprofundamento da informação a prestar aos participantes e beneficiários e incluem-se regras prudenciais sobre composição dos activos, a definição da política de investimento, o cálculo das responsabilidades dos fundos de pensões e a nomeação dos poderes e deveres do ISP (actual Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, ASF).

Nesta secção procedemos a uma síntese histórica da sua evolução e a uma análise da sua dimensão.

4.1.1 Planos de pensões profissionais

O decreto-lei n.º 396/86, de 25 de novembro, vem revogar a legislação de 1985 já referida. Reconhecia-se aí o papel crucial da criação de fundos de pensões como "uma das formas da segurança social privada que melhor responde às necessidades de proteção dos indivíduos". Por outro lado, dava-se corpo a um objetivo do programa do Governo no sentido de dar "o incentivo à criação de esquemas privados complementares de segurança social, destacando entre estes os fundos de pensões". O decreto-lei visava, portanto, "alargar o campo de iniciativa na criação e gestão de fundos de pensões", até então confiada exclusivamente às companhias de seguros que explorem o ramo "Vida", ao permitir para o efeito a constituição de sociedades gestoras de fundos de pensões, cujo estatuto contempla. Relativamente aos activos do fundo, para além de serem apresentadas as suas possíveis aplicações, são também fixados alguns limites enquanto se aguardava uma portaria com o objectivo específico de fixar as regras de composição do activo do fundo.

O decreto-lei n.º 415/91, de 25 de outubro, vem revogar o decreto-lei n.º 396/86, de 25 de novembro. Este novo diploma pretende "criar condições de melhoramento e flexibilidade" aos fundos de pensões enquanto importante instrumento de aplicação de poupanças a longo prazo e, portanto, como importante sistema de financiamento de previdência privada em complemento da segurança social visando o bem-estar da população reformada, atendendo aos valores significativos registados nos anos precedentes.

Em paralelo, esta "reformulação global do regime de constituição de fundos de pensões e do acesso e exercício da atividade de gestão dos mesmos" tinha ainda como objetivo "desenvolver a política de fomento do espírito de previdência dos particulares, quer a nível individual quer a nível empresarial, não se inserindo no sistema público de segurança social e apresentando um regime facultativo de contribuição financeira por parte dos beneficiários". Dá-se também aqui um significado preciso à noção de fundos de pensões. Estes são patrimónios autónomos exclusivamente afetos à realização de um ou mais plano de pensões, nos quais se constitui o direito ao recebimento de uma pensão a título de pré-reforma, reforma por velhice ou invalidez ou por sobrevivência, com possibilidade de pagamento de parte da pensão em capital ou a sua transformação em outro tipo de renda. Estabelece-se também a distinção entre fundos de pensões fechados – aqueles que se referem apenas a um associado ou a vários diretamente ligados – e fundos de pensões abertos – aqueles que permitem a adesão coletiva ou individual sem exigências de ligação alguma entre os aderentes e cujo património é dividido em unidades de participação. É também agora permitida a possibilidade de um mesmo fundo de pensões financiar diferentes planos, bem como várias entidades gestoras gerirem um mesmo fundo de pensões fechado.

O diploma contempla adicionalmente a desburocratização da constituição dos fundos na medida em que é dispensada a escritura pública e somente se exige a publicação no Diário da República dos contratos constitutivos dos fundos de pensões fechados e dos regulamentos de gestão dos fundos de pensões abertos. Finalmente, é criada a "figura autónoma dos fundos de pensões para as comunidades portuguesas residentes no estrangeiro" com o objetivo de diversificar as aplicações das poupanças e "vocacionada para o sector da emigração".

A partir de 1992 são publicadas uma série de portarias tendo em vista a fixação de regras de composição das aplicações dos fundos de pensões. Observou-se o desaparecimento gradual dos limites máximos e mínimos por categorias de ativos passando a vigorar apenas limites máximos. Também as regras de diversificação prudente sofreram alguns ajustamentos devendo

ser mantidos determinados limites máximos. Persistiram, no entanto, alguns limites de aplicação com vista ao impedimento do surgimento de conflitos de interesses entre a empresa promotora do fundo de pensões, a sociedade gestora e o fundo de pensões. As novas regras sobre as aplicações dos fundos de pensões que foram sucessivamente surgindo eram alegadamente mais ajustadas à envolvente económica e à natureza e necessidades dos fundos de pensões.

O aviso de 24 de janeiro de 1994 publica o Código de Conduta elaborado pela Associação das Empresas Gestoras de Fundos de Pensões, aprovado pelo Conselho Diretivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Nele se estabelecem Princípios orientadores da conduta (capítulo 2) e Regras gerais de conduta de negócios (capítulo 3). Estas respeitam nomeadamente à Independência, à Publicidade e marketing, às Relações com os clientes, à Gestão de fundos, à Idoneidade e integridade nas relações com o mercado, às Transacções por conta própria ou por conta de outrem dos membros dos órgãos sociais, quadros e empregados e às Sanções.

O decreto-lei n.º 475/99, de 9 de novembro, procede à revisão do regime jurídico dos fundos de pensões em Portugal, tendo como objetivo fundamental a sua consolidação enquanto veículo privilegiado de financiamento privado e complementar dos encargos com a cobertura dos riscos sociais ligados à reforma. No entanto, esta revisão, constitui apenas, como é desde logo referido, "um primeiro passo" num percurso a desenvolver tendo em conta uma perspetiva temporal mais dilatada onde questões tão importantes como, por exemplo, o recorte dos planos de pensões privados , o financiamento das responsabilidades de empresas e de outras entidades com pensões situadas ao nível do segundo pilar da previdência social, o enquadramento fiscal das contribuições, dos rendimentos e das prestações inerentes ao financiamento de tais responsabilidades , ou o destino prioritário do saldo da liquidação de um fundo de pensões cujo sobrefinanciamento resulte de uma redução drástica do número de participantes em planos de pensões sem direitos adquiridos, deverão ter lugar.

Neste contexto, esta revisão aclara e modifica aspetos formais e procede a alterações no sentido "de reforço da proteção de contribuintes, participantes, beneficiários e também de associados", mas também "de aperfeiçoamento qualitativo do funcionamento dos fundos de pensões". Passam agora a ser exigidos determinados comportamentos contratuais às entidades gestoras, nomeadamente ao nível de regras de informação e transparência contratual e de um direito de renúncia a favor de pessoas singulares contribuintes aderentes a fundos de pensões abertos. Por

outro lado, no que diz respeito à regulação prudencial dos fundos de pensões e das respectivas entidades gestoras, passa a ser obrigatória a avaliação de responsabilidades antes da autorização de constituição de fundos de pensões que financiem planos de pensões de benefício definido ou mistos, ou da alteração dos respectivos contratos constitutivos; é instituída a figura do actuário responsável; e a entidade gestora é impedida de iniciar o pagamento de novas pensões caso o montante do fundo de pensões não seja superior ao valor atual das mesmas. É ainda estabelecido o novo regime relativo à margem de solvência das entidades gestoras e especificado o tipo de entidades que podem ser subcontratadas para proceder à gestão dos investimentos dos fundos de pensões. Na senda da protecção contratual de todos os intervenientes, manteve-se a opção pelo regime de aprovação prévia administrativa dos contratos constitutivos de fundos de pensões fechados e dos regulamentos de gestão de fundos de pensões abertos, bem como das alterações de ambos.

Tendo como propósito o aperfeiçoamento qualitativo do funcionamento dos fundos de pensões, é expresso um regime específico para o sobrefinancimanto dos fundos, efectuam-se ajustamentos relativamente à questão da extinção dos fundos de pensões, e eliminam-se as disposições relativas às aplicações dos fundos de pensões, passando as mesmas a constar de portaria. Em todo o caso, abre-se agora a possibilidade de utilização de contratos de reporte e de empréstimos de valores na gestão dos ativos dos fundos de pensões.

Em conclusão, este decreto-lei tenta congregar uma série de aspetos que estavam dispersos ao longo de vários documentos legais. Todavia, algumas questões continuaram por definir, como também é referido, pelo que se procedeu à sua revogação.

O decreto-lei n.º 292/2001, de 20 de novembro, faz adequar o regime jurídico da constituição e do funcionamento dos fundos de pensões e das sociedades gestoras de fundos de pensões, constante do decreto-lei n.º 475/99, de 9 de novembro, ao novo Estatuto do ISP.

Estes regimes são, posteriormente, contemplados pelos já referidos Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro e Lei n.º 27/2020, de 23 de julho.

Como referido, os fundos de pensões podem ser geridos quer por sociedades constituídas exclusivamente para esse fim, designadas por sociedades gestoras, quer por empresas de seguros que em Portugal explorem legalmente o ramo “Vida”. O número de entidades gestoras de fundos de pensões tem tido tendência decrescente ao longo dos últimos cerca de trinta anos, com um total de 16 em 2023, menos de metade do número observado em 1996, encontrando-

se igualmente dividido por empresas de seguros e sociedades gestoras (Gráfico 1), revelando assim uma concentração do mercado, em termos de estrutura empresarial.

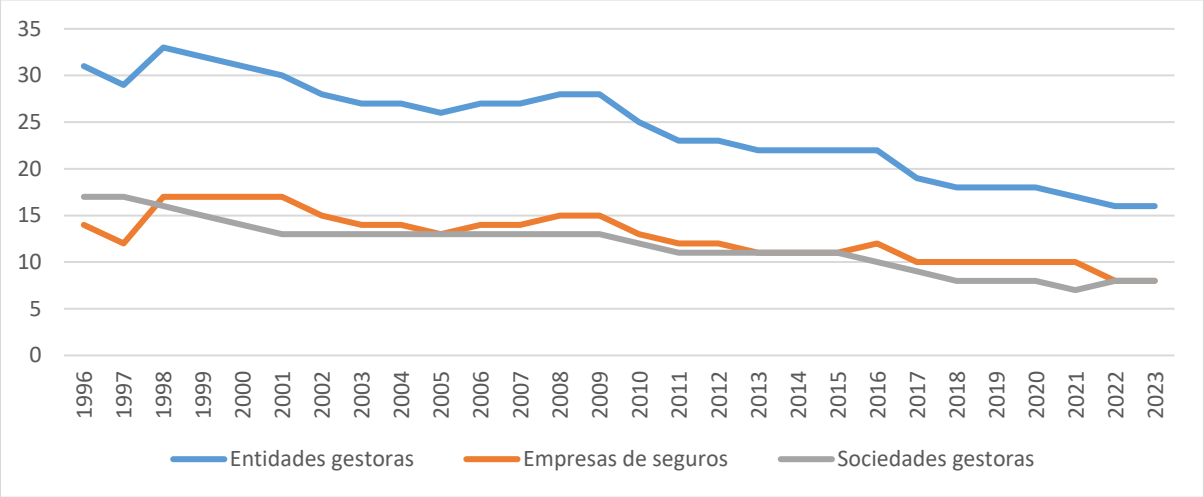


Gráfico 1. Número de Entidades Gestoras, 1996-2023

Fonte: ASF

Também o montante dos fundos de pensões tem decrescido devido sobretudo às transferências, em 2003 e 2004 (Decretos-Leis n.º 246/2003, de 8 de outubro; n.º 291/2003, de 19 de novembro; Decretos-Leis nºs 240-D/2004, 240-B/2004, 240-C/2004, 240-A/2004, todos de 29 de dezembro, e 241-A/2004, de 30 de dezembro, com efeitos reportados a 1 de dezembro de 2004), em 2010 (Decreto-Lei n.º 140-B/2010, de 30 de dezembro), em 2011 (Decreto-Lei n.º 127/2011, de 31 de dezembro), e em 2023 (Decreto-lei 14/2023, de 24 de fevereiro, que procede à transferência para a Caixa Geral de Aposentações, I. P. (CGA) das responsabilidades detidas pelo Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos (FPCGD) bem como do valor correspondente para fazer face às mesmas) de diversos fundos para a esfera do Estado (seja para a Caixa Geral de Aposentações seja para a Segurança Social), nomeadamente dos sectores da banca e das telecomunicações, com impacto na redução do défice fiscal e no cumprimento dos objetivos de Maastricht (Casey, 2014). O Gráfico 2 mostra essa evolução e o peso maioritário dos fundos de pensões profissionais (86% em 2023), representando em 2023 cerca de 19000 milhões de euros.

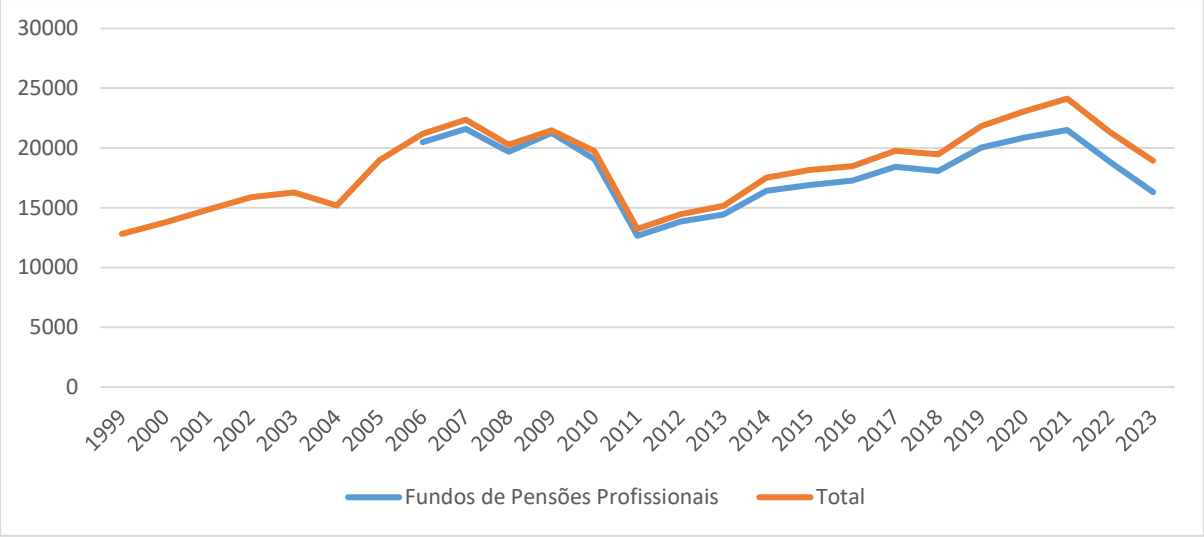


Gráfico 2. Montante de Fundos de Pensões Profissionais e Total (milhões de euros), 1999-2023

Fonte: ASF

Consequentemente, o peso dos montantes de fundos de pensões no PIB tem vindo a decrescer, situando-se em 7,1% em 2023 (Gráfico 3), o valor mais baixo desde 1999, devido precisamente, às transferências ocorridas, mas também à crise financeira de 2008 e à crise da dívida soberana da Zona Euro em 2010-2011, que erodiram o seu valor.

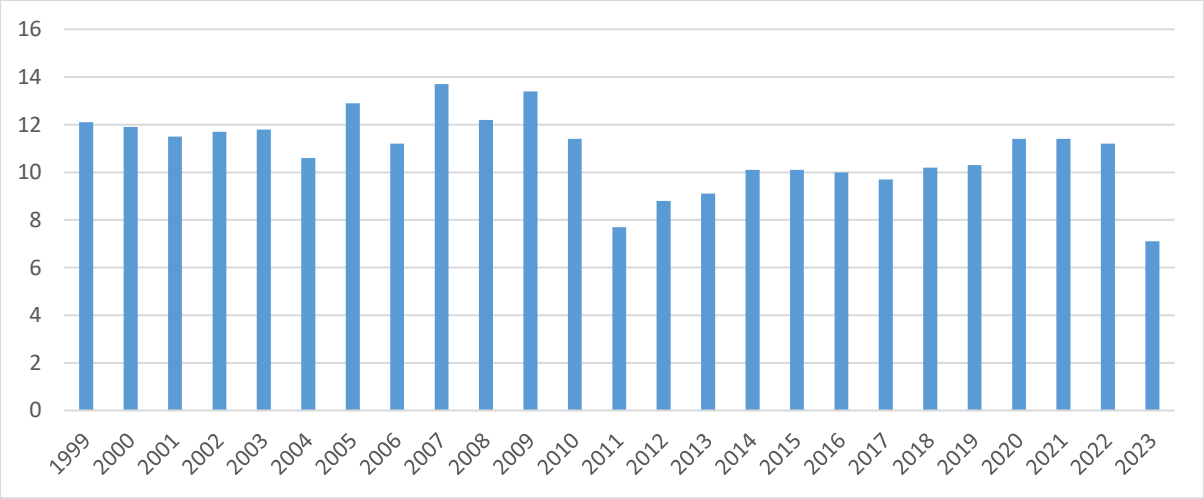


Gráfico 3. Montante de Fundos de Pensões (% do PIB), 1999-2023

Fonte: ASF

A grande maioria dos fundos são fundos fechados, apesar da tendência decrescente, e nestes dominam os que financiam planos de benefício definido (PBD) (Gráfico 4). Esta evolução sugere que as empresas têm optado por constituir planos de pensões quando existe pressão por

partes dos sindicatos ou quando esses planos garantem alguns benefícios fiscais, pois as contribuições para os fundos de pensões são consideradas como custos fiscais (Código do IRC).

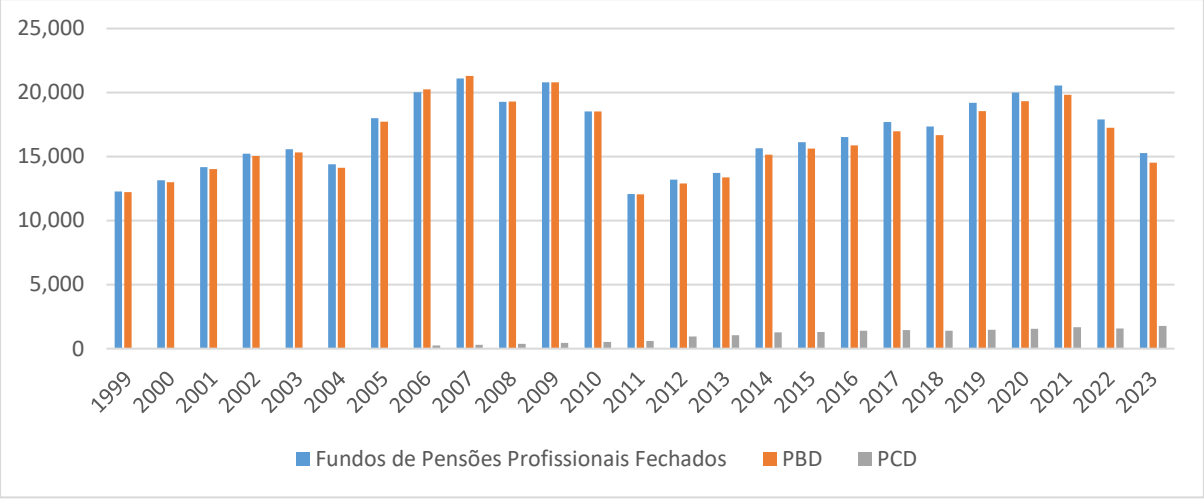


Gráfico 4. Montante de Fundos de Pensões Profissionais Fechados (PBD e PCD) (milhões de euros), 1999-2023

Fonte: ASF

Em termos do número de fundos de pensões geridos, regista-se uma tendência decrescente dos fundos de pensões fechados e uma tendência crescente dos fundos de pensões abertos, desde 2017 (Gráfico 5).

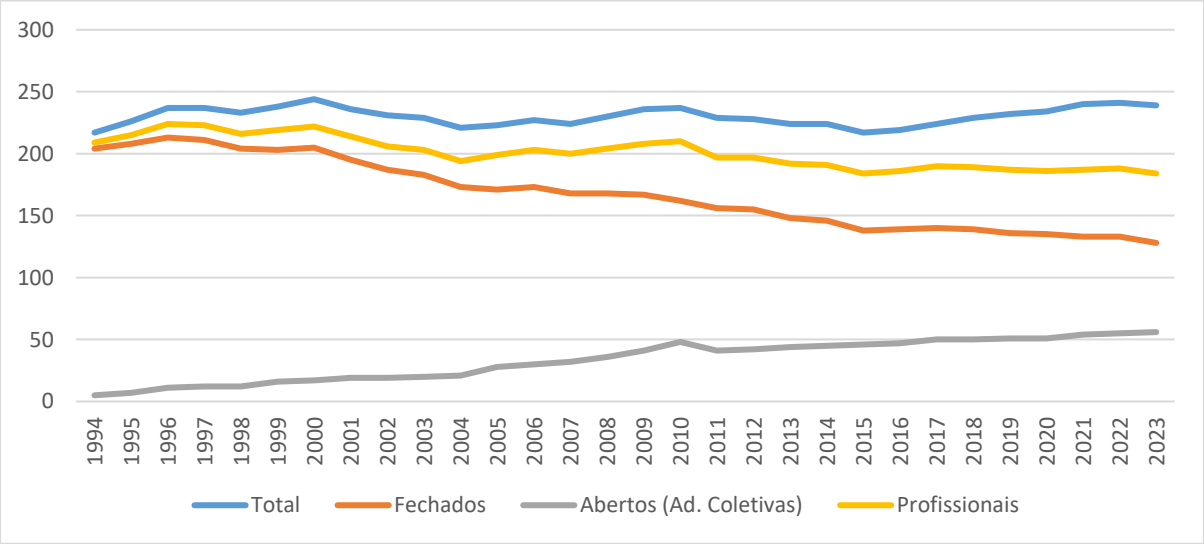


Gráfico 5. Número de Fundos de Pensões, 1994-2023

Fonte: ASF

A avaliação da performance dos fundos de pensões passa pela análise da sua rendibilidade. A taxa de rendimento média dos fundos de pensões decresceu no período 2000-2002. Uma tendência positiva deteta-se desde 2003. Contudo, a crise financeira de 2008 afetou profundamente os resultados do investimento (Duménil e Lévy, 2013). Nesse ano, registaram-se as mais baixas taxas de rendimento de todo o período, pondo em evidência o risco financeiro

a que estão expostos. Os anos de 2010 e de 2011 registaram também resultados negativos bem como os anos de 2022 e 2023. Este desempenho também é o resultado das condições contratuais, comissões de gestão e de resgate, que variam conforme a entidade e o tipo de plano/fundo de pensões (Hernandez e Stewart, 2008; Ionescu e Robles, 2014). O Gráfico 6 mostra bem a volatilidade da rendibilidade média anual, quer de fundos fechados quer de fundos abertos. A rendibilidade média do período também é bastante baixa.

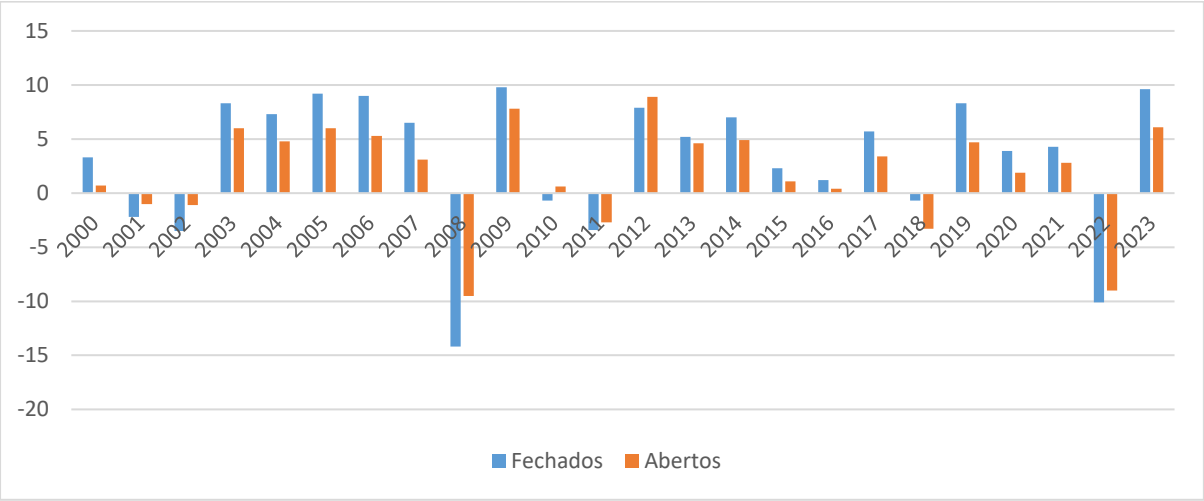


Gráfico 6. Rendibilidade dos fundos de pensões (%), 2000-2023

Fonte: ASF

Por último, podemos constatar que o número de participantes e de beneficiários de fundos de pensões fechados tem vindo a convergir, sendo pouco mais de 100 000 indivíduos (Gráfico 7), embora no total o número de participantes seja ainda superior ao número de beneficiários em 2015. No total, o número de participantes registou uma tendência de subida desde 2015 e o número de beneficiários cresceu ligeiramente, invertendo a tendência em 2023 (Gráfico 8).

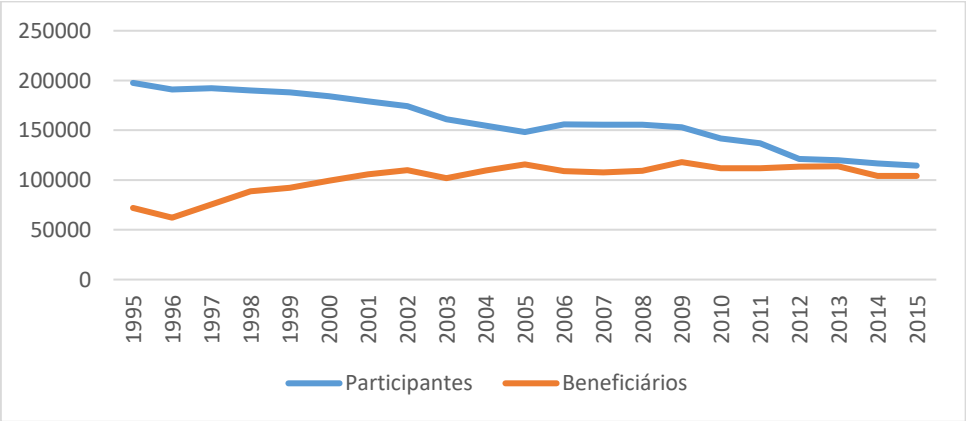


Gráfico 7. Participantes e Beneficiários de fundos de pensões profissionais fechados, 1995-2015

Fonte: ASF

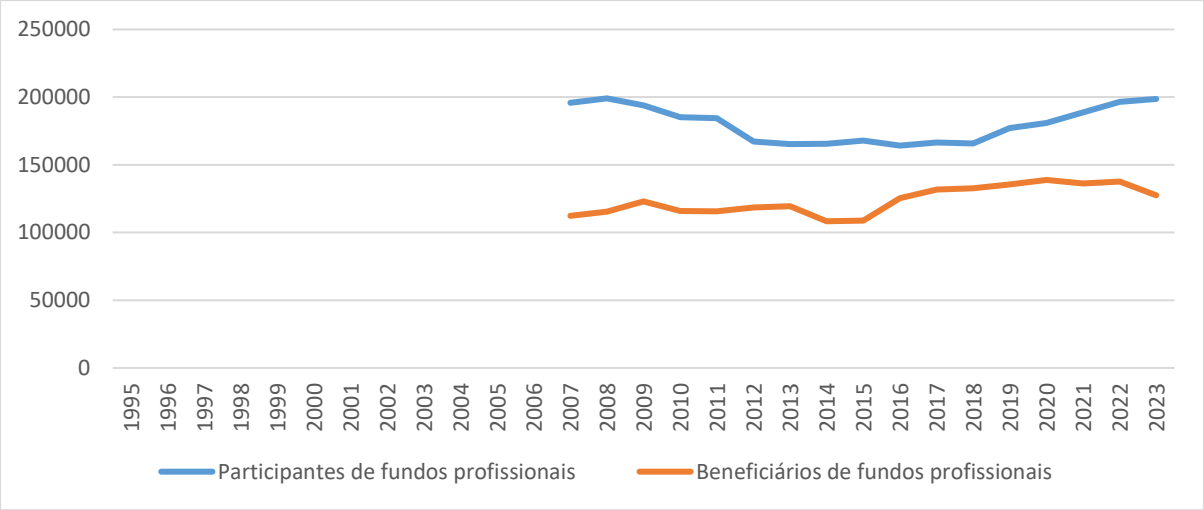


Gráfico 8. Participantes e Beneficiários de fundos de pensões, 2007-2023

Fonte: ASF

4.1.2 Planos de poupança-reforma

A criação de planos de poupança-reforma vem na linha de incentivo do desenvolvimento de regimes complementares de iniciativa individual, nomeadamente através de novos produtos de poupança que fossem de encontro às motivações dos indivíduos quando decidem adiar o consumo num dado momento para poderem consumir mais tarde com base na poupança acumulada, sendo certo que a evolução das taxas de juro reais de longo prazo e o fácil acesso ao crédito têm sido apontados como estando entre os fatores que explicam a diminuição da taxa de poupança em muitos países (Berry e Waldron, 2009[23]). Ao contrário, momentos de maior incerteza fazem com que a poupança suba (Gráfico 9).

[23] Os autores chamam a atenção para o *paradoxo da poupança*, frequentemente esquecido, que diz que tentativas de aumentar a poupança no presente podem comprometer a capacidade de poupança futura.

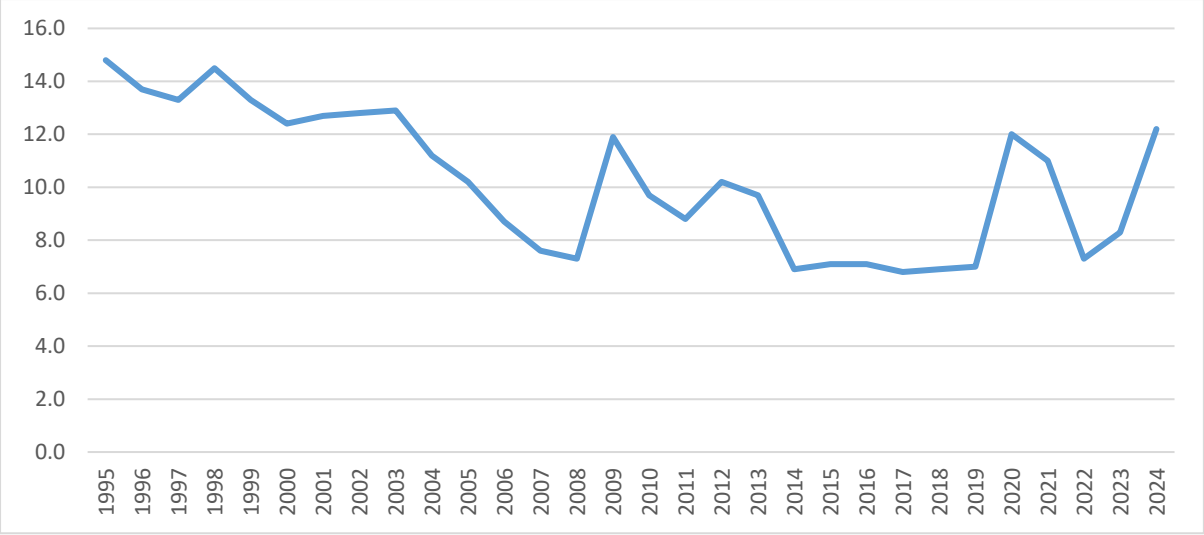


Gráfico 9. Taxa de poupança das famílias em Portugal, 1995-2024

Fonte: Pordata

Como referido, o Decreto-Lei n.º 205/89, de 27 de junho, vem estabelecer o regime dos planos poupança-reforma (PPR) e dos fundos de poupança-reforma (FPR).

Por seu lado, o decreto-lei n.º 204/95, de 5 de agosto, o vem estabelecer o regime dos planos de poupança em acções (PPA), os quais se definem como planos individuais de poupança constituídos no âmbito de um fundo de poupança em acções (FPA). De forma semelhante, os objetivos fundamentais à sua constituição são quer o estímulo à poupança de longo prazo por parte das famílias, quer a dinamização do mercado de capitais e a criação de formas alternativas de financiamento do tecido empresarial. Consequentemente, os planos de poupança em ações beneficiam de um regime fiscal favorável consubstanciado no facto das contribuições para estes planos poderem ser abatidas para efeitos de IRS, dentro de limites determinados, e de se aplicar um regime fiscal mais favorável aos respetivos rendimentos.

A gestão dos FPA pode ser feita por sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário ou por entidades gestoras de fundos e cada PPA não pode ter mais do que um subscritor, tendo uma duração mínima de seis anos, prorrogável por uma vez, a pedido do subscritor, por um período que não poderá exceder três anos. A composição dos FPA deve respeitar preocupações de segurança, rendimento e liquidez dos planos. Consequentemente, deverá proceder-se a "uma diversificação e dispersão adequadas, limitando a níveis prudentes as aplicações em ativos que, pela sua natureza ou qualidade do emitente, apresentem um elevado grau de risco". Em simultâneo, são mantidas as percentagens máximas legalmente fixadas para os fundos de

investimento ou para os fundos de pensões, respetivamente quanto às regras prudenciais de investimento aplicáveis.

Dez anos mais tarde, o Decreto-Lei n.º 357/99, de 15 de Setembro, procede à criação dos planos poupança-educação, e uma das duas formas possíveis pelas quais podem ser constituídos é através de certificados nominativos de um fundo de poupança-reforma/educação (FPR/E) constituído para o efeito ou resultante da transformação do FPR já existente.
O Decreto-Lei n.º 158/2002, de 2 de julho, agrega os regimes dos planos de poupança, PPR, PPE e PPR/E com o objetivo de tornar mais claro o regime jurídico existente disperso em vários diplomas e a portaria n.º 1452/2002, de 11 de novembro, fixa os limites anuais a que fica sujeito o reembolso previsto nos planos de poupança-reforma/educação. Estes regimes são, posteriormente, contemplados pelo Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro e pela Lei n.º 27/2020, de 23 de julho.

A análise do número de participantes em PPR mostra uma tendência de subida desde 2016, tendo atingido o seu valor mais alto em 2023, com 96 357 indivíduos (Gráfico 10).

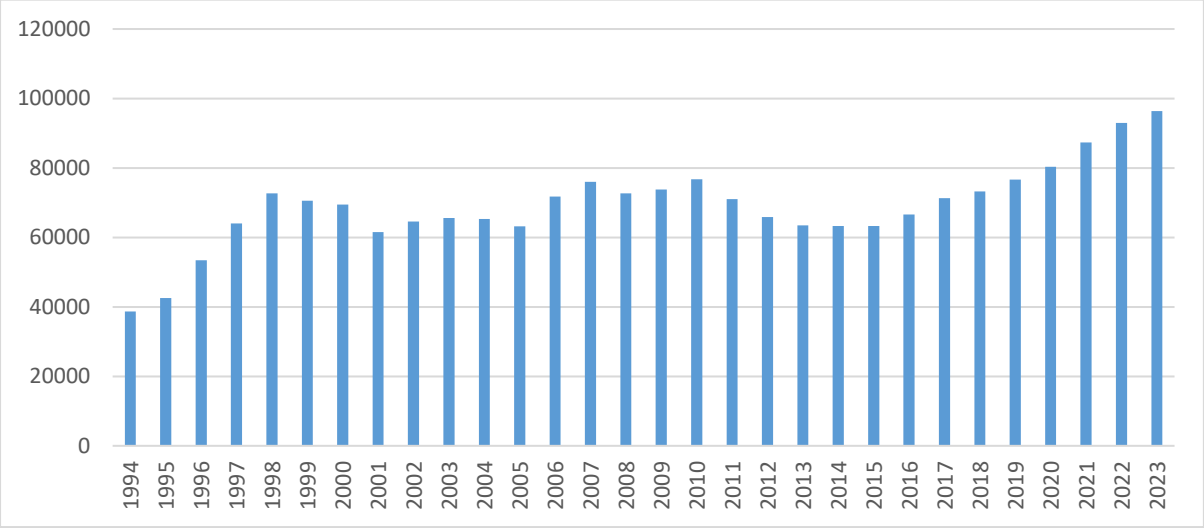


Gráfico 10. Número de participantes PPR, 1994-2023

Fonte: RSSFP

As contribuições para PPR têm tido uma tendência decrescente, sobretudo com a crise de 2008, mostrando sinais de retoma a partir de 2014, mas que inverteu em 2016, 2018 e em 2019 (Gráfico 11).

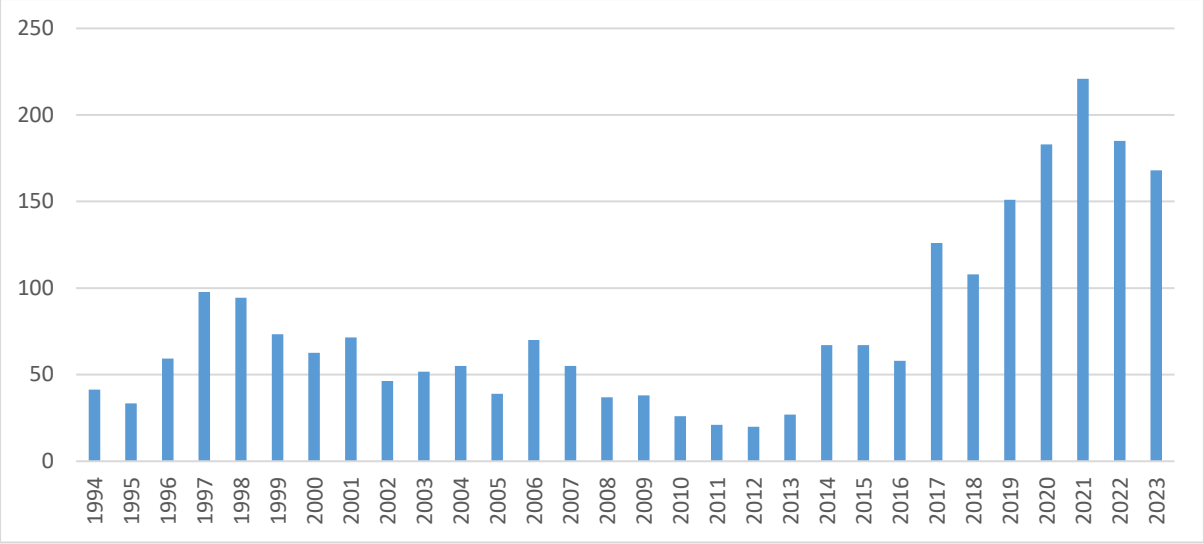


Gráfico 11. Contribuições PPR (milhões de euros), 1994-2023

Fonte: RSSFP

O montante dos PPR anda à volta dos 980 milhões de euros, em 2023 (Gráfico 12), já numa fase de recuperação, depois de uma fase de descida de contribuições e de uma rendibilidade muito volátil que reflete a evolução dos mercados acionistas depois de 2008, com uma média aritmética de 1,97% no período 1999-2023 (Gráfico 13). Garcia e Correia (2020) corroboram este baixo desempenho com dados entre 1999 e 2016, muito provavelmente acentuado pela existência de comissões de gestão e de resgaste.

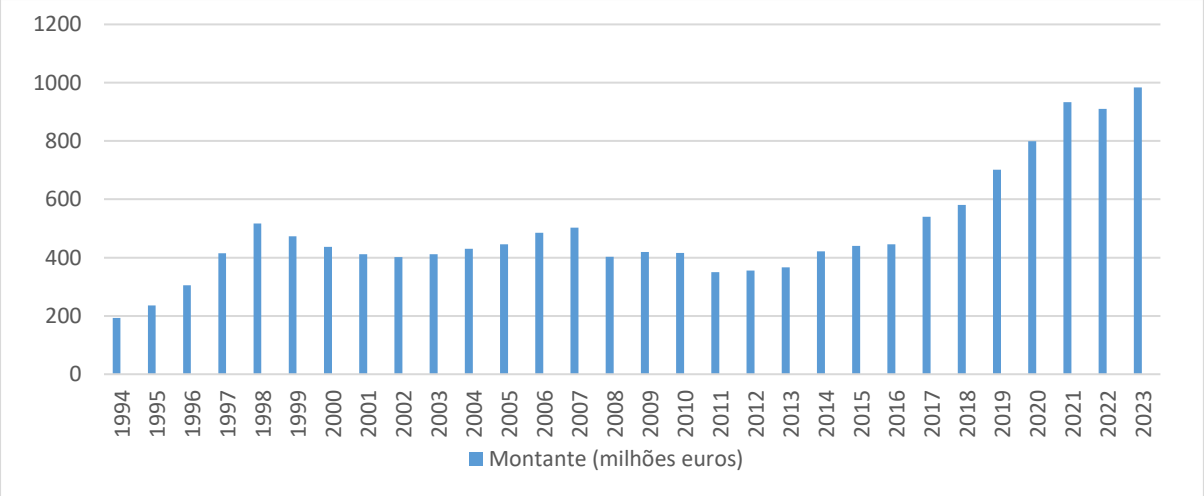


Gráfico 12. Montante PPR (milhões de euros), 1994-2023

Fonte: RSSFP

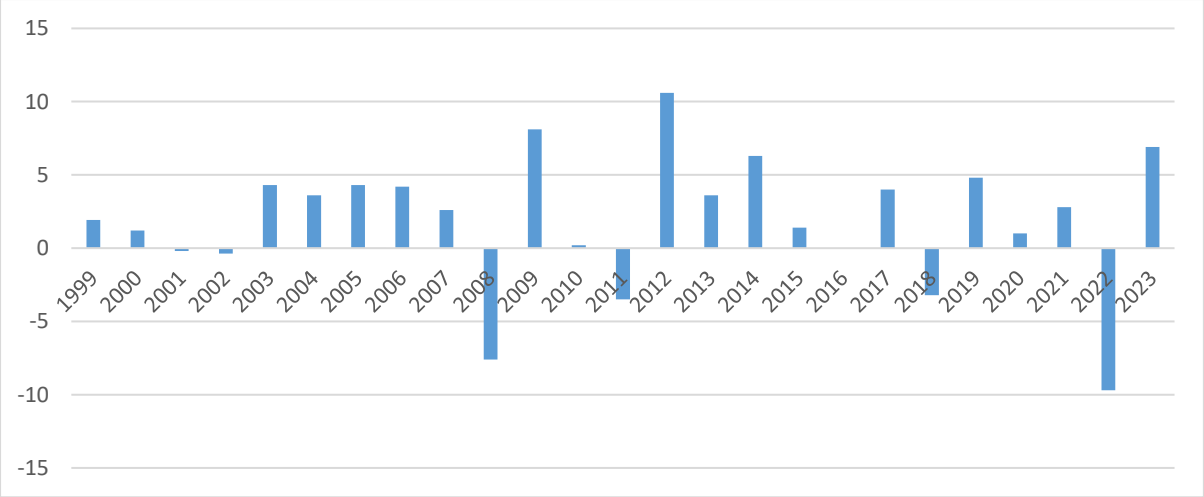


Gráfico 13. Rendibilidade PPR (%), 1999-2023

Fonte: RSSFP

Concluindo, os dados sugerem que os PPR são produtos utilizados apenas por indivíduos de escalões de rendimentos mais altos com o objetivo de aproveitamento fiscal (que não tem sido estável), sendo necessário proceder a uma estimação rigorosa do efeito dos benefícios fiscais nas receitas públicas, e não como uma alternativa de aplicação de poupança de longo prazo. O reduzido número de participantes reflete o alcance diminuto da sua criação.

4.2 Regime público de capitalização

A Lei n.º 4/2007, de 16 de janeiro, contempla um aprofundar da definição do regime público de capitalização (artigo 82.º). Trata-se de um regime de adesão voluntária individual, cuja organização e gestão é da responsabilidade do Estado, que visa a atribuição de prestações complementares das concedidas pelo sistema previdencial, tendo em vista o reforço da proteção social dos beneficiários, podendo ser criadas por lei, para cada beneficiário aderente, contas individuais geridas em regime financeiro de capitalização, que lhes garanta uma proteção social complementar. A lei define as condições de adesão, as características, a garantia de direitos, o método de financiamento, o regime de transmissão por morte e o tratamento fiscal do regime referido. A lei define ainda as formas de gestão das contas individuais, designadamente a possibilidade de contratualização parcial da gestão com entidades do sector privado.

Criado pelo Decreto-Lei n.º 26/2008, de 22 de fevereiro, o regime público de capitalização (RPC) apresentou-se como um mecanismo de fomento à poupança com gestão pública, no contexto da reforma do sistema público de segurança social com a aprovação da nova lei de bases gerais da segurança social em 2007.

A adesão ao RPC e consequente subscrição de Certificados de Reforma foi possível a partir de um de março de 2008. No final de 2008, contava com 5473 aderentes ativos, registando, em 2024, um acréscimo de pouco mais de 2000 aderentes, com 7595 aderentes ativos, embora com um total de 10795 adesões (Gráficos 14 e 15).

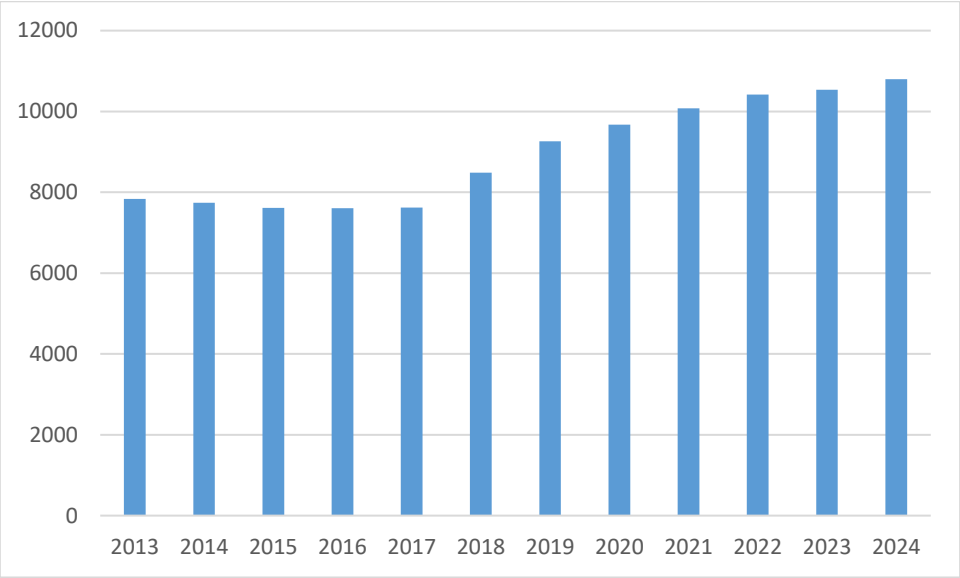


Gráfico 14. Número de adesões, 2013-2024

Fonte: IGFCSS

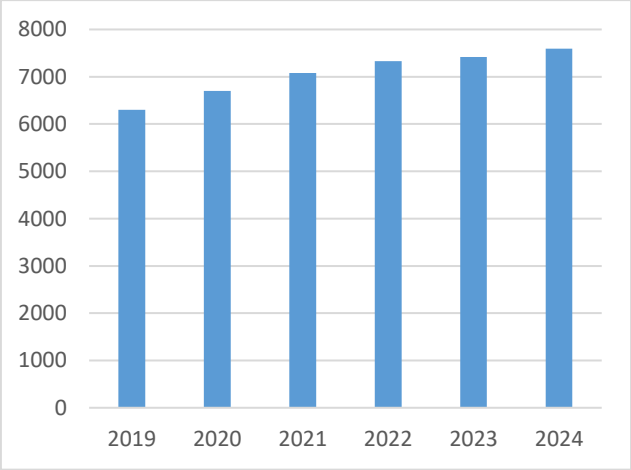


Gráfico 15. Número de aderentes Ativos, 2019-2024

Fonte: IGFCSS

O Fundo de Certificados de Reforma (FCR), cuja gestão está atribuída ao Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social (IGFCSS), é um património autónomo destinado à concretização dos objetivos do RPC (Portaria n.º 212/2008, de 29 de fevereiro), que em 2008 era de cerca de 3 milhões de euros (2996324,74€) e em 2024 é de 65 milhões de euros (65195406,36€) (Gráfico 16).

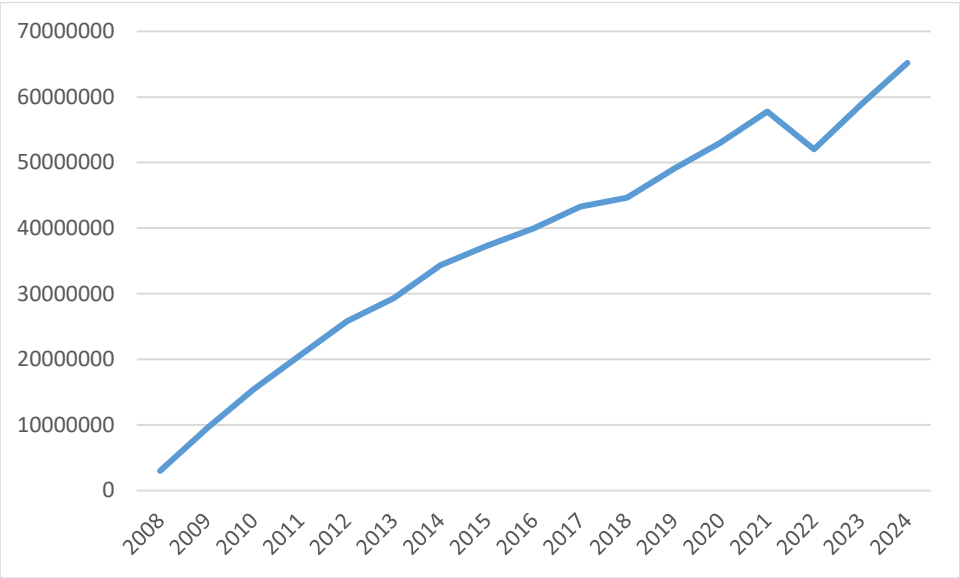


Gráfico 16. Valor do FCR (euros), 2008-2024

Fonte: IGFCSS

Para este valor contribuíram as subscrições anuais líquidas de resgates, cujo montante acumulado é inferior ao valor do FCR, 54975431.33€ em 2024. Regista-se que o valor das subscrições anuais líquidas de resgates manteve-se relativamente constante entre 2013 e 2020, constatando-se um aumento em 2021 (Gráfico 17).

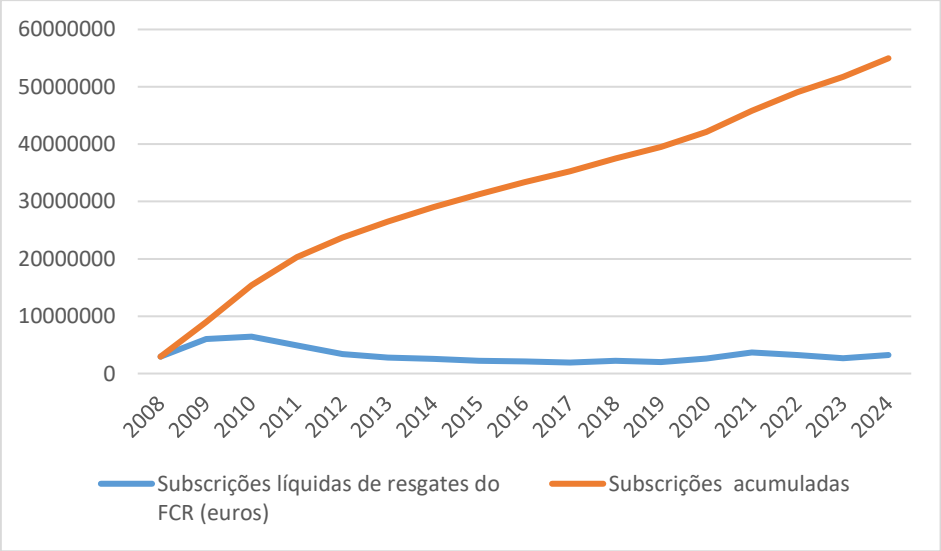


Gráfico 17. Subscrições líquidas de resgates do FCR (euros) e subscrições acumuladas (euros), 2008-2024

Fonte: IGFCSS

A rentabilidade anual, líquida de transferências e custos tem oscilado com maior frequência de resultados positivos do que negativos (Gráfico 18).

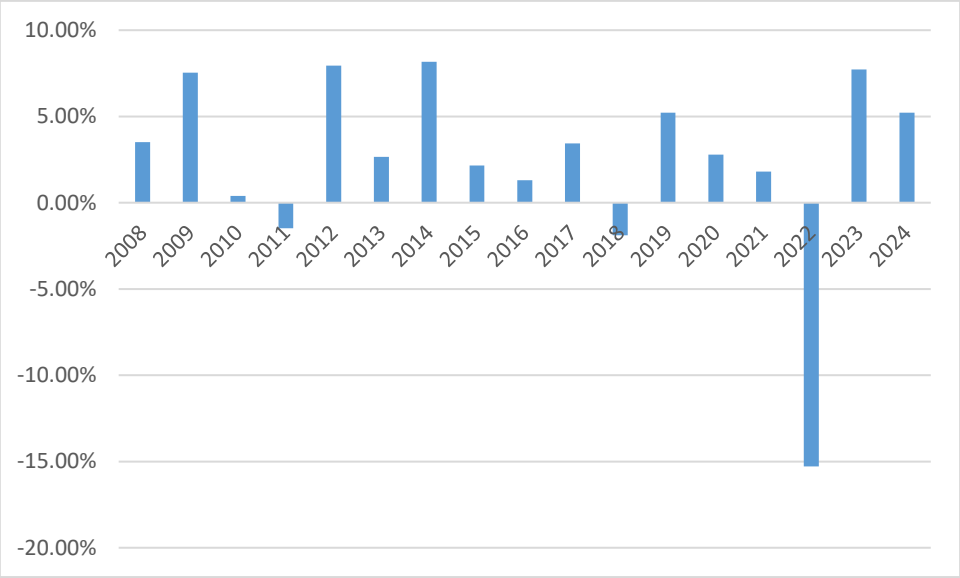


Gráfico 18. Rentabilidade anual, líquida de transferências e custos (%), 2008-2024

Fonte: IGFCSS

O número de beneficiários não chega aos 3500 em 2024, tendo à maior parte sido restituído o capital acumulado, existindo apenas 57 beneficiários a receber um complemento mensal vitalício (Gráfico 19).

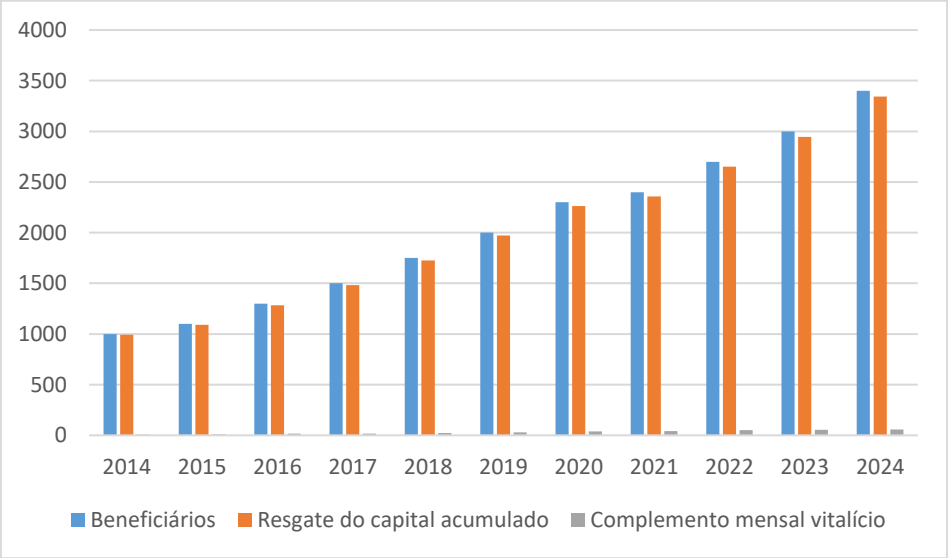


Gráfico 19. Número beneficiários, 2014-2024

Fonte: IGFCSS

Em síntese, o regime público de capitalização, sendo uma alternativa de poupança para a reforma, interessante na sua conceção, não chega ainda a muitos indivíduos, tendo, portanto,

um papel residual. Esta constatação pode ser explicada precisamente pelas razões apontadas nas secções 2 e 3 que remetem para as limitações de um sistema complementar.

5. Conclusão

Em termos conclusivos e sem surpresa, constata-se o papel reduzido que o sistema complementar tem tido na prossecução de objetivos de aumento de poupança, com uma cobertura e um desempenho reduzidos, pelo que não faz sentido a sua apologia como fonte de rendimento na reforma ou como substituto do sistema previdencial (Murteira, 2023).

Apesar da pressão internacional continuada para dar protagonismo a sistemas complementares, quer a experiência internacional[24] quer a experiência nacional mostram as suas debilidades.

Neste sentido é fundamental relevar o contributo do sistema previdencial na cobertura de riscos sociais, administrado pelo Estado, contribuindo para o bem-estar das pessoas e para a coesão social. Efetivamente, o sistema previdencial tem um histórico que fala por si no conseguimento dos objetivos a que se propõe, apesar das profecias, projeções e estudos a dizerem o contrário.

O contexto económico global, apela, mais do que nunca, a precaução na apresentação de soluções fáceis e imediatas relativamente à proteção social, mas que na realidade não o são, pondo em causa o interesse público a favor de grupos de interesses que ativamente influenciam as políticas públicas (Laffont e Tirole, 1991; Etzioni, 2009; Turner et al., 2016; Reurink, 2018; Li, 2023). Sobretudo, no contexto europeu, com novas forças socioeconómicas a desenrolarem-se e com novos riscos a emergirem, novas estratégias são necessárias, mas que combatam a precaridade, o *dumping* social, a desregulação e a liberalização dos mercados, sobretudo os mercados de trabalho nacionais com o enfraquecimento da negociação coletiva (Polaski, 2018). O fortalecimento do mutualismo dos sistemas previdenciais públicos poderá ser a via consistente com uma visão coerente e comprometida com o seu papel no sistema económico e social, tendo presente o seu papel como mecanismo mais eficiente de partilha do risco na economia (Merton, 1984; Gordon e Varian,1988; Hanson e Stuart, 1989). O planeamento económico a médio e longo prazo torna-se essencial para que isso aconteça, não esquecendo todos os problemas de recursos e de valores que o mundo enfrenta (Case e Deaton, 2020).

[24] Realça-se aqui, como exemplo, o possível impacto negativo do subfinanciamento de um plano de pensões do Parlamento Europeu estabelecido em 1991: https://www.investigate-europe.eu/posts/luxury-pensions-european-parliament-bailout

6. Referências bibliográficas

Aspegren, H., Durán, J. e Masselink, M. (2019). Pension reform in Sweden: Sustainability and Adequacy of Public Pensions, *European Economy*, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Brief 048, July 2019.

Baker, A., Logue, D. e Rader, J. (2005). *Managing pension and retirement plans: a guide for employers, administrators, and other fiduciaries*, Oxford University Press, Inc.

Beattie, R. e McGillivray, W. (1995). A risky strategy: reflections on the World Bank report averting the old age Crisis. *International Social Security Review* 48(3–4):5–23.

Berry, S. e Williams, R. (2009). Household saving, Research and analysis, *Quarterly Bulletin* 2009 Q3, 191-201.

BIT (2002). Sécurité sociale: un nouveau consensus, Genève, Bureau International du Travail, 2002 ISBN 92-212624-6. (Edição Portuguesa Copyright© 2002 Ministério da Segurança Social e do Trabalho Primeira edição portuguesa: 2002 ISBN: 972-8766-00-9)

Blake, D. (1995). *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Clarendon Press Oxford.

Case, A. e Deaton, A. (2020). *Deaths of Despair and the Future of Capitalism*, Princeton University Press.

Cichon M., W. Scholz, K. Hagemejer, P. Plamondon and F. Bertranou (2004). *Financing social protection*, ILO, Quantitative Book Series, Geneva.

Comissão do Livro Branco da Segurança Social, *Livro Branco da Segurança Social*, Versão final 1 Janeiro 98.

Coudert, V. (1990). Les Disparités Internationales de Comportements d'Épargne-Une Analyse des Etats-Unis, du Japon et de l'Europe par le Cycle de Vie, *Économie et statistique*, 232, pp. 49-67.

Davies, J. B. (1981). Uncertain Lifetime, Consumption and Dissaving in Retirement, Journal of Political Economy, 89 (3), pp. 561-577.

Drouin, A. e Cichon, M. (2009). *Optimal financing and self-adjusting mechanisms for sustainable retirement systems - The social stabilisation of pensions in times of crises and*

beyond: A critical review of three decades of pension reform and their outcomes, ISSA/ACT/CONF/16/OTTAWA/2009/2a

Duménil, G. e Lévy, D. (2013). *The Crisis of Neoliberalism*, Harvard University Press.

Etzioni, A. (2009). The Capture Theory of Regulations—Revisited. Soc 46, 319–323 https://doi.org/10.1007/s12115-009-9228-3

Garcia, M.T.M. (2010). Efficiency Evaluation of the Portuguese Pension Funds Management Companies, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 20, 259-266.

Garcia, M.T.M. (2017). Overview of the Portuguese Three Pillar Pension System, *International Advances in Economic Research*, Volume 23, Issue 2, Pages 175-189.

Garcia, M.T.M. (2020). Análise do sistema de pensões de velhice do sistema previdencial e do sistema complementar da segurança social em Portugal" In *Direito e Direitos dos Idosos*, Coordenação de Carla Amado Gomes, Ana F. Neves, AAFDL EDITORA, Lisboa (2020) pp. 53-94, ISBN 9789726294016

Garcia, M.T.M. (2024). Os Fundamentos da Emergência dos Sistemas Públicos de Pensões, pp. 923-948, In *Segurança Social - Direito E Economia - Vol. I, Edição comemorativa dos 50 anos da Constituição da República Portuguesa de 1976, Obras Coletivas*, Coordenadores: Maria Teresa Medeiros Garcia, Maria Matilde Lavouras, Licínio Lopes Martins, Nuno Monteiro Amaro, Tiago Serrão, Paulo Linhares Dias, Jorge Alves Correia, Jorge Campinos e Sandra Lopes Luís, Edições Almedina, julho de 2024, 1188 páginas. ISBN: 9789894020844.

Garcia, M. T. M. (2025). A campanha transnacional para as reformas da segurança social pública desde finais do século XX, *REM Working Paper* 0372-2025, March 2025. https://repositorio.ulisboa.pt/bitstream/10400.5/99541/1/REM_WP_0372_2025.pdf

Garcia, M.T.M. and Correia, B. (2020). Performance of Personal Pension Funds in Portugal, *International Advances in Economic Research*, 26, pp. pages 259–272. (co-autor com) Published online: 6 August 2020.

Garcia, M.T.M. e Sanches, D. M. A. F. (2021). "The Shadow Economy Determinants - The Case of Portugal", *Journal of Tax Administration*, Volume 6, Number 2, pp. 76-94.

Ghilarducci, T. (1992). *Labor's Capital – The Economics and Politics of Private Pensions*, Massachusetts Institute of Technology.

Ghilarducci, T. (2008). When I'm Sixty-Four, Princeton University Press.

Gordon, R. H. e Varian, H. R. (1988). The Intergenerational Risk Sharing, *Journal of Public Economics* 37, pp. 185-202.

Hanson, I. e Stuart, C. (1989). Social Security as Trade Among Living Generations, *AEA Papers and Proceedings*, May, Vol. 79, No. 5, pp. 1183-1195

Hernandez, D. G. e Stewart, F. (2008). Comparison of costs + fees in countries with private defined contribution pension systems, Working Paper No. 6 May 2008, The international organisation of pension supervisors.

Holzmann, R. (1996). Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile, IMF Working Paper 96/94.

International Labour Office (2018). *Reversing Pension Privatizations: Rebuilding public pension systems in Eastern Europe and Latin America*, Edited by Isabel Ortiz, Fabio Durán-Valverde, Stefan Urban and Veronika Wodsa. Geneva: ILO, 2018.

Ionescu, L. e Robles, E. (2014). Update of IOPS work on fees and charges, IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.20, April 2014.

Ippolito, R. A. (1997). *Pension Plans and Employee Performance Evidence, Analysis, and Policy*, The University of Chicago Press.

James, E. (1999). Protecting the Old and Promoting Growth: A Defense of Averting the Old Age Crisis. Washington, D. C.: World Bank Group, 1999. - Available at: https://library.au.int/protecting-old-and-promoting-growth-defense-averting-old-age-crisis

Keynes, J. M. (2009). A Grande Crise e Outros Textos, Relógio D'Água.

Kotlikoff, L. J., Spivak, A., and Summers, L.H. (1982). The Adequacy of Savings, American Economic Review, Vol. 72, No.5, December 1982, pp. 1056-1069.

Laffont, Jean-Jacques e Tirole, J. (1991). The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture, *The Quarterly Journal of Econom*ics, Volume 106, Issue 4, November 1991, Pages 1089–1127.

Li, W. Y (2023). Regulatory capture's third face of power, *Socio-Economic Review*, Volume 21, Issue 2, April 2023, Pages 1217–1245.

Marier, P. (2012). Squeezing social partners to embrace reforms: The case of private earnings-related pension schemes. Global Social Policy, 12(3), 316-331.

Mariger, R. P. (1997). Social Security Privatization: What it Can and Cannot Accomplish, Board of Governors of the Federal Reserve, April.

Masson, A. (1991). La Théorie du Cycle de Vie Illustrée, Risques N.º 7: Septembre 1991, pp. 75–97.

Medina, L. e Schneider, F. (2018). Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years?, IMF Working Paper, WP/18/17.

Merton, R. C. (1984). On the Role of Social Security as a Means for Efficient Risk-Bearing in an Economy where Human Capital is Not Tradeable. *Financial Aspects of the U.S. Pension System*, edited by Zvi Bodie and John B. Shoven. Chicago: UCP, (1984), pp. 325-358.

McGill, D. M., Brown, K.N., Haley, J. J. and Schieber, S. J. (1996). *Fundamentals of Private Pensions*, Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania, Philadelphia.

Mitchell, Olivia S. e Utkus, Stephen P. (2003). Lessons from Behavioral Finance for Retirement Plan Design, PRC WP 2003-6, Pension Research Council Working Paper

Moene, K. (2018). Visible Costs and Hidden Gains, Chapter 9, in *The Welfare State Revisited*, edited by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, New York Chichester, West Sussex: Columbia University Press, 2018, pp. 213-229.

Murteira, M. C. (2020). A Erosão Drástica da Segurança de Rendimento na Reforma em Portugal: O Efeito Cumulativo dos Ajustamentos Incrementais, *Notas Económicas* 50, pp. 43- 63.

Murteira, M. C. (2023). Retracção do sistema público, expansão dos regimes complementares Uma agenda insustentável para o futuro das pensões, Julho, Le Monde Diplomatique Edição Portuguesa.

Orenstein, M. (2008). Privatizing Pensions: The Transnational Campaign for Social Security Reform. Princeton University Press, 2008, ISBN 978-0-69113-697-4, 218 pages.

Ortiz, I. (2018). The Welfare State in the Twenty-First Century: Latest Trends in Social Protection, Chapter 3, in *The Welfare State Revisited*, Edited by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, Columbia University Press.

Orszag, P. e Stiglitz, J.E. (1999). Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems, Conference paper, "*New Ideas about Old Age Security*" Washington, DC, World Bank, 14-15 September.

Plamondon, P., Drouin, A., Binet, G., Cichon, M., McGillivray, W., Bédard, M., Perez-Montas, H. (2002). Prática Actuarial em Segurança Social, Uma publicação conjunta do Bureau Internacional do Trabalho (BIT) e da Associação Internacional de Segurança Social (AISS), Organização Internacional do Trabalho, Série Métodos Quantitativos em Protecção Social.

Plamondon, P. e Latulippe, D. (2004). Optimal funding of pension schemes, Technical Report 16, 25 pages, International Social Security Association.

Polaski, S. (2018). Chapter 2, *Adapting Labor and Social Protection Systems to Twenty-First-Century Capitalism*, in The Welfare State Revisited, Edited by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, Columbia University Press.

Reurink, A. (2018). Financial fraud: a literature review, Journal of Economic Studies, Volume32, Issue5, Pages 1292-1325.

Schneider, F. e Asllani, A. (2022). Taxation of the Informal Economy in the EU, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies, STUDY Requested by the FISC committee.

Townley, P.G.C. e Boadway, R. W. (1988). Social Security and the Failure of Annuity Markets, *Journal of Public Economics* 35, pp. 75-96.

Turner, J., Hughes, G., e Maher, M. (2016). An international comparison of regulatory capture and regulatory outcomes: The case of pension regulators in Ireland and the United States. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 No. 4 pp. 383–401.

Uthoff, A. (2018). Do Competitive Markets of Individual Savings Accounts and Health Insurance Work as Part of the Welfare State?, Chapter 12, in *The Welfare State Revisited*, Edited by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, Columbia University Press.

Varian, Hal R. (2014). *Intermediate Microeconomics A Modern Approach*, Ninth Edition, University of California at Berkeley

World Bank (1994). *Averting the Old Age Crisis, Policies to Protect the Old and Promote Growth*, A World Bank Policy Research Report. Oxford University Press.

Zweifel, P., Eisen, R. e Eckles, D. L. (2021). Insurance Economics, 2nd edition: © Springer Nature Switzerland AG 2021.