Ana Paula Oriola De Raeffray[1]

Marcelo José Machado da Silva Neves[2]

O princípio da diversidade da base de financiamento integra o núcleo estruturante da seguridade social brasileira e foi expressamente positivado no art. 194, parágrafo único, VI, da Constituição de 1988, ao lado de outros vetores de desenho institucional que procuram reduzir vulnerabilidades sistêmicas e evitar que a proteção social dependa, de modo concentrado, de uma única fonte de custeio. Embora formulado originalmente sob a lógica distributiva da previdência pública, esse princípio não se esgota no regime geral, irradiando efeitos normativos e teleológicos sobre os demais regimes previdenciários que integram o Sistema Nacional de Seguridade Social, inclusive a previdência complementar fechada.

Na previdência complementar fechada, organizada sob o regime de capitalização, a diversidade da base de financiamento assume feição própria. O financiamento dos benefícios não decorre apenas da pluralidade de contribuições vertidas por patrocinadores, instituidores e participantes, mas depende, de forma decisiva, da rentabilidade dos ativos que integram as reservas matemáticas dos planos.

Nessa perspectiva, a política de investimentos deixa de ser um elemento meramente instrumental para se tornar componente material do próprio financiamento previdenciário. A governança dos investimentos nas entidades fechadas de previdência complementar deve ser compreendida como dimensão indissociável da função previdenciária, pois é por meio dela que se viabiliza, ou se compromete, a concretização das expectativas legítimas de renda futura dos participantes, especialmente nos planos de contribuição definida, nos quais o risco financeiro é integralmente absorvido pelo participante.

A realidade empírica do sistema brasileiro, todavia, revela um padrão persistente de concentração dos investimentos das EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar. A carteira consolidada das EFPC permanece fortemente ancorada em renda fixa, com participação reduzida de renda variável, investimentos estruturados e exterior. No consolidado estatístico setorial divulgado pela Abrapp, a renda fixa alcança 84,4% dos ativos no primeiro semestre de 2025, ao passo que a renda variável representa 8,0% e o investimento no exterior cerca de 1,0%. Mais importante para o argumento de diversidade da base de financiamento, a concentração não se esgota na categoria “renda fixa” como segmento: ela se materializa, em grande medida, em títulos públicos federais, seja por exposição direta, seja por exposição indireta via fundos. No mesmo consolidado, “títulos públicos” aparecem como 19,1% do total, mas “fundos de investimentos – RF” alcançam 64,6% do total, categoria na qual é recorrente – por desenho de mercado e por dinâmica de gestão de passivos – a presença elevada de papéis soberanos indexados à Selic e à inflação.

Em paralelo, dados divulgados pelo próprio governo e por entidades representativas reforçam a magnitude nominal dessa dependência: em setembro de 2024, os investimentos das EFPC somavam cerca de R$ 1,2 trilhão, dos quais aproximadamente R$ 800 bilhões estavam alocados em títulos públicos federais; em dezembro de 2024, o montante investido em títulos públicos federais foi reportado em torno de R$ 818 bilhões, para um total de R$ 1,22 trilhão. Ainda que essas estatísticas não sejam, por si, um juízo de inadequação – afinal, títulos públicos têm liquidez, e aderência a métricas de risco regulatórias – elas evidenciam um padrão estrutural: a principal “base econômica” de financiamento dos benefícios futuros (a rentabilidade) passa a derivar, prioritariamente, do orçamento federal e de sua curva de juros.

Do ponto de vista jurídico-constitucional, essa concentração suscita questionamentos relevantes. O princípio da diversidade da base de financiamento não se limita à pluralidade formal de contribuintes, mas expressa uma racionalidade antifrágil do sistema de seguridade, voltada à mitigação de riscos sistêmicos e à preservação da estabilidade intergeracional. Quando a principal

fonte de retorno que sustenta os benefícios previdenciários passa a ser o próprio Estado emissor da moeda e da dívida, cria-se uma relação de dependência que potencializa riscos macroeconômicos e fiscais, transferindo para os participantes de planos de contribuição definida a volatilidade inerente a ciclos de juros, inflação e solvência soberana. A previdência complementar, nessa hipótese, deixa de operar como mecanismo de diversificação social do risco e passa a reproduzir, em escala ampliada, a concentração que o texto constitucional procurou evitar.

No plano infraconstitucional, a Lei Complementar nº 109/2001 impõe às entidades fechadas o dever de preservar o equilíbrio econômico-financeiro e atuarial dos planos, bem como de constituir e gerir reservas suficientes para garantir o pagamento dos benefícios contratados. Esse dever não se resume à observância formal de limites regulatórios, mas pressupõe decisões de investimento coerentes com a finalidade previdenciária e com o horizonte temporal de longo prazo que caracteriza o sistema. A atuação dos administradores deve ser orientada por um padrão qualificado de diligência fiduciária, que não se confunde com aversão absoluta ao risco, mas exige avaliação estruturada, informada e compatível com os objetivos do plano e o perfil dos participantes. A concentração excessiva em títulos públicos, embora reduza riscos de curto prazo e minimize exposições reputacionais imediatas, pode configurar, no longo prazo, um risco estrutural de inadequação dos benefícios, sobretudo nos planos de contribuição definida.

Nos planos CD, a ausência de garantia de benefício mínimo desloca integralmente para o participante o risco de desempenho dos investimentos. A manutenção de carteiras excessivamente conservadoras ao longo de todo o ciclo de acumulação tende a limitar a captura de prêmios de risco associados à renda variável, a ativos reais e à diversificação geográfica, reduzindo o retorno esperado em décadas. Esse efeito é particularmente gravoso para participantes mais jovens e de menor capacidade contributiva, agravando assimetrias distributivas dentro do próprio plano de benefícios. Sob a ótica jurídica, a concentração prolongada em ativos soberanos pode tensionar os deveres de informação, adequação e lealdade, na medida em que decisões estruturalmente conservadoras afetam a probabilidade de obtenção de benefícios suficientes, sem que esse impacto seja sempre plenamente compreendido pelos participantes.

A estrutura intrínseca dos planos de Contribuição Definida (CD), por definição, é impactada pelo aumento da longevidade observada dos participantes, um fenômeno que, embora celebre o progresso em saúde e qualidade de vida, impõe um desafio financeiro de magnitude inaudita. Podemos considerar que o pressuposto de um horizonte de pagamentos estático se torna obsoleto, visto que os recursos acumulados precisam, agora, sustentar os indivíduos por um período mais prolongado do que o previsto no início de formação de suas poupanças. Essa nova realidade exacerba o risco financeiro já integralmente transferido ao participante, demandando uma reavaliação das estratégias quando da implementação dos planos de CD. A mera acumulação de capital, se não for acompanhada pela evolução uma estratégia de alocação de ativos que incorpore a necessidade de longevidade e sustentabilidade de desembolsos em um horizonte expandido, pode levar a frustação dos benefícios percebidos pelos participantes. Portanto, a gestão não pode mais se dar apenas pela ótica da acumulação, mas deve integrar ativamente mecanismos inovadores de proteção e sustentabilidade, como a ponderação de produtos que mitiguem o risco de longevidade e a diversificação de portfólio que garanta a perenidade dos fundos, assegurando que o benefício não se esgote antes do participante.

O ambiente regulatório brasileiro contribui para a compreensão desse fenômeno. As diretrizes de investimentos estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, atualmente disciplinadas pela Resolução CMN nº 4.994/2022, com alterações introduzidas pela Resolução CMN nº 5.202/2025, estruturam a aplicação dos recursos em segmentos e limites, buscando conciliar segurança, liquidez e rentabilidade. Embora o arcabouço permita, formalmente, maior diversificação, inclusive com investimentos no exterior e em ativos estruturados, a lógica de responsabilização ex post, aliada à cultura de controle e à assimetria de incentivos enfrentada por dirigentes e conselheiros, estimula uma racionalidade defensiva que privilegia títulos públicos como ativos de menor questionamento regulatório. A análise crítica desenvolvida por Ana Paula De Raeffray sobre accountability overload no sistema de previdência complementar ilumina esse ponto, ao demonstrar como a sobreposição de controles pode induzir decisões subótimas do ponto de vista

econômico e previdenciário, ainda que formalmente conformes.

A comparação internacional reforça que essa trajetória não é inexorável. Fundos de pensão em países da OCDE apresentam, em média, maior diversificação entre renda fixa, ações, investimentos alternativos e ativos internacionais, com estratégias alinhadas ao ciclo de vida dos participantes. O caso do fundo soberano japonês GPIF, com alocação equilibrada entre ações e títulos, domésticos e estrangeiros, ilustra uma governança orientada à multiplicidade de fontes de retorno e à diluição de riscos sistêmicos. A diferença estrutural em relação ao Brasil evidencia que o problema não reside na natureza da previdência complementar, mas na interação específica entre desenho regulatório, cultura institucional e opções de política econômica.

A aplicação contemporânea do princípio da diversidade da base de financiamento às EFPC exige, portanto, uma releitura jurídica e institucional que reconheça a centralidade da política de investimentos como elemento constitutivo do financiamento dos benefícios. Não se trata de negar a relevância dos títulos públicos na gestão previdenciária, mas de questionar sua primazia quase exclusiva como base econômica de sustentabilidade dos planos para pagamento dos benefícios contratados.

Do ponto de vista constitucional, a diversidade de fontes custeio reforça a resiliência do sistema e a justiça intergeracional; sob a ótica infraconstitucional, atende ao dever fiduciário de buscar equilíbrio e adequação; e, no plano regulatório, desafia a construção de mecanismos que alinhem segurança jurídica e eficiência econômica. Para os planos de contribuição definida, essa agenda é especialmente sensível, pois dela depende não apenas o desempenho financeiro, mas a própria legitimidade da previdência complementar como instrumento de proteção da renda no longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

BRASIL. Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022.

ABRAPP. Consolidado Estatístico da Previdência Complementar Fechada.

OECD. Pension Markets in Focus. Paris: OECD Publishing.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022 (diretrizes de aplicação dos recursos garantidores).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Nota do CMN sobre aprimoramento das diretrizes de investimentos de EFPC (março de 2025).

ABRAPP. Consolidado Estatístico (junho de 2025): carteira consolidada e alocação por tipo de plano;

BRASIL. Ministério da Previdência. Investimentos das EFPC em setembro de 2024.

ABRAPP (divulgação setorial). Patrimônio e investimentos das EFPC em dezembro de 2024 (títulos públicos federais).

OECD. Pension Markets in Focus 2024.

OECD. Pension Markets in Focus 2025 (full report, componente sobre desempenho e alocação).

REUTERS. Japan’s GPIF mantém composição estratégica com divisão entre ações e títulos (março de 2025).

RAEFFRAY, Ana Paula De. Accountability, riscos institucionais e decisões subótimas na gestão das EFPC.

RAEFFRAY, Ana Paula De. Previdência complementar, investimentos e dever fiduciário: limites jurídicos e econômicos.

[1] Doutora em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/ SP. Professora dos cursos de pós-graduação da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Membro e Diretora Científica da Academia Brasileira de Direito da Seguridade Social. Vice-Presidente da Comissão Especial de Previdência Complementar da Ordem dos Advogados do Brasil– Seção de São Paulo. Diretora Vice-Presidente do Instituto Brasileiro de Previdência Complementar e Saúde Suplementar – IPCOM. Sócia da Raeffray Brugioni Advogados. (e.mail: Este endereço de e-mail está sendo protegido de spambots. Você precisa habilitar o JavaScript para visualizá-lo.).

[2] Doutorando em Finanças (Mackenzie), Mestre em Controladoria e Finanças (FIPACAFI), pós-graduado em Economia (Unicamp) e em Administração Financeira (FGV), graduado em Ciências Contábeis (Mackenzie). Professor de pós-graduação e MBA. Autor de livros e artigos acadêmicos. Sócio da MRN Serviços Financeiros, conselheiro do IPCOM e do Chronos Fundos Patrimonial da USP São Carlos. Membro da Comissão de Previdência Complementar OAB/SP e da Assoc. de Diplomados da Escola Superior de Guerra (SP). (e-mail: Este endereço de e-mail está sendo protegido de spambots. Você precisa habilitar o JavaScript para visualizá-lo. ou Este endereço de e-mail está sendo protegido de spambots. Você precisa habilitar o JavaScript para visualizá-lo.).

Em janeiro de 2026