

Jill E. Fisch*
Annamaria Lusardi**
Andrea Hasler***

Resumo

O investimento para a aposentadoria nos Estados Unidos mudou drasticamente. O plano de benefício definido (BD) clássico foi amplamente substituído pelo plano de contribuição definida (CD). Com este, as decisões individuais dos empregados sobre o quanto economizar para a aposentadoria e como investir essas economias determinam os benefícios disponíveis na aposentadoria.

Analizamos os dados do Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015 para mostrar que pessoas cuja única exposição a decisões de investimento se deu em virtude de sua participação em um plano 401(k) patrocinado pelo empregador estão mal equipadas para tomar boas decisões de investimento. Especificamente, esses empregados sofrem com níveis mais altos de analfabetismo financeiro do que outros investidores. Essa falta de alfabetização financeira é crítica, tanto pelas consequências financeiras de más decisões financeiras quanto por uma estrutura jurídica que se baseia na escolha do participante para limitar as obrigações fiduciárias do empregador em relação à estrutura e às opções oferecidas pelo plano de previdência.

Em resposta a essa preocupação, propomos educação financeira obrigatória fornecida pelo empregador para lidar com a alfabetização financeira limitada dos empregados. Identificamos e discutimos três requisitos que um programa de educação financeira deve incorporar -- uma auto-avaliação, componentes substantivos mínimos e prazos. A formalização do papel do empregador na avaliação e aumento do nível de alfabetização financeira dos participantes do plano é uma etapa essencial para fornecer aos participantes do plano de previdência os recursos necessários para lidar com decisões importantes relacionadas ao planejamento da aposentadoria e, finalmente, para aumentar a segurança financeira dos trabalhadores americanos.

Introdução

*Professor de Direito da Faculdade de Direito da Universidade da Pensilvânia e Codiretor do Instituto de Direito e Economia

**Catedrática de Economia e Contabilidade da Escola de Negócios da Universidade George Washington e Diretora Acadêmica do Centro de Excelência em Alfabetização Financeira Global.

***Professor Assistente de Pesquisa em Alfabetização Financeira do Centro de Excelência em Alfabetização Financeira Global da Escola de Negócios da Universidade George Washington

O investimento para a aposentadoria nos Estados Unidos mudou drasticamente. O plano de previdência clássico, também conhecido como plano de benefício definido, no qual um empregador paga a um empregado aposentado um benefício mensal fixo, está praticamente extinto.¹ Em vez

¹David E. Morse, Are Pension Plans Headed for Extinction, 15 Benefits L.J. 1 (2002) (descrevendo a mudança de planos de benefício definido para os de contribuição definida após a adoção da ERISA

disso, empregadores têm mudado predominantemente para planos de contribuição definida, comumente conhecidos como planos 401(k), nos quais as decisões individuais de um empregado sobre o quanto economizar para a aposentadoria e como investir essa economia determinam os benefícios que o empregado terá disponíveis na aposentadoria.²

O desafio desse sistema é que os empregados dos EUA estão mal equipados para tomar decisões sobre como investir para a aposentadoria. O investimento para aposentadoria é complicado, o plano 401(k) típico oferece aos participantes produtos que muitos deles não entendem, e a poupança para a aposentadoria é mais eficaz quando as pessoas começam a poupar cedo. Além das decisões iniciais, o investimento efetivo para aposentadoria exige que os participantes do plano avaliem se devem fazer alterações em suas carteiras ao longo de sua vida profissional e, ao se aposentar, determinem como administrar o saldo em suas contas para gerar renda para o restante de suas vidas.

A complexidade do investimento adequado para a aposentadoria é agravada pelo fato de as taxas de alfabetização financeira na população geral serem baixas.³ Pessoas com baixos níveis de alfabetização financeira são suscetíveis a vários erros de investimento, incluindo a escolha de produtos que não atendem às suas necessidades e o pagamento de taxas excessivas.⁴ Além disso, estudos têm mostrado que as pessoas que obtiveram pontuações mais baixas em termos de alfabetização financeira são menos propensas a planejar a aposentadoria, deixando as que mais precisam de planejamento de aposentadoria em maior risco.⁵

Embora o analfabetismo financeiro seja um problema generalizado, a evolução do investimento para aposentadoria no ambiente de trabalho agrava o problema ao impor a responsabilidade pelo bem-estar financeiro na aposentadoria a um grupo de pessoas particularmente inadequadas para a tarefa. Chamamos essas pessoas de "investidores-trabalhadores", que definimos como pessoas cuja única exposição a decisões de investimento é em virtude de sua participação em um plano 401(k) patrocinado pelo empregador ou equivalente. Consideramos os investidores-trabalhadores investidores forçados ou involuntários, pois sua participação nos mercados financeiros é produto de sua relação de emprego e é improvável que seja o resultado de uma escolha informada.

Este artigo apresenta a primeira pesquisa que se concentra especificamente na alfabetização financeira de investidores-trabalhadores. Conforme documentamos, os dados do Estudo Nacional de Capacidade Financeira (NFCS, na sigla em inglês) demonstram que os investidores-trabalhadores sofrem com níveis mais altos de analfabetismo financeiro do que outros investidores. Esses investidores involuntários são particularmente vulneráveis a más escolhas financeiras, escolhas que eles provavelmente evitariam, mas pelas obrigações que lhes são impostas pela estrutura de seus planos de aposentadoria. Essa falta de alfabetização financeira é crítica. Embora o plano 401(k) típico exija que os empregados-investidores

e a criação do plano 401(k)).

² O plano 401(k) é produto de alterações no Código da Receita Federal dos EUA trazidos pelo **Revenue Act** de 1978, Pub. L. No. 95-600, 135, 92 Stat. 2763, 2785 (1978) (codificado como alterado em I.R.C. 401(k)), que blindam as economias para aposentadoria de imposto de renda federal.

³ Veja, por exemplo, Annamaria Lusardi e Olivia S. Mitchell, *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, 52 *J. Econ. Lit.* 5, 6 (2014) (definindo alfabetização financeira como "a capacidade das pessoas de processar informações econômicas e tomar decisões informadas sobre planejamento financeiro, acumulação de riqueza, dívida e previdência").

⁴ Veja, por exemplo, Jill E. Fisch, Tess Wilkinson-Ryan e Kristin Firth, *The Knowledge Gap in Workplace Retirement Investing and the Role of Professional Advisors*, 66 *Duke L.J.* 633, 671 (2016) (constatando que "a alfabetização financeira é um forte preditor de resultados de investimentos").

⁵ Annamaria Lusardi e Olivia S. Mitchell, *Financial Literacy and Retirement Planning in the United States*, 10 *J. Pens. Econ. & Fin.* 509 (2011).

assumam a responsabilidade primária de tomar decisões de investimento para sua própria aposentadoria, como mostramos, eles não têm o conhecimento necessário para fazê-lo adequadamente.

Isso não é um argumento para criticar a mudança dos planos de benefício definido para os planos de contribuição definida. Como será detalhado abaixo, os planos de benefício definido sofriam de uma série de problemas, sendo os mais graves o sub-financiamento crônico e o fato de que os participantes nos planos de benefício definido corriam o risco de perder seus benefícios se mudassem de empregador. Os planos de benefício definido são um grande impedimento à mobilidade do trabalho, mas muitos trabalhadores mudam de emprego com frequência. Planos de contribuição definida atenuam esses problemas. No entanto, isso acontece devido à responsabilidade primária de tomar decisões críticas sobre o investimento previdenciário atribuída aos participantes do plano, sem abordar adequadamente sua capacidade limitada para assumi-la.

O problema do analfabetismo financeiro dos participantes do plano é agravado pelo fato de que o atual tratamento regulatório dos planos de contribuição definida utiliza o construto da escolha do participante como base para impor responsabilidade limitada aos empregadores pelo bem-estar financeiro de seus empregados em relação ao investimento para aposentadoria.⁶ Desde que um plano de contribuição definida patrocinado pelo empregador delegue a responsabilidade do investimento aos participantes do plano, de acordo com as normas do Departamento do Trabalho (DOL), e atenda a certos critérios mínimos, o empregador fica isento da responsabilidade fiduciária por perdas de investimento sofridas por seus empregados.⁷

É certo que a escolha do participante não protege um empregador de todas as responsabilidades em potencial. Frequentemente, empregadores enfrentam desafios de ações judiciais por não oferecerem a seus empregados um plano de previdência adequado⁸ e, mesmo na ausência de litígios, muitos empregadores têm procurado revisar e refinar seus planos de previdência. No entanto, é crítico o fato de a lei não impor obrigação alguma aos empregadores, no sentido de garantir que seus empregados tenham alfabetização financeira suficiente para lidar adequadamente com as decisões associadas ao investimento previdenciário ou para protegê-los de más decisões financeiras resultantes de analfabetismo financeiro. Nossas conclusões sugerem que já passa muito da hora de haver obrigações desse tipo.

O Congresso continua tentando tornar mais eficiente a poupança para aposentadoria autogerida. Por exemplo, a Lei da Poupança e da Melhoria da Aposentadoria (RESA) foi originalmente introduzida no Congresso em 2018 e reintroduzida em fevereiro de 2019, perante o Comitê de Formas e Meios.⁹ As propostas da RESA continuam a depender da escolha dos participantes, que, como detalhamos abaixo, são de utilidade limitada, a menos que eles possam escolher com conhecimento de causa.

O Artigo prossegue da seguinte forma. Na Parte I, o Artigo traça brevemente a progressão dos planos de benefícios definidos para planos de contribuição definida e explica a maneira pela qual essa progressão mudou o papel do participante do plano. A Parte II descreve as normas jurídicas

⁶ Veja, por exemplo, *Renfro v. Unisys Corp.*, 671 F.3d 314, 327 (3d Cir. (2011) ("um plano de contribuição definida nERISA é projetado para oferecer aos participantes escolhas significativas").

⁷ Veja 29 USC § 1104(c)(1)(A) (2012) (desde que os fiduciários do plano não sejam responsáveis por perdas resultantes do exercício de controle dos participantes).

⁸ Veja, por exemplo, Dana M. Muir, *Revenue Sharing in 401(k) Plans: Employers as Monitors?*, 20 Conn. Ins. L.J. 485, 504-5 (2014) (descrevendo ações judiciais típicas).

⁹ HR5282 - Lei de Aposentadoria e Aposentadoria de 2018, 115º Congresso (2017-2018), <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/5282/text#toc-H1077D5B691CE4439BF378EADF2E8581B>.

aplicáveis a um empregador relativas a seu plano 401(k). Na Parte III, o Artigo relata nossas descobertas de que as pessoas que investem exclusivamente por meio de um plano 401(k) patrocinado pelo empregador têm menos conhecimento financeiro do que outros investidores e suas finanças pessoais também são bem diferentes da de outros investidores. A Parte IV considera as implicações dessa descoberta para a viabilidade da poupança para aposentadoria autogerida. Na parte V, identificamos duas respostas em potencial. Uma possibilidade é que a ERISA possa ser alterada para impor maior responsabilidade aos patrocinadores do plano. Identificamos limitações na viabilidade dessa opção, bem como o risco de diminuir a disposição do empregador de oferecer planos de aposentadoria para seus trabalhadores. Como alternativa, os empregadores-patrocinadores dos planos 401(k) administrados pelos participantes podem ser solicitados a avaliar e remediar a alfabetização financeira dos participantes do plano, aumentando assim a eficácia das escolhas dos participantes. Após discutir ambos, sugerimos que a segunda alternativa é a mais promissora e oferece reflexões preliminares sobre como os empregadores poderiam fazê-lo de forma eficaz.

I. A evolução dos planos de contribuição definida

Durante décadas, os trabalhadores contaram com planos de previdência fornecidos pelo empregador para obter apoio financeiro na aposentadoria. Os planos de poupança para aposentadoria patrocinados pelos empregadores começaram com o plano de aposentadoria clássico, também conhecido como plano de benefícios definidos, e os governos estaduais e locais forneceram os primeiros planos para trabalhadores do setor público em meados do século XIX.¹⁰ Em 1875, a American Express Company criou o primeiro plano de previdência para o setor privado nos Estados Unidos.¹¹ Nos cinquenta anos seguintes, a popularidade dos planos de previdência privada aumentou e, em 1925, havia mais de 400 planos nos Estados Unidos, cobrindo mais de quatro milhões de trabalhadores.¹² Após a Grande Depressão, os planos de previdência privada continuaram a aumentar, alimentados por incentivos fiscais, pela forte demanda por mão-de-obra após a Segunda Guerra Mundial e pelas negociações sindicais.¹³ A cobertura previdenciária aumentou para mais de 40% nas décadas de 1940 e 50, e os ativos dos planos previdenciários saltaram de US\$ 2,4 bilhões para US\$ 57 bilhões em vinte anos.¹⁴

Esses primeiros planos de previdência, tanto do setor público quanto do privado, eram planos de benefícios definidos, o que significa que pagavam a um empregado aposentado um valor mensal fixo após a aposentadoria. O benefício do empregado (o benefício definido) era normalmente calculado com base no seu salário no momento da aposentadoria e no tempo de serviço.¹⁵ Em parte, a estrutura do plano de previdência era desenhada para facilitar a retenção de empregados por meio de uma estrutura de pagamentos que os incentivava a permanecer com o mesmo empregador até

¹⁰ Liz Davidson, *The History of Retirement Benefits*, Workforce (21 de junho de 2016), <http://www.workforce.com/2016/06/21/the-history-of-retirement-benefits/>. Veja também Robert Louis Clark, Lee A. Craig, & Jack W. Wilson, *A History of Public Sector Pensions in the United States* (2003).

¹¹ Id; Justin Owens & Joshua Barbash, *Defined benefit plans: A brief history*, Russell Investments Research (Nov. 2014), <https://russellinvestments.com/-/media/files/us/insights/institutions/defined-benefit/defined-benefit-plans-a-brief-history.pdf?la=en>.

¹² Id.

¹³ Id.

¹⁴ Id. at 3.

¹⁵ Martin Gelter, *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*, 43 *Seton Hall L. Rev.* 909, 922 (2013).

a aposentadoria.¹⁶ Isso significava que, em muitos casos, os planos de benefícios definidos não eram portáteis e, como resultado, era comum que os trabalhadores perdessem os benefícios quando mudavam de emprego. Como a mobilidade de emprego estava aumentando, a falta de portabilidade passou a ser um problema crescente.¹⁷

Em um plano de benefício definido, "[o] empregador é responsável pelo financiamento do benefício, pelo investimento e pela gestão dos ativos do plano, além de suportar o risco de investimento".¹⁸ Para financiar planos de benefícios definidos, os empregadores costumam aportar anualmente para seus planos. O plano investe esse dinheiro em uma série de ativos, como ações e títulos.¹⁹ A expectativa é que os ativos do plano cresçam e sejam suficientes para fazer frente às obrigações do plano. Essa expectativa muitas vezes não foi atendida, por várias razões. Muitos planos foram subfinanciados.²⁰ Outros investiram em ativos excessivamente arriscados - era comum os planos serem financiados em grande parte nas ações do empregador.²¹ Os empregadores enfrentavam riscos crescentes devido à crescente longevidade de seus empregados. E, como observa um comentarista, "o desvio de recursos do plano não era incomum".²² Os planos de benefícios definidos também foram criticados pelo tamanho dos benefícios que pagavam. Em uma era de crescimento econômico, alguns comentaristas questionaram se os trabalhadores estavam recebendo tanto quanto deveriam.²³

O Congresso promulgou a Lei de Segurança de Renda para Aposentadoria de Empregados (ERISA) em 1974 para responder, em parte, às preocupações com os planos de previdência fornecidos pelo empregador.²⁴ A ERISA focou na melhoria da segurança dos benefícios previdenciários dos empregados. Talvez o componente mais significativo da ERISA, pelo menos no curto prazo, tenha sido o requisito mínimo de financiamento para planos de benefícios definidos.²⁵ A ERISA também impôs obrigações fiduciárias ao empregador e a outros envolvidos na administração de planos de previdência.²⁶ Além disso,

¹⁶ Id.

¹⁷ Alexandra Lopez-Pacheco, How we got here: The gradual rise of the defined contribution pension, *Fin. Post*, 6 Dez 2012,

<http://business.financialpost.com/executive/how-we-got-here-the-gradual-rise-of-the-defined-contribution-pension> (descrevendo a falta de portabilidade dos planos de benefícios definidos).

¹⁸ U.S. Agência de Transparência Pública, GAO-04-176T, Planos de Previdência Privada: A mudança das regras de financiamento e aumento dos incentivos pode melhorar o financiamento do plano 1, n.1 (2003), <http://www.gao.gov/new.items/d04176t.pdf>.

¹⁹ Veja, por exemplo, Elizabeth F. Brown, Lessons from Efforts to Manage the Shift of Pensions to Defined Contribution Plans in the United States, Australia, and the United Kingdom, 53 *Am. Bus. L.J.* 315, 317 (2016) ("planos de pensão de benefício definido investem em uma série de ativos, embora um grande percentual deles seja investido em produtos financeiros, como ações, títulos, commodities e derivativos").

²⁰ Lopez-Pacheco, *supra* note __; GAO, *supra* note em 1 (descrevendo o subfinanciamento de planos de previdência como "uma questão crucial que ameaça a segurança da aposentadoria de milhões de trabalhadores e aposentados da América").

²¹ A tendência de financiar a aposentadoria de empregados com ações do empregador continuou após a mudança para planos de contribuição definida. Veja, por exemplo, Gelter, nota *supra* em 928 (observando que

"antes da crise do mercado em 2001, em várias grandes empresas - incluindo Proctor & Gamble, Coca-Cola e General Electric - mais de 75% dos ativos do plano 401(k) consistiam em ações da própria companhia"). Como observa Gelter, "as empresas podem ter boas razões para incentivar os empregados a investirem seus ativos de aposentadoria com eles". Id.

²² Owens & Barbash, nota *supra*, em 3.

²³ Lopez-Pacheco, nota *supra* (preocupação relatada durante "períodos de altas taxas de juros" de que planos de benefícios definidos estavam fazendo com que os empregados perdessem rentabilidade).

²⁴ Lei de Segurança de Renda de Aposentadoria de Empregados, de 1974, Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974) (codificado com inclusão de alterações posteriores em 29 U.S.C. 1001-1461 e em seções dispersas do Código Tributário, 26 U.S.C.).

²⁵ Gelter, nota *supra* em 929.

²⁶ 29 U.S.C. § 1104(a) (2006).

a ERISA estabeleceu várias regras para a estrutura dos planos de previdência, incluindo requisitos de aquisição e participação.

A adoção da ERISA criou o maior ônus regulatório para os empregadores que ofereceram planos de benefícios definidos porque, segundo a ERISA, os fiduciários do plano eram "responsáveis por investir os ativos do plano para garantir que haveria suficientes recursos para cumprir as obrigações futuras para com os participantes do plano."²⁷ Isso significava que, se um empregador subfinanciava seu plano ou tomava más decisões de investimento, de modo que o plano não tivesse ativos suficientes para pagar os benefícios necessários, o empregador seria responsável pelo déficit. Uma maneira de os empregadores evitarem suas responsabilidades com pensões era declarar falência, e a crescente obrigação previdenciária levou vários empregadores importantes a fazê-lo.

Os empregadores podem reduzir sua exposição a passivos, mudando para planos de contribuição definida.²⁸ Em um plano de contribuição definida, os empregados contribuem individualmente com parte de seus salários, previamente determinada, para o plano de aposentadoria. As contribuições individuais de cada empregado vão para uma conta individual e são investidas; o retorno dessas contribuições determina a quantidade de dinheiro disponível para o empregado na aposentadoria. Em alguns casos, o empregador também contribui com o valor integral ou parcial da contribuição do empregado.²⁹ Como as contribuições são segregadas desde o início, diferentemente de um plano de benefícios definidos, a segurança da poupança de aposentadoria do empregado não é prejudicada pela condição financeira do empregador.

Embora os empregadores possam, em teoria, gerir o investimento das contribuições de seus empregados em um plano de contribuição definida, na prática, eles não o fazem.³⁰ Em vez disso, os empregadores oferecem a seus empregados um menu de opções de investimento, e individualmente os participantes do plano designam de que forma seu dinheiro deve ser investido dentre essas opções. Como os empregados, e não o empregador, decidem quanto investir e como investir suas contribuições, esses planos são descritos como de autogestão ou geridos diretamente pelos participantes. Planos geridos diretamente pelos participantes reduzem substancialmente a exposição do empregador a passivos porque, desde que cumpra os requisitos da seção 404(c) da ERISA, a legislação fornece um porto seguro ou um escudo de responsabilidade contra perdas sofridas pelos participantes do plano, ³¹mesmo em situações em que indiscutivelmente o empregador violou seus deveres.³² Os três requisitos para o porto seguro são 1) que o plano ofereça controle para os participantes; 2) que os

²⁷ James Kwak, *Improving Retirement Savings Options for Employees*, 15 U. Pa. J. Bus. L. 483, 507 (2013).

²⁸ Veja, por exemplo, Anne M. Tucker, *Retirement Revolution: Unmitigated Risks in the Defined Contribution Society*, 51 Hous. L. Rev. 153, 167 (2013) (explicando que "O ambiente regulatório restritivo dos planos de benefícios definidos estimulou o crescimento da atual sociedade de contribuição definida. Os encargos regulatórios dos planos de benefícios definidos involuntariamente criaram incentivos para os patrocinadores empregadores passarem dos planos de benefícios definidos para os planos de contribuição definida, a fim de evitar custos e passivos adicionais associados às responsabilidades de financiamento de pensões.").

²⁹ Veja, por exemplo, Ryan Bubb, Patrick Corrigan & Patrick L. Warren, *A Behavioral Contract Theory Perspective on Retirement Savings*, 47 Conn. L. Rev. 1317, 1346 (2015) (explorando os incentivos do empregador no que diz respeito a igualar as contribuições dos empregados para o plano).

³⁰ Veja, por exemplo, Jonathan Barry Forman & Michael J. Sabin, *Tontine Pensions*, 163 U. Pa. L. Rev. 755, 806 (2015) (explicando que, embora os empregadores possam, em teoria, gerir os investimentos de seus empregados em um plano de contribuição definida, "não conhecemos planos de contribuição definida que operem assim").

³¹ ERISA § 404; 29 USC § 1104(c) (2012) (estipulando que nem o participante nem ninguém mais é fiduciário para uma conta de previdência sobre a qual o participante exerça o controle).

³² DiFelice v. US Airways, Inc., 397 F. Supp. 2d 758, 775 (E.D. Va. 2005).

participantes realmente exerçam o controle; e 3) que as perdas resultem do exercício do controle dos participantes.³³

O porto seguro da ERISA não fornece aos empregadores uma proteção completa contra a responsabilidade. Os empregadores podem ser responsáveis por oferecer um plano estruturado de forma inadequada, como um com uma gama insuficiente de opções de investimento, opções de investimento³⁴ inadequadas ou que cobrem taxas excessivas, embora o Judiciário tenha reconhecido a fiduciários de planos significativa discricionariedade em relação às suas escolhas sobre a estrutura do plano e opções de investimento.³⁵ Ações judiciais com pedidos desse tipo são relativamente comuns e serão discutidas em mais detalhes abaixo. Apesar desse contencioso, um empregador enfrenta uma exposição de passivo muito mais limitada em relação a um plano de contribuição definida. Além da exposição reduzida ao passivo, os planos de contribuição definida são menos onerosos para os empregadores e estão sujeitos a requisitos regulatórios menos onerosos.³⁶

Esses fatores têm levado a maior parte dos empregadores a deixar de oferecer planos de benefícios definidos em favor de planos de contribuição definida e, em alguns casos, a converter os planos de benefícios definidos existentes em planos de contribuição definida.³⁷ De 1983 a 1993, o número de planos de contribuição definida aumentou mais de cinco vezes.³⁸ Atualmente, a maioria dos empregadores privados e até muitos empregadores públicos mudaram para planos de contribuição definida.³⁹

A mudança para planos de contribuição definida reduziu significativamente o número de empregados participantes de planos de aposentadoria baseados em empregadores, porque permitiu que os empregados optassem individualmente por não participar.⁴⁰ Em resposta a essa preocupação, além de uma literatura sugerindo que a participação seria mais alta em um sistema onde os empregados fossem automaticamente inscritos

³³ Veja Tucker, nota supra em 204 (descrevendo os requisitos da seção 404(c)).

³⁴ Veja 29 CFR § 2550.404cl(b)(3)(ii)(C) (2015) (exigindo no mínimo três opções de investimento para planos de previdência).

³⁵ Tucker, nota supra em 205-06.

³⁶ Veja, por exemplo, Regina T. Jefferson, *Rethinking the Risk of Defined Contribution Plans*, 4 Fla. Tax Rev. 607. 614-615 (2000) (descrevendo planos de benefícios definidos como sujeitos a uma "regulação mais onerosa" e maiores custos e encargos administrativos).

³⁷ Id. em 205 (observando que o "porto seguro e a deferência discricionária criam incentivos para empregadores patrocinadores a (1) fornecerem ou converterem os benefícios de previdência existentes em um modelo de contribuição definida autogerida...").

³⁸ Leora Friedberg & Michael T. Owyang, *Not Your Father's Pension Plan: The Rise of 401(k) and Other Defined Contribution Plans*. ICPSR01253-v1. Ann Arbor, MI: Interuniversity Consortium for Political and Social Research [distribuidor], 2002-03-08. <https://doi.org/10.3886/ICPSR01253.v1>,

³⁹ Veja, por exemplo, Newport Group, *Compensation, Retirement, and Benefits Trends Report, 2017/2018 edition*, em 12,

[https://www.newportgroup.com/newportgroup/media/documents/c202b-112717-2017-2018-edition-compensation-retirement-and-benefits-trends-executive-summary-\(002\)_1.pdf](https://www.newportgroup.com/newportgroup/media/documents/c202b-112717-2017-2018-edition-compensation-retirement-and-benefits-trends-executive-summary-(002)_1.pdf) (relatando resultados de 2017-18, onde 91% dos empregadores privados disseram oferecer planos de contribuição definida, enquanto apenas 11% disseram oferecer planos de benefícios definidos, seja de forma isolada seja em combinação com um plano de contribuição definida); Jerry Geisel, *Fortune 500 continues to shed pension plans*, Bus. Ins. 22 de fevereiro de 2016, <https://www.businessinsurance.com/article/20160222/NEWS03/160229986> (documentando a queda no percentual de empresas da Fortune 500 que oferecem planos de benefícios definidos de 58%, em 1998, para menos de 20%, em 2015). Embora a maior parte dos trabalhadores do setor público ainda participe de planos de benefícios definidos, a maioria desses planos não está aberta a novos participantes. Bureau of Labor Statistics, *Três quartos dos trabalhadores dos governos estaduais e municipais estavam em planos de pensão de benefício definido em 2016*, 3 de maio de 2017, <https://www.bls.gov/opub/ted/2017/three-quarters-of-state-and-local-government-workers-were-in-defined-benefit-pension-plans-in-2016.htm>.

⁴⁰ Veja, por exemplo, Paul M. Secunda, *The Behavioral Economic Case for Paternalistic Workplace Retirement Plans*, 91 Ind. L.J. 505 505, 516 (2016) (descrevendo uma "crise maciça de aposentadoria" causada por planos de contribuição definida e identificando a não participação dos trabalhadores em planos como um fator que contribuiu para a crise).

no plano de seus empregadores e, em seguida, tivessem que tomar medidas para optar por não participar, se assim o quisessem, o ⁴¹Congresso aprovou a Lei de Proteção de Pensões (PPA), de 2006.⁴² A PPA facilitou a inscrição automática em planos de contribuição definida e esclareceu as obrigações do empregador em relação à inscrição automática. ⁴³ Em particular, a PPA autorizou empregadores que adotaram a inscrição automática a investir as contribuições dos empregados em uma alternativa qualificada padrão de investimento, definida pela norma como ou 1) "diversificada para minimizar o risco de grandes perdas" e "projetada para fornecer ... uma combinação de exposições de ações e renda fixa com base na idade do participante, data prevista para a aposentadoria (como a idade normal de aposentadoria do plano) ou expectativa de vida", ou (2) "consistente com um nível de risco desejado para os participantes do plano como um todo."⁴⁴ Fundos tradicionais de data-alvo e fundos balanceados são comumente usados como opções padrão.⁴⁵

A resposta à PPA foi significativa -- a partir de 2012, aproximadamente 40% das empresas da Fortune 100 nos EUA haviam implementado a inscrição automática e as taxas de participação aumentaram entre os empregadores que mudaram para a inscrição automática. ⁴⁶ De acordo com uma pesquisa de 2018 da Willis Towers Watson, o percentual de empregadores que utilizam a inscrição automática cresceu para 73%. ⁴⁷ Um estudo constatou que as taxas de participação entre as novas contratações mais do que duplicaram com a inscrição automática na comparação com a inscrição voluntária.⁴⁸

A efetividade geral da inscrição automática pode ter sido exagerada. Embora a inscrição automática tenha claramente aumentado a participação nos planos de previdência, é muito menos claro se ela aumentou a poupança líquida ou o bem-estar dos empregados. Dados recentes do censo sugerem que as taxas de participação dos empregados podem ser muito mais baixas do que se pensava, principalmente em empregadores menores.⁴⁹ Estudos identificaram que a taxa padrão de contribuição selecionada pelo empregador tende a ser mantida, o que significa que a maioria dos empregados não altera a taxa de poupança estabelecida pelo empregador, que normalmente é bastante

⁴¹Veja, por exemplo, Dana M. Muir, Choice Architecture and the Locus of Fiduciary Obligation in Defined Contribution Plans, 99 Iowa L. Rev. 1, 13 (2013) (explicando que se o padrão do plano é participação ou não participação "afeta dramaticamente as taxas de participação").

⁴²Lei de Proteção de Pensões de 2006, Pub. L. No. 109-280, §§ 821-33, 901-906, 120 Stat. 780, 782-83 (2006). Veja Jacob Hale Russell, The Separation of Intelligence and Control: Retirement Savings and the Limits of Soft Paternalism, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 35, 51 (2015) ("A estratégia da PPA foi inspirada em estudos acadêmicos que mostraram grandes incrementos na inscrição quando as empresas mudaram para empregados com inscrição automática, que poderiam optar por não participar, nos planos 401(k).").

⁴³A inscrição automática havia sido anteriormente permitida e as regras tributárias do IRS em 1998 e 200 facilitaram seu uso. Veja Brown, nota supra em 330.

⁴⁴29 C.F.R. § 2550.404c-5 (2009)

⁴⁵Ian Ayres & Quinn Curtis, Beyond Diversification: The Pervasive Problem of Excessive Fees and "Dominated Funds" in 401(k) Plans, 124 Yale L.J. 1476, 1516 (2015).

⁴⁶Susan Farris et al., Defined Contribution Plans of Fortune 100 Companies for the 2012 Plan Year, TOWERS WATSON: INSIDER (Feb. 24, 2014), <https://www.towerswatson.com/en-US/Insights/Newsletters/Americas/insider/2014/defined-contribution-plans-of-fortune-100-companies-in-2012>.

⁴⁷Paula Aven Gladych, Employers adding 401(k) auto-enrollment in record numbers, Employ. Benefit News, 27 de fevereiro de 2018, <https://www.benefitnews.com/news/employers-adding-401-k-auto-enrollment-in-record-numbers?regconf=1>

⁴⁸Jeffrey W. Clark, Stephen P. Utkus, Jean A. Young, Automatic enrollment: The power of the default, Vanguard, 2015, [https://pressroom.vanguard.com/nonindexed/Automatic enrollment power of default 1.15.2015.pdf](https://pressroom.vanguard.com/nonindexed/Automatic%20enrollment%20power%20of%20default%201.15.2015.pdf)

⁴⁹Veja, por exemplo, Dan Kadlec, A Popular Cure for the Retirement Crisis Isn't Making Much Headway, Time, Mar. 9, 2017, <http://time.com/money/4693386/401k-auto-enrollment-retirement-saving/> (relatando que "Em torno de 79% dos americanos são aptos a contribuir com um plano 401(k), mas somente 41% dos trabalhadores aptos o fazem").

baixa.⁵⁰ Isso pode levar a baixos níveis gerais de poupança.⁵¹ Essas taxas são particularmente problemáticas na medida em que os participantes do plano veem a taxa selecionada pelo empregador como uma referência e assumem que poupar nessa taxa será suficiente para atender às suas necessidades de aposentadoria.⁵²

Outro problema é que, se as taxas selecionadas pelo empregador forem muito altas ou a poupança para emergência dos empregados for mínima, estes poderão compensar a poupança aumentando o nível de endividamento. Um artigo recente estudou a mudança do Exército dos EUA para inscrição automática no seu Thrift Savings Plan (TSP) e encontrou evidências desse efeito. A pesquisa mostrou que "uma parte significativa do aumento das contribuições no TSP induzida pela inscrição automática é compensada pelo aumento do endividamento fora do TSP".⁵³ Este efeito não é surpreendente, dada a evidência sobre o endividamento das famílias e a prevalência de endividamento em muitos balanços das famílias e a escassez de poupança para emergências. A recente paralisação do governo também forneceu evidências agudas sobre a falta de poupança para emergências entre aqueles com empregos no governo, que normalmente recebem boas aposentadorias.⁵⁴

De modo mais geral, um único modelo não serve para todos. Tanto a seleção do empregador da taxa de poupança e a escolha do investimento para a poupança dos empregados levantam problemas potenciais, porque os empregados variam em idade, poupança externa, renda, obrigações de dívida e necessidades de financiamento quando se aposentam. Não há como um empregador designar uma taxa padrão ou opção de investimento adequada para todos. Porém, os empregados geralmente não têm base para avaliar se as opções padrão do empregador são apropriadas para eles e se acabam ficando com o que foi escolhido para eles. A adaptação mais recente ao problema de taxas de poupança muito baixas é a escalada automática. Reconhecendo que as taxas iniciais padrão de poupança comuns à inscrição automática podem ser muito baixas, alguns empregadores estão adotando planos nos quais a contribuição padrão dos participantes aumenta automaticamente.⁵⁵ Vários comentaristas citam os benefícios da escalada automática, mas os empregadores têm hesitado um pouco em adotar esse recurso.⁵⁶ Mais uma vez, esse recurso não leva em consideração que os empregados podem ter

⁵⁰Ryan Bubb & Richard H. Pildes, *How Behavioral Economics Trims Its Sails and Why*, 127 Harv. L. Rev. 1593, 1618 (2014).

⁵¹See Kelley Holland, *The downside of automatic 401(k) enrollment*, CNBC, June 29, 2015, <https://www.cnbc.com/2015/06/29/the-downside-of-automatic-401k-enrollment.html> (relatando que a inscrição automática aumentou a participação dos empregados, mas reduziu os níveis de contribuição).

⁵²Veja, por exemplo, Susan J. Stabile, *The Behavior of Defined Contribution Plan Participants*, 77 N.Y.U. L. REV. 71, 81-82 (2002). Os participantes também podem receber dicas da estrutura da fórmula de co-participação de seus empregadores para determinar qual seria um nível de poupança adequado. Veja <https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr-topics/benefits/pages/auto-escalation-hesitancy.aspx>. A preocupação pode ser exacerbada pela extensão em que os empregadores se concentram nas taxas de participação, em vez de avaliar se seus funcionários estão poupando o suficiente para a aposentadoria. Veja, por exemplo, Gladych, *supra*

(relatando que enquanto 88% dos patrocinadores dos planos medem taxas de participação, apenas 35% medem a disponibilidade para a aposentadoria de seus participantes).

⁵³John Beshears, et al., *Borrowing to Save? Unintended Consequences of Automatic Enrollment*, artigo de 10 de fevereiro de 2017, em 11.

⁵⁴Veja, por exemplo, Emmie Martin, *The government shutdown highlights how few Americans have enough money saved for emergencies*, Make-It, CNBC, Jan. 16, 2019 ("A paralisação do governo destacou como poucos americanos têm o nível de poupança que os especialistas dizem ser necessário para uma crise").

⁵⁵Veja, por exemplo, Marlene Y. Satter, *Auto-enroll, escalation features on rise in 401(k)s as employers add enhancements*, Benefits Pro, 27 de fevereiro de 2018, <https://www.benefitspro.com/2018/02/27/auto-enroll-escalation-features-on-rise-in-401ks-a/> (descrevendo o uso crescente da escalada automática).

⁵⁶Stephen Miller, *Auto Escalation Beats Inertia, So Why the Hesitancy?*, SHRM, 8 de fevereiro de 2016, <https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr-topics/benefits/pages/auto-escalation-hesitancy.aspx>.

necessidades diferentes e que mudam de empregador com frequência.

O uso da inscrição automática e outros recursos para aumentar a poupança de aposentadoria dos empregados para além da decisão inicial de inscrição se tornou mais popular, à medida que os principais empregadores assumiram a liderança.⁵⁷ Por exemplo, em 2017, a American Express anunciou que havia adotado um plano de inscrição automática com escalada automática para todos os novos empregados. A American Express também se comunica pelo menos uma vez por ano com todos os seus empregados que não estão inscritos no plano ou que investem menos do que o valor total de coparticipação da empresa.⁵⁸ Conforme discutimos em mais detalhes abaixo, a inscrição automática e a escalada automática podem funcionar bem em um ambiente em que os empregados permanecem em uma única empresa por um longo tempo, mas isso já não é comum no mercado de trabalho e foi um fator que contribuiu para a mudança para planos de pensão de contribuição definida.

II. Responsabilidade Fiduciária por Planos 401(k)

A ERISA tem como premissa uma estrutura fiduciária. Empregadores e administradores do plano estão sujeitos a várias obrigações fiduciárias, incluindo o dever de selecionar e monitorar as opções de investimento do plano e o dever de abster-se de conflitos de interesse e negociação com partes relacionadas em conexão com a administração do plano. Como observado acima, desde que os participantes exerçam controle significativo sobre seus investimentos, o porto seguro da ERISA protege os fiduciários dos planos de perdas sofridas pelos participantes.

Apesar desse porto seguro, os participantes do plano trouxeram uma série de desafios de contencioso relacionados aos planos 401(k) patrocinados pelo empregador.⁵⁹ Esses casos alegavam que os empregadores e administradores de planos violavam seus deveres fiduciários fornecendo menus de opções de investimento que ofereciam um número insuficiente de opções de investimento, opções inferiores de investimento ou opções de investimento que cobravam taxas elevadas. As decisões judiciais sobre esses desafios atribuíram um peso considerável ao papel da escolha dos participantes, adotando a visão de que, em geral, as imperfeições em algumas das opções de investimento podem ser mitigadas desde que o plano contenha algumas opções de alta qualidade e os participantes tenham opções suficientes.

No caso paradigma, *Hecker v. A Deere & Co.*,⁶⁰ o Sétimo Circuito considerou que um fiduciário cumpre suas obrigações sob a ERISA, ao oferecer aos participantes do plano um número adequado de opções de investimento com taxas sujeitas à concorrência no mercado. O plano da Deere oferecer aos empregados "um leque generoso de opções de investimento", que incluiu "23 fundos mútuos diferentes da Fidelity, dois fundos de investimento administrados pela Fidelity Trust, um fundo dedicado às ações da Deere e uma instalação operada pela Fidelity chamada Brokerage-Link, que deu os participantes acesso a cerca de 2.500 fundos adicionais

⁵⁷Veja Satter, nota supra (relatando que 60% dos planos agora oferecem o recurso de escalada automática).

⁵⁸Robert Steyer, *American Express starts auto enrollment in 401(k) for new employees*, Pensions & Investments, 13 de julho de 2017, <http://www.pionline.com/article/20170713/ONLINE/170719886/american-express-starts-auto-enrollment-in-401k-for-new-employees>.

⁵⁹Veja geralmente Mercer Bullard, *The Social Costs of Free Choice, Free Market Ideology and the Empirical Consequences of the 401(k) Plan Large Menu Defense*, 20 Conn. Ins. L.J. 335, 340-350 (2014) (descrevendo vários tipos de desafios de contencioso para os planos 401(k) patrocinados pelo empregador).

⁶⁰*Hecker v. Deere & Co.*, 556 F.3d 575 (7th Cir. 2009).

geridos por diferentes empresas."⁶¹ Citando o tribunal distrital com aprovação, o Sétimo Circuito observou que as taxas entre os fundos primários variavam de "pouco mais de 1% a apenas 0,07%" e eram oferecidas ao público em geral, então as taxas "eram colocadas contra o pano de fundo da concorrência no mercado."⁶² Consequentemente, o tribunal concluiu que os participantes do plano tinham capacidade de se proteger por meio da escolha entre essas opções, qualificando o plano para a proteção do porto seguro da legislação.⁶³

Similarem, em *Renfro v. Unisys*, o Terceiro Circuito, ao avaliar alegações de taxas excessivas, destacou que "Um plano de contribuição definida da ERISA foi projetado para oferecer aos participantes opções significativas de como investir sua poupança de aposentadoria."⁶⁴ O juízo concluiu que o plano da Unisys, que continha "setenta e três opções distintas de investimento, incluindo fundos com uma série de perfis de risco e taxa, incluindo opções de baixo risco e taxa baixa", oferecia uma gama razoável de opções de investimento e, que, como resultado, os autores não "alegaram razoavelmente uma violação do dever fiduciário".⁶⁵

Talvez o mais importante nessa série de casos seja a decisão da Suprema Corte em *Tibble v. Edison Int'l.*,⁶⁶ no qual a Corte considerou que os fiduciários da ERISA têm o dever contínuo de monitorar a qualidade dos investimentos oferecidos em seus planos 401(k). A Corte observou especificamente que, incluído nesse dever, está uma obrigação de remover as opções de investimento imprudentes do plano. A Corte não considerou, contudo, o que constituía uma opção de investimento imprudente ou até que ponto um fiduciário poderia ser responsabilizado se o plano oferecesse alternativas suficientes. Recentemente, uma série de ações judiciais rumorosas teve como alvo doze grandes universidades com alegações semelhantes, desafiando a estrutura de seus planos 403(b) (o equivalente sem fins lucrativos dos planos 401(k)), incluindo a escolha de opções de investimento, monitoramento imprudente e taxas excessivas.⁶⁷ Os processos responderam, em parte, à decisão da *Tibble*, alegando violação do dever fiduciário devido à falha dos patrocinadores do plano em remover do plano fundos com baixo desempenho. Além disso, e, em contraste com alguns dos desafios anteriores, a maioria desses processos também alegou que os planos foram estruturados incorretamente porque ofereciam aos participantes do plano muitas opções de investimento.⁶⁸ As queixas eram no sentido de que muitas opções "confundiam" os participantes e os impediam de fazer escolhas educadas.

⁶¹ Id. em 578.

⁶² Id. em 586. Veja também *Hecker v. Deere & Co.*, 496 F. Supp. 2d 967, 976 (W.D. Wis. 2007) (concluindo que era "insustentável sugerir que todas as mais de 2500 opções de investimento disponíveis ao público apresentavam índices de despesas excessivos").

⁶³ Notavelmente, o Oitavo Circuito chegou a um resultado diferente, mas empregou raciocínio semelhante em *Braden v. Wal-Mart Stores, Inc.*, 588 F.3d 585 (8th Cir. 2009). O Tribunal de Braden se recusou a julgar um processo, alegando que o plano 401(k) do Wal-Mart incluía fundos com taxas excessivamente altas, argumentando em parte que o plano do Wal-Mart oferecia um número limitado de opções, consistindo em "dez fundos mútuos, um trust comum/coletivo, ações ordinárias da WalMart e um fundo de valor estável." Id. em 589. Comparando o plano com o que está em questão na *Deere*, o juízo observou que "o leque muito mais restrito de opções de investimento disponíveis neste caso torna mais plausível a alegação de que este plano foi administrado de forma imprudente". Id. em 596 n.6.

⁶⁴ *Renfro v. Unisys Corp.*, 671 F.3d 314, 327 (3d Cir. 2011).

⁶⁵ Id. em 328.

⁶⁶ *Tibble v. Edison Int'l*, 135 S. Ct. 1823 (2015),

⁶⁷ Clarissa A. Kang, *New Wave of Retirement Fee Litigation: The University 403(b) Lawsuits*, Jan. 2017, <http://www.truckerhuss.com/2017/02/new-wave-of-retirement-fee-litigation-the-university-403b-lawsuits/>; Veja, por exemplo, *Nicolas v. Trs. of Princeton Univ.*, 2017 U.S. Dist. LEXIS 209100, *7 (citando vários processos).

⁶⁸ Veja, por exemplo, *Henderson v. Emory Univ.*, 252 F. Supp. 3d 1344, 1350 (N.D. Ga. 2017) (citando a alegação do autor de que "ter muitas opções de investimento é imprudente").

Muitos dos casos ainda estão pendentes de julgamento, e os tribunais variaram em seu grau de simpatia pelas alegações dos autores.⁶⁹ Na maioria das vezes, no entanto, os tribunais continuaram se concentrando no primado da escolha dos participantes e rejeitando as alegações que pediam ao tribunal que avaliasse a escolha das opções de investimento do patrocinador. Como o tribunal explicou em *Henderson*, por exemplo, "ter opções demais não prejudica os participantes dos planos, mas oferece oportunidades para escolher os investimentos de sua preferência".

Da mesma forma, a decisão do tribunal de não conhecer o processo contra a Universidade da Pensilvânia destacou a escolha primária dos participantes sobre uma avaliação de cada opção de investimento individual. O tribunal considerou que o padrão de responsabilidade sob a ERISA exigia que os autores demonstrassem "má gestão sistêmica, de modo que os indivíduos são apresentados à escolha de Hobson, entre um portfólio § 401(k) com desempenho insatisfatório ou nenhum § 401(k)".⁷⁰ O tribunal descreveu possíveis alegações viáveis para um participante de plano sob a ERISA da seguinte forma: "O autor pode alegar uma 'combinação e variedade de opções' inadequadas, com escolha insuficiente, que todas (ou a grande maioria de) as opções violam o dever fiduciário, uma variedade insuficiente no leque de opções ou um esquema de propinas onde os fiduciários se beneficiam diretamente à custa dos participantes do plano."⁷¹

III O analfabetismo financeiro distintivo de investidores-trabalhadores

Uma crítica de política pública na avaliação da responsabilidade do empregador com relação à estrutura dos planos 401(k) é a capacidade dos participantes de efetivamente se defenderem. A capacidade dos empregados de fazer isso depende, em parte, da alfabetização financeira dessa categoria distinta de investidores - investidores que são forçados a se envolver com o mercado financeiro para participar do plano de previdência patrocinado pelo empregador. Até o momento, todavia, a literatura não se concentrou apenas em investidores-trabalhadores.

Para documentar o conhecimento financeiro e outras características desses investidores, analisamos os dados da última onda (2015) do NFCS. Essa é uma das poucas pesquisas que fornecem informações detalhadas não apenas sobre medidas de finanças pessoais e indicadores de comportamento de gestão de dinheiro, mas também sobre a alfabetização financeira de uma amostra grande e representativa da população dos EUA. Para os fins de nossa análise, restringimos a amostra a trabalhadores de 25 a 60 anos não aposentados, para focar em indivíduos que não estão na escola e devem poupar e investir para a aposentadoria.⁷²

Nossa amostra geral é composta por 14.640 respondentes. Desses, aproximadamente 60% são, na terminologia deste artigo, investidores, o que significa que investem por meio de uma conta de previdência fornecida pelo empregador, por uma conta de previdência autogerida ou por investimentos em contas que não sejam de previdência. Por meio das perguntas incluídas na enquete (detalhadas no apêndice de dados abaixo), dividimos os investidores em dois grupos. O primeiro, ao qual denominamos investidores-trabalhadores, é formado por quem possui contas de previdência por meio de seus empregadores, nas quais escolhem como o dinheiro é investido, mas

⁶⁹ Veja, por exemplo, *Nicolas v. Trs. of Princeton Univ.*, 2017 U.S. Dist. LEXIS 209100, *7 (observando que, em muitos dos casos, os tribunais permitiram que as alegações prosseguissem além do pedido de extinção do feito).

⁷⁰ *Sweda v. Univ. of Pa.*, 2017 U.S. Dist. LEXIS 153958, *13 (E.D. Pa. 2017).

⁷¹ Id. em *14

⁷² Consulte o apêndice de dados para obter uma descrição detalhada da pesquisa e a amostra usada nesta análise empírica.

não tem outro tipo de conta de previdência criada por si mesmo,⁷³ ou qualquer outro investimento financeiro em ações, títulos, fundos mútuos ou outros valores mobiliários. Os investidores-trabalhadores não são um pequeno grupo da população de investidores; na verdade, eles respondem por 28% da população de investidores considerados em nossa análise. Portanto, são um grupo importante a se estudar.

O segundo grupo de investidores, ao qual denominamos investidores ativos, é composto pelos que tomaram decisões sobre seus investimentos fora de uma conta de previdência fornecida pelo empregador.⁷⁴ Especificamente, investidores ativos têm contas privadas de aposentadoria que eles mesmos criaram ou investimentos financeiros em ações, títulos, fundos mútuos ou outros valores mobiliários. Agregamos investidores ativos em um grupo com o objetivo de compará-los com investidores-trabalhadores, mas também os consideramos separadamente, pois podem apresentar motivos diferentes para poupar e investir. Dentro do grupo de investidores ativos, cerca de 50% têm uma conta de aposentadoria autogerida que eles mesmos criaram, além de outros investimentos financeiros.

Uma vantagem do uso de dados do NFCS é que ele apresenta informações sobre os níveis de conhecimento financeiro e as informações são mais ricas do que em muitos outros conjuntos de dados. Especificamente, o NFCS possui dados sobre as Três Grandes Questões de Alfabetização Financeira, que medem o conhecimento dos conceitos básicos de alfabetização financeira -- matemática básica, inflação e diversificação de riscos.⁷⁵ O NFCS também apresenta informações sobre questões que medem o conhecimento sobre investimento, como a relação negativa entre taxas de juros e preços de títulos. Em 2015, uma nova questão de alfabetização financeira foi adicionada ao questionário NFCS, medindo o conhecimento do funcionamento dos juros compostos no contexto do endividamento.

A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas sobre diferentes grupos de investimento, divididas por níveis de alfabetização financeira e características demográficas.⁷⁶

[inserir a Tabela 1 aqui]

A Tabela 1 mostra que os investidores-trabalhadores são muito diferentes dos demais investidores. Seu nível de conhecimento financeiro é notavelmente baixo e muito mais baixo que o conhecimento financeiro de investidores ativos. Essa diferença em alfabetização financeira se reflete tanto pelas respostas às Três Grandes questões de alfabetização financeira, que medem o conhecimento financeiro básico, quanto pelas questões que lidam com conceitos mais sofisticados, como juros compostos. Especificamente, apenas pouco mais de um terço (37%) dos investidores-trabalhadores detêm algum conhecimento financeiro básico, conforme medido pelas Três Grandes, e apenas 35% podem responder corretamente à pergunta sobre juros compostos.

⁷³Outras contas de previdência podem incluir uma IRA (conta individual de aposentadoria), Keogh ou SEP IRA.

⁷⁴O apêndice de dados fornece mais informações sobre a composição dos grupos de investidores utilizados para esta análise. Os investidores ativos também podem ter uma conta de contribuição definida com seus empregadores, o que é verdade para 68% dos investidores ativos em nossa amostra.

⁷⁵Um de nós foi pioneiro no desenvolvimento e no uso disseminado das Três Grandes questões de alfabetização financeira que foram usadas para medir a alfabetização financeira em todo o mundo. Veja o Centro Global de Excelência em Alfabetização Financeira, <http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/04/3-Questions-Article2.pdf> (descrevendo os Três Grandes). Para uma visão geral das descobertas relacionadas ao uso dos Três Grandes, consulte Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial literacy around the world: an overview, 10 J. Pens. Econ. & Fin. 497 (2011).

⁷⁶Veja o apêndice de dados para uma descrição das variáveis usadas no trabalho empírico. Observe que a pesquisa identifica as características dos participantes em um momento específico. Ao longo de suas vidas, investidores podem, por exemplo, se tornarem investidores ativos.

Quando aprofundamos a comparação entre os diferentes grupos de investidores, descobrimos que a alfabetização financeira dos investidores-trabalhadores difere do conhecimento daqueles que fizeram escolhas ativas em sua poupança para a aposentadoria. Embora ambos os tipos de investidores possam ter motivos semelhantes para poupar e utilizem investimentos com benefícios fiscais, aqueles que criam contas de aposentadoria por si mesmos apresentam um nível de alfabetização financeira muito maior do que aqueles que definimos como investidores-trabalhadores. A alfabetização financeira de investidores-trabalhadores também é menor que a alfabetização financeira daqueles que investiram fora das contas de previdência. Em outras palavras, aqueles que provavelmente fizeram poucas ou nenhuma escolha sobre suas contas de aposentadoria sabem pouco sobre conceitos financeiros básicos. É claro que essas são correlações simples, mas destacam as diferenças de conhecimento financeiro entre os investidores e, em particular, os baixos níveis de conhecimento financeiro dos investidores-trabalhadores.

A alfabetização financeira de investidores-trabalhadores é particularmente baixa e alarmante, quando se analisa conceitos especificamente relacionados às decisões de investimento, como precificação de títulos (medindo se os entrevistados conhecem a relação inversa entre preços de ativos e taxas de juros) e diversificação de riscos (medindo se os entrevistados sabem se as ações de uma empresa são mais arriscadas ou seguras que um fundo mútuo de ações e quais são as ações e os fundos mútuos de ações). Apenas metade dos investidores-trabalhadores tem algum conhecimento rudimentar de diversificação de riscos e só 26% sabem sobre precificação básica de ativos. A esse respeito, o conhecimento financeiro dos investidores-trabalhadores se assemelha mais ao da população em geral do que à população de investidores.

A Tabela 1 também contém informações demográficas sobre a população da amostra. Observando as características demográficas dos diferentes grupos de investidores, vemos que os investidores-trabalhadores têm maior probabilidade de incluir subgrupos vulneráveis da população. Por exemplo, os investidores-trabalhadores têm muito mais probabilidade do que outros investidores de serem pessoas com renda mais baixa e menos escolaridade, com famílias divididas (divorciadas/separadas), e mulheres. Como esperado, os investidores-trabalhadores têm menos probabilidade de serem trabalhadores autônomos, mas o trabalho autônomo não é o principal fator para se ter uma conta de previdência não baseada no empregador.

Uma alta proporção de pessoas que possuem contas 401(k) patrocinadas pelo empregador são jovens trabalhadores. Pode-se argumentar que as contas de aposentadoria introduzirão trabalhadores em investimentos e finanças e que sua alfabetização financeira melhorará com o tempo. Pelo menos em nossa amostra, isso não parece ser o caso. Quando dividimos a amostra em dois grupos etários, os mais jovens e os maiores de 40 anos, descobrimos que a lacuna de conhecimento entre investidores-trabalhadores e outros investidores não diminui entre os grupos etários. A Tabela 2 apresenta informações demográficas para a amostra dividida.

[inserir a Tabela 2 aqui]

A Tabela 2a mostra as informações para investidores com menos de 40 anos e a tabela 2b mostra os resultados para investidores com mais de 40 anos. Observando as pessoas com mais de 40 anos, continuamos a ver uma grande diferença no conhecimento financeiro entre investidores-trabalhadores e investidores ativos. Mais uma vez, os investidores-trabalhadores se assemelham mais à população mais velha em geral do que à população de investidores mais velhos. Em outras palavras, nossos investidores-

trabalhadores mais velhos não parecem ter adquirido muito conhecimento financeiro.⁷⁷

A Tabela 3 apresenta os resultados das análises de regressão nas quais analisamos diferentes tipos de investidores, levando em consideração suas diferentes características demográficas e níveis de conhecimento financeiro.⁷⁸

[inserir a Tabela 3 aqui]

Vários achados se destacam. Primeiro, a alfabetização financeira continua associada a uma maior probabilidade de ser um investidor ativo, mesmo depois de controlar muitas características demográficas, incluindo idade e educação. A sofisticação financeira, em particular -- por exemplo, saber sobre precificação de ativos -- está associada a ser um investidor ativo e não apenas um investidor-trabalhador (observe que as estimativas dessa medida de alfabetização financeira mudam entre tipos de investidores; ou seja, aqueles que sabem sobre precificação básica de ativos são menos suscetíveis a serem investidores-trabalhadores e mais tendentes a possuir tanto contas de aposentadoria criadas por conta própria como outros investimentos financeiros).

Além disso, várias variáveis demográficas desempenham um papel importante. Encontramos, sem surpresa, uma divisão da educação no que diz respeito ao investimento. Aqueles com diploma universitário ou superior têm muito mais probabilidade de serem investidores ativos, tanto na poupança para aposentadoria quanto em outros investimentos financeiros, e têm menos probabilidade de serem investidores-trabalhadores. É importante ressaltar, contudo, que tanto a educação geral quanto o conhecimento financeiro especializado são importantes para o comportamento do investimento; existe um efeito independente da alfabetização financeira, mesmo após o controle por escolaridade. Segundo, é muito menos provável que mulheres sejam investidoras ativas, tanto para aposentadoria quanto em outros investimentos financeiros.⁷⁹ Terceiro, indivíduos com renda mais alta têm maior probabilidade de serem investidores, tanto como investidores-trabalhadores quanto ativos, mas a estimativa de efeito é particularmente grande por serem investidores ativos para aqueles com renda anual superior a US\$ 100.000.

Finalmente, o efeito da idade parece variar. Investidores mais velhos, com menos de 50 anos, têm menor probabilidade de serem ativos, enquanto na faixa etária de 50 a 60 anos, são menos propensos a serem investidores-trabalhadores, mas, ao contrário, têm mais probabilidade de terem outras contas de aposentadoria. Suspeitamos que esse efeito etário seja produto

⁷⁷ Vale ressaltar que em uma única seção transversal, não podemos separar idade do efeito de coorte. Além disso, nossa análise ocorre em um único momento - 2015 - e os entrevistados em nossa enquete podem ter trocado de grupo antes do momento em que responderam. Como o NFCS não é um conjunto de dados em painel, não podemos acompanhar o mesmo indivíduo ao longo do tempo.

⁷⁸ Estamos cientes de que a classificação dos investidores não é exógena, mas o resultado da escolha e, além disso, que algumas variáveis, como alfabetização financeira, podem ser consideradas endógenas. Entretanto, esta é simplesmente uma análise descritiva e não pretende tratar causalidade.

⁷⁹ Esse achado é consistente com outras pesquisas que relatam uma persistente lacuna de gênero na alfabetização financeira. Veja, por exemplo, Gary Mottola, Gender, Generation and Financial Knowledge: A Six-Year Perspective, FINRA Investor Education Foundation Insights: Financial Capability, Março de 2018,

<https://www.usfinancialcapability.org/downloads/Issue-Brief-Gender-Generation-and-Financial-Knowledge-A-Six-Year-Perspective.pdf>. Comentaristas têm sugerido que mulheres podem ser menos expostas à educação financeira no local de trabalho. Dawn Doebler, 12 reasons women need to close the financial literacy gap, WTOP, 5 de setembro de 2018, <https://wtop.com/business-finance/2018/09/12-reasons-women-need-to-close-the-financial-literacy-gap/>. É importante ressaltar, todavia, que nossos achados sugerem que a exposição das mulheres aos planos 401(k) não preenche a lacuna de gênero.

da evolução dos planos de poupança para aposentadoria baseados no empregador descritos acima - alguns participantes com mais de 50 anos já podem ter trocado de emprego (até mesmo várias vezes) e, ao deixar o empregador, migraram do antigo plano 401(k) para uma IRA (conta individual de aposentadoria). Além disso, os participantes mais velhos de nossa pesquisa podem ter benefícios definidos em vez de planos de contribuição definida e ter outros investimentos financeiros.

Para entender melhor esses achados e suas implicações, recorreremos a informações adicionais, resumidas na Figura 1.

[inserir a Figura 1 aqui]

O NFCS pergunta aos participantes da pesquisa se eles receberam educação financeira na escola, na faculdade ou no local de trabalho. De forma não surpreendente, descobrimos que os investidores-trabalhadores tinham muito menos probabilidade de serem expostos à educação financeira (Figura 1). Apenas cerca de 30% dos investidores-trabalhadores receberam educação financeira, contra 45% de todos os demais investidores. Isso pode explicar seus níveis mais baixos de alfabetização financeira e também por que esses baixos níveis de conhecimento financeiro persistem até uma idade mais avançada.

Examinamos a seguir alguns marcadores para finanças pessoais e gestão financeira pessoal para avaliar se os investidores-trabalhadores também estão menos atentos quando se trata de outras decisões financeiras. Isso é importante porque outras decisões sobre finanças pessoais, não apenas a poupança para aposentadoria, podem influenciar se os indivíduos podem obter uma aposentadoria segura. Os resultados estão apresentados na Tabela 4. Na Tabela 4a, relatamos a lista de ativos e passivos que os investidores-trabalhadores e os investidores ativos mantêm e, na Tabela 4b, relatamos alguns marcadores para gestão financeira.

[Inserir a Tabela 4 aqui]

Existem algumas conclusões notáveis aqui também para entender as diferenças entre investidores-trabalhadores e outros investidores. Investidores-trabalhadores têm menos probabilidade de possuir ativos, como uma casa, do que os investidores ativos. Eles também têm uma probabilidade substancialmente maior do que os investidores ativos de estarem endividados e carregarem diferentes tipos de dívida, de empréstimos a estudantes a hipotecas (se possuírem uma casa), a empréstimos para automóveis. Quando se trata de endividamento, a situação financeira dos investidores-trabalhadores parece, nas formas aqui medidas, ser pior que a da população em geral.

Os investidores-trabalhadores também são particularmente propensos a pagar dívidas com o cartão de crédito, o que é uma preocupação devido à maior taxa de juros normalmente associada à dívida no cartão de crédito. Para melhor considerar o gerenciamento de cartões de crédito, na Tabela 4b, examinamos o que um de nós denominou comportamento caro de cartão de crédito, ou seja, pagar apenas o mínimo, ultrapassar o limite, usar o cartão para adiantamento em dinheiro e pagar taxas por pagamentos em atraso.⁸⁰ O que descobrimos é que os investidores-trabalhadores exibem um comportamento propício ao pagamento de altas taxas de juros e taxas nos cartões de crédito.

Uma série de evidências adicionais sugere que os investidores-trabalhadores têm menos probabilidade de serem financeiramente mais

⁸⁰ Veja Annamaria Lusardi & Peter Tufano, Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness, 14 J. of Pens. Econ & Fin. 329 (2015).

experientes, mais propensos a enfrentar restrições de liquidez, ou ambos. Cerca de um quarto dos investidores-trabalhadores entram no cheque especial. Um quarto deles também utiliza serviços financeiros alternativos, como empréstimos consignados, empréstimos para automóveis, penhoras ou lojas de aluguel para adquirir, que cobram taxas de juros muito altas, geralmente bem acima de 100%. É interessante notar que os investidores-trabalhadores têm menos probabilidade de tomar empréstimos garantidas por suas contas de aposentadoria; como empréstimos retiradas, mesmo que o empréstimo garantido por uma conta de aposentadoria provavelmente envolva custos mais baixos do que o uso de serviços financeiros alternativos ou o uso de cartões de crédito.

Em suma, nossos resultados demonstram que os investidores-trabalhadores diferem de outros investidores mais ativos, não apenas nas decisões financeiras com relação às contas de aposentadoria, mas também nas decisões financeiras relacionadas à gestão de seus ativos e passivos. O endividamento, em particular, é uma preocupação, pois os investidores-trabalhadores têm diferentes tipos de dívida, incluindo algumas com altas taxas de juros. Essa evidência fala da importância da educação financeira, em particular para investidores-trabalhadores, um tópico que será tratado na Parte V abaixo.

IV. Implicações do analfabetismo financeiro para os investimentos 401(k)

Como demonstra a discussão acima, a poupança para aposentadoria nos EUA evoluiu para um sistema que impõe responsabilidade substancial a funcionários individuais para determinar quanto poupar e como investir esse dinheiro. Nossos resultados apresentam vários desafios críticos para esse sistema. Primeiro, como observado acima, o analfabetismo financeiro compromete a capacidade dos participantes do plano de determinar qual é o melhor uso do plano 401(k), por exemplo, como investir sua poupança. A ERISA confia expressamente na escolha dos empregados como fundamento para limitar as responsabilidades fiduciárias dos empregadores em relação aos planos de contribuição definida, mas a alfabetização financeira reduzida sugere um nível de incapacidade que torna ilusória a efetiva escolha dos empregados.

Historicamente, o padrão ERISA se baseou fortemente na importância da escolha do participante. A responsabilidade do empregador segundo o padrão fiduciário da ERISA é limitada, desde que ofereça aos participantes opções razoáveis de investimento. O analfabetismo financeiro dos participantes do plano levanta dúvidas sobre sua capacidade de fazer escolhas razoáveis. Se os participantes do plano não têm capacidade de distinguir entre opções de investimento e rejeitar escolhas de baixa qualidade ou inadequadas, é no mínimo problemático que um plano inclua tais opções, e pode não ser razoável que o Poder Judiciário ou os órgãos de regulação aceitem planos apenas com base no fato de que contêm algumas opções de alta qualidade.⁸¹ Além disso, a literatura demonstra que, provavelmente devido ao baixo nível de alfabetização financeira, o menu de opções de investimento oferecidas por um plano pode afetar as decisões dos participantes -- menus são importantes.⁸²

Por outro lado, um escrutínio judicial excessivo da composição do plano levanta uma série de questões concorrentes. Se o empregador tiver a obrigação de escolher quais são, em sua opinião, os investimentos mais

⁸¹ Veja Ian Ayres & Quinn Curtis, *Beyond Diversification: The Pervasive Problem of Excessive Fees and "Dominated Funds" in 401(k) Plans*, 124 Yale L.J. 1346, 1481 (2015) (explicando a descrição de fundos inferiores como "fundos dominados" e argumentando que é violação do dever fiduciário de um empregador incluir fundos dominados em um plano 401(k).)

⁸² Ian Ayres, *Menus Matter*, 73 U. Chi. L. Rev. 3 (2006).

adequados para seus empregados, esse papel erodirá substancialmente a escolha do participante, que é a base do modelo de contribuição definida.⁸³ Além disso, há várias razões para preferir uma abordagem de preservação de escolha, incluindo a incapacidade do Poder Judiciário, do órgãos de regulação e dos empregadores de determinar com precisão os melhores interesses dos participantes do plano.⁸⁴

Essas preocupações são ampliadas no contexto de planos que, do ponto de vista prático, baseiam-se principalmente nas escolhas paternalistas do empregador, em lugar da escolha real do participante. Com as opções de inscrição automática e escalada automática e investimento padrão, os empregadores decidem se seus funcionários pouparão para a aposentadoria, quanto pouparão e como esse dinheiro deve ser investido. Nesses planos, o empregado efetivamente toma decisões sobre se e como investir. Embora os empregados possam, em teoria, rejeitar as decisões de seus empregadores, participantes do plano não alfabetizados financeiramente estão mal posicionados para fazê-lo. Essas inovações na estrutura dos planos 401(k) levantam, assim, a questão da medida até a qual um empregador deve ser obrigado a validar as escolhas feitas por seus empregados. A ficção da ERISA de que os empregados podem se proteger de escolhas ruins ou inadequadas ao optar por sair parece particularmente inapropriada. De fato, os modelos de inscrição não automática (opt in) são desenhados para aliviar a inação dos empregados; é provável que essa inação também limite também os modelos de inscrição automática (opt out), o que refuta a proposição de que deixar de pedir para ser excluído (opt out) reflete uma escolha informada do empregado.

Além disso, enquanto respostas paternalistas, como a inscrição automática, podem oferecer uma solução parcial para o analfabetismo financeiro, fazendo com que uma porcentagem maior de empregados poupe para a aposentadoria e colocando-os em opções de investimento razoáveis, eles chamam a atenção dos empregadores principalmente para a inscrição inicial de seus empregados e para as decisões de investimento. Contudo, a capacidade limitada dos participantes do plano de enfrentar os desafios do investimento previdenciário tem implicações que vão além dessas decisões iniciais.

Uma preocupação é que, ao longo da carreira profissional de um participante do plano, ele possa precisar ajustar o valor poupado para a aposentadoria ou a forma pela qual investe essa poupança. A rigidez de padrões, como valor poupado e investimentos em fundos com datas-alvo, pode sugerir aos empregados que a estrutura do plano é compatível com seus interesses individuais. Mas o uso de padrões tem como premissa que os empregados sejam capazes de determinar se os padrões são adequados e, em muitos casos, os baixos níveis de conhecimento financeiro sugerem que não o sejam. As disposições de escalada automática respondem à rigidez do padrão inicial, mas podem aumentar a disposição do empregado de adiar os componentes automáticos do plano e podem levar a um aumento do endividamento, reduzindo o aumento da poupança líquida.

O problema de que um modelo único não serve para todos no que diz respeito à poupança para aposentadoria aumenta essa preocupação. Embora possa ser relativamente simples projetar uma estratégia padrão razoável para empregados iniciantes, muitos dos quais são jovens, têm poupança limitada, podem carregar empréstimos estudantis e trabalhar por trinta ou quarenta anos, as situações dos participantes do plano se tornam mais variadas à medida que envelhecem. Sua saúde, situação financeira e

⁸³Mas veja Bubb & Pildes, nota supra __ (sugerindo que, quando os participantes não são propensos a agir de maneira a maximizar o seu bem-estar, a deferência à escolha é inadequada).

⁸⁴Veja, por exemplo, Cass Sunstein, Nudges vs. Shoves, 127 Harv. L. Rev. F. 210, 211 (2014) (identificando uma série de razões para preferir uma abordagem baseada em escolha a um mandato).

obrigações de dívida, fontes de renda, dependentes, além de outros fatores, afetam a taxa de poupança adequada e o nível de risco em suas contas de previdência. O paternalismo que oferece opções padrão para os empregados em um plano de previdência genérico sem lhes dar as ferramentas para determinar se são recomendados ajustes nessas opções podem fazer pouco para ajudá-los e podem até mesmo prejudicá-los.⁸⁵ Como será discutido em mais detalhes posteriormente, empregados mudam frequentemente de empregador, e os empregadores atualmente lidam com uma população muito heterogênea de empregados.

Uma segunda e talvez maior preocupação é que, na medida em que os participantes tenham sucesso em acumular um grande saldo para a aposentadoria em seus planos 401(k), eles se tornam responsáveis por decidir o que fazer com esse dinheiro ao se aposentar ou mudar de emprego. Nada na estrutura regulatória existente cria um papel para o empregador no auxílio a seus empregados para as decisões sobre como usar o saldo dessa conta para financiar sua aposentadoria, incluindo a decisão de migrar, determinar quanto retirar e descobrir como e investir, o que, para a maioria dos aposentados, é mais dinheiro do que jamais tiveram sob sua responsabilidade.⁸⁶ Quando os participantes do plano começam a se aposentar, suas experiências evidenciam novas vulnerabilidades, incluindo o risco de serem convencidos a transferir seus ativos 401(k) para uma conta que lhes cobre taxas substancialmente mais altas,⁸⁷ o risco de serem convencidos a investir em produtos inadequados, a respeito dos quais não entendem, e o risco de serem vítimas de fraude pura e simples.⁸⁸

As migrações para uma IRA oferecem um exemplo dos desafios enfrentados pelos participantes do plano 401(k), desafios que são exacerbados pelo analfabetismo financeiro. No momento da aposentadoria, um participante de plano 401(k) normalmente tem a opção de manter seu dinheiro no plano de seu empregador ou transferi-lo para uma conta de aposentadoria individual ou uma IRA. Uma IRA permite que o aposentado tenha acesso aos serviços de um consultor financeiro profissional, bem como, na maioria dos casos, a uma variedade maior de opções de investimento do que as disponíveis em um plano 401(k) típico. Na maioria dos casos, no entanto, as IRAs também cobram taxas mais altas.⁸⁹

Em qualquer caso, a decisão de migrar de um plano 401(k) depende em parte se as taxas mais altas associadas à IRA são justificadas em termos de acesso do aposentado a melhor aconselhamento ou melhores produtos. Mas as IRAs são particularmente problemáticas, pois a principal fonte de informações sobre esse trade-off é o consultor externo, que só é remunerado se tiver êxito em convencer o aposentado a migrar o dinheiro. O consultor está, portanto, sujeito a um sério conflito de interesses, que é ampliado pela importância econômica das migrações para a indústria de serviços financeiros; a grande maioria do dinheiro nas contas IRA não é um dinheiro

⁸⁵A alta proporção de americanos com dívidas de alto custo é motivo de preocupação com políticas que se concentram em apenas um componente do bem-estar financeiro das pessoas.

⁸⁶Edward Zelinsky, *The Defined Contribution Paradigm*, 114 *Yale L.J.* 451, 456-457 (2004) ("Normalmente, a distribuição de um plano de contribuição definida hoje assume a forma de um pagamento único do saldo da conta do empregado em vez de uma anuidade ou outra distribuição periódica ao longo do tempo").

⁸⁷Veja o comissário da SEC Luis A. Aguilar, *Protecting the Financial Future of Seniors and Retirees*, 4 de fevereiro de 2014, disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/2014-spch020414laa> (alertando que "a SEC avaliará as práticas de vendas de consultores de investimentos voltadas para trabalhadores em idade de se aposentar para migrar seus planos 401(k) para investimentos de maior custo").

⁸⁸Veja DeLeima, Deevy, Lusardi and Mitchel (2018).

⁸⁹Veja, por exemplo, Anne Tergesen & Anna Prior, *The New Regulatory Hurdle for IRAs*, *Wall St. J.*, Mar. 27, 2016 (observando que as IRAs costumam cobrar taxas mais altas que a dos planos 401(k)); John A. Turner, *The Pension Mis-Selling Scandal, the SEC and the Fiduciary Standard*, 23 *Conn. Ins. L.J.* 263 (2016) (comparando as taxas associadas aos planos 401(k) com as comumente pagas por IPAs).

adicional que os clientes pouparam de forma independente, mas sim um dinheiro que foi transferido de uma conta 401(k).⁹⁰

Diante desse conflito, empregados sem alfabetização financeira estão particularmente em risco. Alguns consultores financeiros se aproveitaram dessa vulnerabilidade - oferecendo bônus e produtos gratuitos aos aposentados como incentivo para migrarem seus planos 401(k), ⁹¹cujo valor é menor que as altas taxas que o consultor cobra posteriormente na conta.⁹²

As evidências existentes sugerem que um número substancial de pessoas está transferindo dinheiro de seus planos patrocinados por empregadores para alternativas de custo mais alto, ⁹³mas ainda não está claro se essas alternativas são de fato benéficas. Essa é uma consideração importante, porque nem sempre empregados sem alfabetização financeira seguem o caminho de menor resistência - nesse caso, permanecendo nos planos patrocinados pelo empregador - quando se tornam alvo de consultores financeiros inescrupulosos. A preocupação é suficiente para que a regra fiduciária do DOL, agora extinta, trate ⁹⁴especificamente de migrações, exigindo que o consultor de investimentos obtenha informações antes de recomendar uma migração e aplicando um padrão fiduciário à recomendação do consultor.

Os aposentados também enfrentarão a decisão de sacar o dinheiro das contas de aposentadoria como um montante fixo, fazer retiradas periódicas ou à medida que seja necessário, ou investir em anuidades, que são produtos financeiros complexos.⁹⁵ São áreas em que a adoção de padrões ou a inscrição automática não pode ser facilmente implementada como substituto para a escolha do participante. Em particular, a determinação de qual dessas opções é preferível depende de uma análise personalizada da condição financeira do indivíduo. Além disso, várias dessas decisões, como a de transferir dinheiro para uma IRA ou comprar uma anuidade, são caras ou impossíveis de reverter.⁹⁶

⁹⁰ Veja id. (observando que "as migrações agora representam mais de 90% do dinheiro que flui para as IRAs a cada ano").

⁹¹ Veja, por exemplo, Kevin Mercadante, *These 6 Brokers Will Pay You To Rollover Your IRA*, Moneyunder30, May 25, 2017, <https://www.moneyunder30.com/ira-rollover-promotions> (descrevendo incentivos em dinheiro oferecidos por seis corretores para convencer investidores a migrarem seus ativos de suas contas 401(k)).

⁹² Veja Anne Tergesen, *Be wary of financial firms' 401(k) rollover advice*, MarketWatch, Dec. 4, 2014, <https://www.marketwatch.com/story/be-wary-of-financial-firms-401k-rollover-advice-2014-12-04> (observando que "vários participantes de planos 401(k) - particularmente aqueles em planos patrocinados por grandes empresas, que usualmente oferecem fundos institucionais a preço de pechincha - poderiam ser migrados para uma IRA.").

⁹³ Estima-se que os ativos em IRAs aumentem para US\$ 12,6 trilhões até 2022, e a esmagadora maioria das contribuições para IRAs atualmente é resultado de migrações de planos 401(k). Veja Greg Iacurci, *IRA assets will almost double those in 401(k) plans over next five years*, Inv. News, 25 de junho de 2018, <https://www.investmentnews.com/article/20180625/FREE/180629951/ira-assets-will-almost-double-those-in-401-k-plans-over-next-five> (relatando que 96% das contribuições para IRAs são migrações de planos 401(k)).

⁹⁴ Em 2016, o Departamento do Trabalho adotou a Regra Fiduciária. Departamento de Trabalho dos EUA, *Definição do Termo 'Fiduciário'; Regra de Conflito de Interesse - Consultoria de Investimento de Aposentadoria (Definição Fiduciária Final)*, 81 Fed. Reg. 20,946 (2016). Posteriormente, uma corte federal invalidou a regra em *Câmara de Comércio v. US Dept. of Labor*, 885 F.3d 360 (5th Cir. 2018). Após a decisão, o Departamento do Trabalho dos EUA anunciou que não pretendia aplicar a regra. Departamento do Trabalho dos EUA (2018). **Field Assistance Bulletin No. 2018-02**. Washington, D.C.: US DOL. <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-02>.

⁹⁵ Veja, por exemplo, Christine Lazaro & Benjamin P. Edwards, *The Fragmented Regulation of Investment Advice: A Call for Harmonization*, 4 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 47, 71 (2014) (observando que "anuidades se tornaram mais complexas" e descrevendo vários tipos de anuidades).

⁹⁶ A maioria das anuidades está sujeita a uma taxa de resgate substancial, se a compra busca descontar a apólice com antecedência, ou seja, antes do final de um "período de entrega" designado. Além disso, devido à sua complexidade e aos canais de distribuição pelos quais são vendidos, práticas fraudulentas são comuns. Veja Joseph H. Aughtman, *The Annuity Conundrum: Responding to*

Finalmente, para os que simplesmente mudam de emprego, eles precisam decidir o que fazer com a poupança acumulada para a aposentadoria. Isso pode envolver a gestão de várias contas de previdência de diferentes empregadores. Um empregado também pode ter que analisar, à luz do plano de previdência do empregador anterior, como fazer com que a política do atual empregador para inscrição, as contribuições e os investimentos em contas de previdência atendam às suas necessidades específicas.

V. Melhora da aposentadoria investindo por meio dos planos 401(k)

Conforme detalhado nas partes anteriores, a falta de alfabetização financeira de investidores-trabalhadores ameaça a efetividade de uma abordagem direcionada aos participantes para poupar para a aposentadoria. Esta parte identifica duas possíveis respostas. Na subparte A, consideramos aumentar a responsabilidade do empregador sobre a adequação de seus programas 401(k). Alternativamente, na subparte B, avaliamos o potencial dos empregadores em corrigir as deficiências de alfabetização financeira de seus empregados por meio de programas de educação financeira.

A. Responsabilidade do empregador como substituto da alfabetização financeira dos empregados

Uma solução possível para o analfabetismo financeiro de investidores involuntários é atribuir maior responsabilidade aos empregadores para garantir que seus empregados estejam investindo adequadamente para a aposentadoria. As limitadas responsabilidades fiduciárias impostas pela ERISA, que se fiam no controle dos participantes, podem ser inadequadas em um ambiente em que os participantes não conseguem exercer controle efetivo e, direta ou indiretamente, dependem de seus empregadores para proteger seus interesses. Nesse contexto, podem ser apropriados deveres fiduciários tradicionais, em vez da deferência judicial ao discernimento dos empregados.

Maior responsabilidade do empregador pode assumir várias formas. O Congresso pode restringir ou eliminar o porto seguro da ERISA para os planos geridos pelos participantes. O Poder Judiciário pode alterar sua interpretação atual de porto seguro e rejeitar o argumento de que a escolha do participante é um remédio adequado para menus de planos ruins ou para a inclusão de fundos de alto custo. Como alternativa a um padrão fiduciário de difícil aplicação, a ERISA poderia impor requisitos mais detalhados sobre a estrutura dos planos 401(k). Por exemplo, o Departamento do Trabalho poderia validar opções de investimento específicas adequadas para inclusão em um plano 401(k) com base em fatores como custo, composição de ativos e risco.⁹⁷

A ERISA também pode exigir que os empregadores supervisionem ou garantam a adequação das escolhas feitas por seus empregados. Ela poderia impor aos empregadores uma obrigação de garantir que os empregados observem limites

the Abuse of Elderly Investors, 38 The Brief 38, 39 (2008) ("com uma frequência perturbadora, anuidades são usadas como instrumentos para fraudar investidores"); *Fischler v. Amsouth Bancorporation*, 1996 U.S. Dist. LEXIS 17670 (rejeitando o pedido para rejeitar uma ação de fraude com valores mobiliários, com fundamento na falta de divulgação da taxa de devolução relacionada à venda de uma anuidade).

⁹⁷Atualmente, o Departamento do Trabalho faz algo análogo a isso, aprovando alternativas qualificadas de investimento padrão para planos 401(k) que oferecem inscrição automática. Veja o Depto. do Trabalho dos EUA, Ficha Informativa: Default Investment Alternatives Under Participant-Directed Individual Account Plans, Setembro de 2006, <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/default-investment-alternatives-under-participant-directed-individual-account-plans>.

mínimos de poupança, por meio de mecanismos como a exigência de taxas de participação mais altas, exigindo a coparticipação dos empregadores ou exigindo que os empregadores completem as lacunas nos casos em que os empregados não consigam poupar o suficiente com suas próprias contribuições. Essas obrigações estenderiam a responsabilidade do empregador para além dos padrões atualmente exigidos pela ERISA e que têm sido objeto de litígios recentes.

Há duas barreiras principais à imposição de maior responsabilidade ao empregador para resolver os atuais problemas de investimento para a aposentadoria. O primeiro é o desafio de identificar um padrão de conduta viável.⁹⁸ Como o contencioso existente nessa área demonstra, é difícil desenhar um plano de previdência perfeito -- questões como a escolha de opções de investimento e de estrutura de taxas envolvem previsões sobre o estado futuro do mundo, previsões sobre o comportamento dos empregados e sobre escolhas de políticas, sobre a estrutura mais adequada para acomodar empregados com diferentes necessidades e preferências. Um padrão que avaliasse criticamente a qualidade do desenho do plano de um empregador seria judicialmente impossível de gerir. Como a corte observou em *Sweda*, há uma série de escolhas racionais que o empregador ou o administrador pode fazer ao elaborar um plano.⁹⁹ Está relacionado o problema de que as decisões do empregador serão contestadas após o fato, levando ao risco de preconceito de visão a posteriori. O fato de algumas escolhas funcionarem melhor do que outras, com o benefício da visão a posteriori,¹⁰⁰ ou beneficiar alguns empregados mais do que outros, não torna uma decisão irracional.¹⁰¹

O segundo problema com a imposição de maior responsabilidade ao empregador é que a consequência mais provável dessa responsabilidade seria uma redução substancial na disposição dos empregadores em oferecer planos de previdência a seus empregados. É importante ter em mente que os empregadores têm discricionariedade quanto ao oferecimento de planos 401(k) como benefício dos empregados. Tanto os custos diretos de cumprir requisitos regulatórios adicionais como os custos indiretos da exposição a passivos sob esse regime seriam substanciais e aumentariam os custos para o empregador ao oferecer um plano. O resultado natural seria menos planos patrocinados pelo empregador. Como é improvável que muitos empregados poupem adequadamente para a aposentadoria fora de um plano patrocinado pelo empregador, um declínio na disponibilidade de planos do empregador poderia reduzir a poupança geral para a aposentadoria, e o custo de uma poupança insuficiente acabaria sendo suportado pelos contribuintes em geral.

Da mesma forma, seria problemático impor responsabilidade aos empregadores que implementam recursos de inscrição automática ou escalada automática. As evidências indicam que esses recursos levam a taxas mais altas de participação dos empregados, e claramente estes estarão em

⁹⁸ Compare com Anita Krug, *The Other Securities Regulator: A Case Study in Regulatory Damage*, 92 Tul. L. Rev. 339 (2017) (identificando problemas com a aplicação do padrão de conduta contemplado pela Regra Fiduciária do Departamento de Trabalho para o relacionamento dos consultores com seus clientes aposentados).

⁹⁹ *Sweda v. Univ. of Pa.*, 2017 U.S. Dist. LEXIS 153958 (E.D. Pa. 2017).

¹⁰⁰ Além disso, como observou a corte de *Sweda*, o fato de os investimentos de um plano terem um desempenho inferior ao mercado não é indicação de tomada de decisão inadequada. As estatísticas padrão previam que metade de todos os investimentos teria um desempenho inferior à mediana. *Sweda* em *29-30.

¹⁰¹ Veja, por exemplo, *Tussey v. ABB, Inc.*, 746 F.3d 327, 338 (8th Cir. 2014) ("Embora seja fácil escolher uma opção de investimento em retrospecto (compre Apple Inc. por US\$ 7 por ação em dezembro de 2000 e lance uma opção de venda da Enron Corp. por US\$ 90 por ação), selecionar um investimento com antecedência é difícil.").

melhores condições se poupem para a aposentadoria. Na medida em que sejam necessárias mudanças regulatórias, elas devem ser direcionadas para permitir que participantes de planos de previdência naveguem no processo de planejamento da aposentadoria com mais eficiência, não penalizando os empregadores por responderem ao analfabetismo financeiro de maneira imperfeita. Dessa forma, argumentamos que a educação financeira obrigatória proporcionada pelo empregador, em vez de aumentar a responsabilidade do empregador, é a resposta apropriada ao analfabetismo financeiro, resposta essa que aprofundamos na próxima seção.

B. Formalização da função do empregador na avaliação e no enfrentamento do analfabetismo financeiro dos participantes do plano

Os baixos níveis existentes de alfabetização financeira minam a teoria da escolha do participante, na qual se baseia a abordagem atual da ERISA para planos de contribuição definida. Nossos dados mostram que um percentual substancial de participantes do plano é analfabeto financeiramente e que, em certo sentido, muitos participantes são vítimas de uma estrutura regulatória que exige que eles gerenciem decisões críticas em relação ao planejamento da aposentadoria, sem contudo prepará-los para tomar essas decisões com competência. Sugerimos que a solução seja que a ERISA ou o Departamento do Trabalho determine educação financeira, como componente dos planos de contribuição definida oferecidos pelo empregador.

1. A importância da alfabetização financeira para poupar e investir para a aposentadoria

Pesquisas sobre alfabetização financeira assinalam a importância do conhecimento financeiro para investimentos e outros comportamentos inteligentes. Muitos estudos, não apenas nos Estados Unidos, mas em todo o mundo, mostram que há um forte efeito da alfabetização financeira sobre se os indivíduos investem em ações¹⁰² e no retorno que recebem sobre suas carteiras; aqueles que são mais alfabetizados financeiramente têm maior probabilidade de investir no mercado de ações e obter maior taxa de retorno, controlando os riscos.¹⁰³ A alfabetização financeira também afeta as opções de carteira; aqueles com maior nível de alfabetização financeira são mais propensos a investir de maneira a minimizar taxas e evitar posições extremas (por exemplo, investir zero ou 100% do patrimônio em ativos de risco, como ações ou fundos mútuos).¹⁰⁴

A alfabetização financeira também está ligada ao comportamento responsável relacionado à poupança para a aposentadoria. Especificamente, aqueles que são mais alfabetizados financeiramente têm mais chances de planejar para a aposentadoria.¹⁰⁵ Isso tem consequências para a poupança para aposentadoria, porque os que planejam se aposentar acumulam duas a três vezes mais riqueza do que os que não planejam. Os mais alfabetizados financeiramente também têm menos probabilidade de fazer retiradas de suas

¹⁰²Veja Joanne Yoong, Financial Illiteracy and Stock Market Participation: Evidence from the Rand American Life Panel, in Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace (Oxford University Press 2011).

¹⁰³Robert Clark et al., Financial Knowledge and 401(k) Investment Performance, 10 J. of Pens. Econ. & Fin. 509 (2015).

¹⁰⁴Veja, por exemplo, Jill E. Fisch, Tess Wilkinson-Ryan e Kristin Firth, The Knowledge Gap in Workplace Retirement Investing and the Role of Professional Advisors, 66 Duke L.J. 633, 637 (2016) (uso de evidências experimentais para mostrar que "investidores analfabetos financeiramente alocam muito pouco dinheiro em ações, são ingênuos para a diversificação, não conseguem identificar fundos dominados e não prestam atenção às taxas").

¹⁰⁵Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial Literacy and Retirement Planning in the United States, 10 J. of Pens. Econ. & Fin. 509 (2011).

contas de aposentadoria, aumentando a probabilidade de que os empregados se aposentem com saldos de poupança mais elevados.

A alfabetização financeira está ligada não apenas à poupança de longo prazo, mas também à de curto prazo, como a poupança para emergências, que aumenta a capacidade do investidor de enfrentar um choque financeiro. Por exemplo, os mais alfabetizados financeiramente têm mais chances de conseguir dinheiro, se um choque inesperado o atingir, e menos propensos a recorrer a empréstimos, inclusive acessando suas contas de aposentadoria.¹⁰⁶

A alfabetização financeira está ligada a outro aspecto importante do comportamento, isto é, endividamento e gestão da dívida. Isso é importante porque, como mencionado acima, poupança para aposentadoria e endividamento estão intimamente ligados, e aqueles que têm mais poupança para a aposentadoria também têm mais dívidas. Pesquisas recentes mostram que aqueles os menos alfabetizados financeiramente têm maior probabilidade de se endividar próximos da aposentadoria, quando, de fato, as pessoas deveriam estar próximas do pico de acumulação de riqueza.¹⁰⁷ O mais importante é que o analfabetismo financeiro está intimamente ligado à má gestão da dívida, como comportamento associado ao pagamento de altos custos com juros, taxas e ultrapassagem dos limites pré-estabelecidos de empréstimos.¹⁰⁸ Também tem sido associado ao uso de métodos de empréstimos de alto custo, como a dependência de empréstimos consignados ou de penhoras, métodos que cobram taxas de juros geralmente bem superiores a 100%.¹⁰⁹

Certamente é difícil distinguir causalidade de correlação, e pode-se argumentar que tanto a alfabetização financeira quanto o investimento ativo são produtos da escolha individual do investidor; em outras palavras, os indivíduos podem investir tanto em conhecimento quanto em ativos financeiros. No entanto, estudos que abordaram a questão da causalidade mostraram não apenas uma relação causal entre alfabetização financeira e comportamento financeiro (e não o contrário), mas também que as estimativas originais que não foram responsáveis pela endogeneidade da alfabetização financeira podem ter levado a uma subestimação dos efeitos da alfabetização financeira no comportamento de poupança, investimento e planejamento.¹¹⁰ Em termos simples, é difícil imaginar que a ignorância seja uma benção no que diz respeito a investimentos e que empregados possam chegar ao investimento correto para si sem conhecimento algum dos princípios básicos das finanças. E a ignorância financeira, em particular sobre conceitos relacionados às decisões de investimento, está bem documentada em todos os estudos que analisamos.

Não obstante as estimativas empíricas, os modelos teóricos de poupança também destacam a importância crítica da alfabetização financeira. Se, como sugerem os estudos empíricos, a alfabetização financeira permite que indivíduos participem de mercados financeiros e obtenham uma taxa de retorno mais alta sobre seus investimentos do que indivíduos não alfabetizados, os efeitos sobre a poupança para aposentadoria são muito evidentes. De acordo com as estimativas de Lusardi, Michaud e Mitchell, a alfabetização financeira pode ser responsável por 30 a 40% da desigualdade

¹⁰⁶Andrea Hasler et al, Financial Fragility in the US: Evidence and Implications, GFLEC working paper n 2018-1 (2018).

¹⁰⁷Annamaria Lusardi et al., The Changing Face of Debt and Financial Fragility at Older Ages, 108 AEA Papers and Proceedings 407 (2018).

¹⁰⁸Annamaria Lusardi & Peter Tufano, Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness, 14 J. of Pens. Econ & Finance 329 (2015).

¹⁰⁹Annamaria Lusardi & Carlo de Bassa Scheresberg, Financial Literacy and High- Cost Borrowing in the United States, GFLEC working paper n. 2013-1 (2013).

¹¹⁰Veja Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, 52 J. Econ Lit. 5 (2014).

da poupança para aposentadoria, à medida que os empregados se aproximam da aposentadoria.¹¹¹

2. O papel da educação financeira na melhoria da alfabetização financeira

Outra maneira de entender a importância da alfabetização financeira é examinar os efeitos dos programas desenhados para aumentar o conhecimento financeiro. Vários estados dos Estados Unidos tornaram obrigatória a alfabetização financeira no ensino médio.¹¹² Programas de educação financeira também são oferecidos em faculdades e universidades ¹¹³e no local de trabalho.¹¹⁴

Medir a eficácia dos programas de educação financeira é complexo, pois vários fatores de confusão podem afetar a forma como os participantes respondem a esses programas.¹¹⁵ Por exemplo, questões de seleção podem confundir os resultados -- aqueles que participam podem ser desproporcionalmente motivados ou, alternativamente, os menos alfabetizados financeiramente. Uma maneira de abordar essas questões é por meio de ensaios clínicos randomizados (RCT), que são considerados o padrão-ouro das avaliações.¹¹⁶

Os primeiros estudos encontraram efeitos limitados dos programas de educação financeira, levando alguns a concluir que a educação financeira não tinha tanto valor.¹¹⁷ Em alguns casos, isso pode ter ocorrido devido aos detalhes dos programas, que geralmente não podem ser avaliados, porque a maioria dos estudos não possui informações específicas sobre, por exemplo, qualidade do material, intensidade do programa e treinamento de professores.¹¹⁸ Além disso, os estudos geralmente agregavam os resultados de todo o grupo de participantes, sem considerar a possibilidade de que os programas pudessem afetar grupos específicos de maneira diferente, como aqueles com menos conhecimento financeiro. Uma recente meta-análise

¹¹¹Lusardi et al., Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality, 125 J. Polit. Econ. 431 (2017).

¹¹²De acordo com a mais recente Pesquisa dos Estados do Conselho para Educação Econômica, 17 estados exigem que os alunos do ensino médio façam um curso de finanças pessoais. Conselho de Educação Econômica, Pesquisa dos Estados, Finanças Econômicas e Pessoais nas Escolas da Nossa Nação, 2018, <http://www.councilforeconed.org/wp-content/uploads/2018/02/2018-SOS-Layout-18.pdf>.

¹¹³Ted Beck, How to Help Colleges Teach Financial Literacy, Wall St. J., 6 de agosto de 2017, <https://blogs.wsj.com/experts/2017/08/06/how-to-help-colleges-teach-financial-literacy/> (observando que "Atualmente há literalmente centenas de instituições assumindo responsabilidade [pela educação financeira]").

¹¹⁴Veja, por exemplo, Chloe Skaar, More companies are offering financial education for employees, Colum. Disp., 28 de junho de 2018, <https://www.dispatch.com/business/20180628/more-companies-are-offering-financial-education-for-employees> (relatando que empregadores estão aumentando a oferta de programas de educação financeira para seus empregados).

¹¹⁵Justine S. Hastings, Brigitte C. Madrian & William L. Skimmyhorn, Financial literacy, financial education and economic outcomes. 5 Ann. Rev. Econ. 247 (2013) (Observando que a literatura existente sobre os efeitos dos programas de educação financeira é mista e inconclusiva e que "essa literatura precisa de intervenções randomizadas adicionais em larga escala, projetadas para efetivamente identificar as relações causais").

¹¹⁶Veja, por exemplo, Tim Kaiser & Lukas Menkhoff, Does financial education impact financial literacy and financial behavior, and if so, when?, 31 World Bank Econ. Rev. 611 (2017) (observando que estudos envolvendo RCTs mostram efeitos altamente significativos da educação financeira no comportamento financeiro).

¹¹⁷Veja Daniel Fernandes et al., Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors, 60 Mgmt. Sci. 1861 (2014).

¹¹⁸Veja Wendy Way and Karen Holden, Teachers' Background and Capacity to Teach Personal Finance: Results of a National Study. 20 *Journal of Financial Counseling and Planning* 64 (2009), que examina dados de mais de 1.200 professores da educação básica, aspirantes a professores, e professores de faculdades de educação representando quatro regiões censitárias. O estudo revelou que menos de um quinto dos professores afirmou estar preparado para ensinar finanças pessoais.

abrangente dos efeitos da educação financeira mostra não apenas que os programas de educação financeira funcionam, mas também que os detalhes dos programas são importantes.¹¹⁹

Trabalhos recentes sobre educação financeira também mostram que a implementação é extremamente importante.¹²⁰ Por exemplo, a educação financeira na escola é considerada mais eficaz quando se trata de um curso obrigatório, com currículo rigoroso, no qual os professores são treinados para ensinar alfabetização financeira. Embora esses achados não sejam surpreendentes, eles confirmam que as avaliações do efeito da educação financeira precisam ser rigorosas e levar em consideração as características e a qualidade do programa, bem como as diferenças bem documentadas na alfabetização financeira entre os grupos demográficos. A importância da alfabetização financeira na escola também é confirmada pela crescente evidência que agora está emergindo em todo o mundo; muitos estudos encontraram efeitos semelhantes, e até mais fortes, da educação financeira na escola em outros países.¹²¹ Outra evidência indireta de sua importância é que, desde 2012, a OCDE acrescentou alfabetização financeira aos tópicos avaliados em seu Programa Internacional de Avaliação de Estudantes (PISA), avaliando a preparação de estudantes do ensino médio em todo o mundo.

Alguns estudos avaliaram a eficácia da educação financeira no local de trabalho. Os estudos aqui são mais heterogêneos e muitos programas não foram avaliados rigorosamente, mas as evidências existentes apontam que a educação financeira no local de trabalho é muito promissora.¹²² Na subparte a seguir, elaboramos a partir dos resultados da pesquisa e de nossa própria experiência trabalhando com empresas e reguladores do mercado financeiro para oferecer alguns componentes iniciais de um programa eficaz de educação financeira oferecido pelo empregador.

3. Componentes-chave da educação financeira oferecida pelo empregador

A pesquisa existente aponta para três componentes de um programa eficaz de educação financeira oferecido pelo empregador que pode ser implementado por todos os empregadores: (1) uma autoavaliação, (2) requisitos mínimos sobre o conteúdo dos programas, e (3) momento -- quando o programa e os componentes dos programas devem ser oferecidos.

Começando com o primeiro, recomendamos que os empregadores sejam obrigados a fornecer uma autoavaliação que permita que seus empregados meçam seu conhecimento e capacidade financeira. Agora temos maneiras validadas de medir a alfabetização financeira -- um conjunto de perguntas foi testado em muitas enquetes nacionais e tem dado resultados robustos.¹²³ Uma avaliação pode servir a vários propósitos; poderia ser o primeiro passo para segmentar trabalhadores em diferentes tipos de programas de educação financeira direcionados a diferentes necessidades e diferentes níveis de conhecimento financeiro. Também poderia proporcionar uma maneira simples de informar o empregador e os empregados e acompanhar o progresso

¹¹⁹Kaiser & Menkhoff, nota supra 116.

¹²⁰Carly Urban et al. State Financial Education Mandates: It's All in the Implementation. FINRA Investor Education Foundation Insight. Janeiro de 2015, disponível aqui: <https://www.finra.org/sites/default/files/investoreducationfoundation.pdf>

¹²¹Veronica Frisancho, The Impact of School-Based Financial Education on High School Students and Their Teachers: Experimental Evidence from Peru, IDB Working Paper 871 (2018).

¹²²Veja Kaiser & Menkhoff, nota supra 116 (proporcionando uma meta-análise de 126 estudos de educação financeira e concluindo que os estudos são altamente heterogêneos, mas geralmente corroboram a ideia de que a educação financeira, incluindo a educação feita no local de trabalho, pode ser efetiva).

¹²³Algumas grandes empresas já estão usando questões de alfabetização financeira, como as Três Grandes, para medir o conhecimento financeiro entre seus empregados.

ao longo do tempo. Uma autoavaliação também permite que aqueles que demonstram conhecimento financeiro optem por não participar de programas simples ou participem apenas de partes do programa. As autoavaliações podem se estender ao comportamento financeiro, além do conhecimento financeiro, e tornar-se um exame financeiro que os empregados podem fazer regularmente para avaliar o estado de suas finanças.

Segundo, quanto ao conteúdo do programa, o Departamento do Trabalho poderia introduzir requisitos mínimos sobre o que deveria ser incluído em um programa para proporcionar os conhecimentos e habilidades de trabalho necessários para navegar no sistema de contribuição definida.¹²⁴ Esses requisitos podem incluir informações específicas sobre o plano 401(k), as opções de investimento contidas nesse plano e o processo de poupança e investimento para a aposentadoria. Eles também podem se estender a componentes mais gerais da tomada de decisões financeiras pessoais que contribuem para o bem-estar financeiro de um empregado.

Pesquisas acadêmicas sugerem que programas eficazes de educação financeira devem se estender além da poupança ou do investimento para a aposentadoria, porque decisões financeiras ruins de todos os tipos podem influenciar direta e indiretamente a poupança para a aposentadoria. Por exemplo, a decisão de um empregado de comprar uma casa ou automóvel e de se endividar com essa compra pode afetar o quanto ele pode contribuir para uma conta de aposentadoria, porque o endividamento é uma das razões mais importantes pelas quais os empregados não contribuem para contas de previdência complementar.¹²⁵ Dado o custo e a prevalência de empréstimos de alto custo e a possível má administração da dívida, programas que incluem endividamento e gerenciamento da dívida podem ser particularmente importantes. Além disso, a falta de poupança para emergências pode levar os indivíduos a acessar prematuramente as contas de aposentadoria, diante de choques financeiros, realçando a importância dos programas de educação na promoção de poupanças de longo e de curto prazo.¹²⁶

As pesquisas existentes apontam para a existência de muitas maneiras pelas quais a educação financeira pode ser proporcionada. Por exemplo, por meio de programas online, vídeos ou sessões ao vivo, em formatos individualizados ou em grupo. Esses programas geralmente são simples, embora eficazes e baratos. Por exemplo, descobriu-se que iniciativas como as descritas nos Cinco Passos para o Sucesso do Planejamento, que ensinam conceitos básicos de planejamento financeiro em vídeos curtos, produzem efeito no conhecimento financeiro.¹²⁷ A pesquisa também mostra que alguns tópicos, como risco e diversificação de riscos, são particularmente difíceis de serem entendidos pelos empregados,¹²⁸ mas que ferramentas

¹²⁴O índice P-Fin ilustra as oito áreas de conhecimento profissional e o que os empregados sabem menos. Paul J. Yabokoski, Annamaria Lusardi & Andrea Hasler, The 2018 TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index, The State of Financial Literacy Among U.S. Adults, Abril de 2018, em 1, https://gflec.org/wp-content/uploads/2018/04/TIAA_GFLEC_Report_PFinIndex_April2018_fin.pdf?x98192.

¹²⁵Annamaria Lusardi et al. New Ways to Make People Save: A Social Marketing Approach in A Lusardi (ed), Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs, U of Chicago Press.

¹²⁶Conforme indicado por Andrea Hasler et al, Financial Fragility in the US: Evidence and Implications, GFLEC working paper n 2018-1 (2018), cerca de um terço dos americanos não poderiam levantar US\$ 2.000 em um mês, diante de uma necessidade inesperada.

¹²⁷Aileen Heinberg, et al., Five Steps to Planning Success: Experimental Evidence from U.S. Households, 30 Oxford Rev. of Econ Policy 697 (2015).

¹²⁸Paul Yabokoski et al., The 2018 TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index: The State of Financial Literacy Among U.S. Adults, GFLEC Report (2018). http://gflec.org/wp-content/uploads/2018/04/TIAA_GFLEC_Report_PFinIndex_April2018_fin.pdf?x87657

7 (discute um índice de finanças pessoais como medida robusta do conhecimento geral de finanças pessoais e uma análise diferenciada do conhecimento em diferentes áreas das finanças pessoais o indivíduo funciona).

simples que ajudam as pessoas a visualizar e simplificar o funcionamento do risco e da diversificação de riscos produzem efeito sobre o conhecimento financeiro.¹²⁹

Além disso, os programas podem ser mais eficazes se adaptados às necessidades de empregados específicos. Por exemplo, jovens trabalhadores podem se beneficiar de programas que cubram empréstimos estudantis e a compra da casa própria. As mulheres podem se beneficiar de programas sobre investimento e poupança de longo prazo.¹³⁰ Trabalhadores mais velhos podem se beneficiar de programas sobre a Previdência Social, quando é melhor sacar os benefícios da Previdência Social e o funcionamento das anuidades. Trabalhadores mais velhos também podem se beneficiar de programas especialmente focados no planejamento da aposentadoria, como calculadoras financeiras que demonstram o impacto das retiradas dos planos 401(k) sobre a segurança projetada da aposentadoria ao longo do tempo.

Estudos também mostram que empregados estão demandando educação financeira e veem com bons olhos a oferta de educação financeira no local de trabalho. Para muitos, os programas fornecidos no local de trabalho são a única fonte de educação financeira à qual estão expostos. Mesmo assim, a motivação dos empregados para participar de programas de educação financeira pode ser aumentada por meio de incentivos.¹³¹ Os empregadores podem oferecer aos empregados incentivos financeiros para participarem de programas educacionais, incentivos com base no desempenho, como recompensas pelo sucesso em testes de alfabetização financeira, além de recompensas por demonstrar comportamentos financeiros saudáveis ao longo do tempo.

É importante ressaltar que um programa de educação financeira fornecido pelo empregador deve ser independente, no sentido de que não deve direcionar os empregados para uma opção de investimento específica (particularmente uma que pague taxas ao patrocinador ou fonte do programa de educação).¹³² Também é importante garantir que os programas ensinem ou habilitem os empregados a tomar decisões financeiras, em vez de pregar o que é um comportamento adequado, de acordo com a perspectiva do empregador.¹³³

Terceiro, o momento dos programas de educação financeira tem demonstrado ser extremamente importante.¹³⁴ Por exemplo, os programas podem ser fornecidos nos momentos críticos em que as decisões financeiras são tomadas, como no início do emprego, na separação, no momento da promoção, quando os benefícios e planos de saúde são revisados (normalmente anualmente). O momento dos programas aborda vários dos problemas que foram associados à efetividade da educação financeira. Por exemplo, o fato de

¹²⁹Annamaria Lusardi et al., *Visual Tools and Narratives: New Ways to Improve Financial Literacy*, 16 J. of Pens. Econ. & Fin. 297 (2015).

¹³⁰Como mostrado anteriormente, mulheres são mais propensas a ser investidoras passivas.

¹³¹Veja, em geral, *Providing Incentives for Your Employee Financial Wellness Program*, 17 de julho de 2018, <https://www.enrich.org/blog/employee-financial-wellness-program-incentives> (descrevendo incentivos potenciais para aumentar o engajamento de empregados em programas de educação financeira no local de trabalho).

¹³²Ver Kitces, nota supra (observando que "um problema significativo com a ideia de educação financeira just-in-time é que muitas vezes ela dependerá da empresa que fornece o produto ou serviço para entregar").

¹³³Sandro Ambuehl, B. Douglas Bernheim, & Annamaria Lusardi, *A Method for Evaluating the Quality of Financial Decision-making, with an Application to Financial Education*, NBER working paper n. 20618 (2014).

¹³⁴Veja, por exemplo, Karina Harley, *The effects of 'just in time' financial education programs on financial literacy and economic decision-making in superannuation* (2017), http://47ctca2fz6ha46w11826tujxm5k.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/sites/15/2017/05/Harley-Thesis_Impact-of-just-in-time-financial-education-intervention-on-superannuant-decision-making.pdf (descrevendo a importância de proporcionar educação financeira "just-in-time" (sob demanda)).

que o conhecimento pode decair com o tempo ¹³⁵e que a educação é mais eficaz quando é oferecida no momento em que as pessoas precisam tomar decisões.

Embora pesquisas recentes mostrem que muitos empregadores têm interesse em fornecer educação financeira a seus empregados, os programas oferecidos variam significativamente. Isso cria diferentes oportunidades para os empregados nas empresas, mas também significa que vários empregadores oferecem programas de baixo nível ou não oferecem educação financeira alguma.¹³⁶ Portanto, nossa recomendação é que o Departamento do Trabalho determine ao empregador o fornecimento de educação financeira e emita um conjunto de diretrizes que governam o que é considerado um programa aceitável, na mesma linha em que expressaram juízos de valor sobre quais são as opções de investimento aceitáveis. Além disso, as diretrizes sobre como avaliar o sucesso do programa ajudariam os empregadores a melhorar a efetividade do programa.

Pode-se perguntar por que um mandato é necessário, diante da tendência baseada no mercado em direção à educação financeira no local de trabalho. Identificamos várias vantagens para um mandato regulatório. Primeiro, garantiria que todos os trabalhadores, não apenas aqueles que trabalham em grandes empresas ou em empresas que oferecem generosos benefícios previdenciários tenham acesso à educação financeira no local de trabalho. Para muitos e, em particular, grupos vulneráveis, o local de trabalho pode ser a única fonte de educação financeira. Segundo, nossa proposta deixa espaço para decisões específicas da empresa sobre os detalhes de sua educação financeira; um mandato apenas estabelece um piso com relação aos padrões mínimos. Terceiro, um mandato regulatório incentiva a inovação baseada no mercado. As pesquisas existentes ainda estão experimentando para desenvolver o que funciona melhor em educação financeira, e um requisito regulatório fornece um incentivo para que fornecedores terceirizados invistam nessa área. Os mandatos também podem reforçar o intercâmbio de informações e experiências entre empresas, melhorando o fornecimento e a qualidade dos programas ao longo do tempo e sua efetividade no atendimento às necessidades dos trabalhadores.¹³⁷

Finalmente, um requisito aplicável a todas as empresas é necessário para enfrentar a mobilidade dos trabalhadores. Muitos trabalhadores mudam de emprego durante a carreira profissional. Da mesma forma que os planos de benefícios definidos não eram um sistema de pensão adequado em um mercado de trabalho dinâmico, os planos de contribuição definida que não levam em consideração as diferentes necessidades dos trabalhadores não são adequados para a força de trabalho atual. Usar atalhos para compensar a ausência de escolha informada do participante, como inscrição automática ou opções de investimento padrão, é particularmente problemático se os empregados permanecerem com o mesmo empregador apenas por um curto período de tempo. As opções padrão não tratam do conhecimento necessário para tomar decisões sobre como transferir ou gerir a poupança para aposentadoria ao mudar de emprego.

Além disso, o fato de que uma poupança inadequada para aposentadoria e investimentos de má qualidade possa demandar dos contribuintes a compensação desses erros reforça a necessidade de mandatos. Observe que

¹³⁵Veja id. em 12 (observando que "há um corpo significativo de evidências para demonstrar que a alfabetização financeira impulsionada por intervenções educacionais diminui com o tempo").

¹³⁶Veja EBRI 2018 Employer Financial Wellbeing Survey. https://www.ebri.org/docs/default-source/ebri-issue-brief/ebri_ib_466_fwrcsur-29nov18.pdf?sfvrsn=bdb23e2f_6

¹³⁷Observamos que os empregadores raramente compartilham detalhes de seus programas, embora essas informações sejam potencialmente bastante valiosas para ajudar outras pessoas a projetar um programa eficaz. Por exemplo, veja Dara Duguay, Making financial education work in the workplace: The Citigroup experience, Fed. Res. Bank of Minn., 2011, <https://www.minneapolisfed.org/publications/community-dividend/making-financial-education-work-in-the-workplace-the-citigroup-experience>

esses são mandatos suaves; eles não exigem que os indivíduos poupem ou invistam um montante específico; ao contrário, eles fornecem aos indivíduos as competências necessárias para tomar as decisões que o novo sistema de pensões exige.

Além disso, embora a exigência aos empregadores de fornecer educação financeira seja um fardo, os empregadores também se beneficiarão de programas de educação financeira, pois aumentarão o valor dos programas de benefícios oferecidos a seus empregados. Por sua vez, isso ajudará os empregadores a recrutar e reter empregados. Além disso, os empregadores obtêm valor do bem-estar financeiro dos empregados, tendo em vista que situações financeiras perturbadoras podem afetar o desempenho dos empregados no trabalho.¹³⁸ Apesar de que esses benefícios ofereçam aos empregadores incentivos para implementar voluntariamente programas de educação financeira, torná-los obrigatórios garantirá que todos os trabalhadores possam ser expostos à educação financeira.

Em resumo, à medida que os estudos dos programas de educação financeira se tornam metodologicamente rigorosos, eles desenvolveram evidências de que a educação financeira oferece muitas promessas no combate ao analfabetismo financeiro e à má tomada de decisões financeiras. Os programas de educação financeira não são apenas um passo à frente, quando se observam medidas para dotar os empregados de instrumentos para gerir suas próprias contas de aposentadoria e investir sua poupança para a aposentadoria, mas também um requisito necessário se o objetivo das pensões de contribuição definida é promover segurança financeira e fazer com que os empregados poupem adequadamente para a aposentadoria. Além disso, se fundos de aposentadoria insuficientes pressionam o sistema de assistência social e, no final, afetam os contribuintes, é importante encontrar maneiras de atingir a maior parcela possível dos trabalhadores.

Conclusão

A estrutura da poupança para aposentadoria nos EUA evoluiu para depender criticamente da participação ativa e de escolhas informadas dos participantes dos planos 401(k) patrocinados pelo empregador. Neste artigo, apresentamos novas evidências de que essa estrutura introduziu um número substancial de pessoas no mercado financeiro. Pessoas cujo único contato com esse mercado é o plano 401(k). Esses investidores-trabalhadores são diferentes de outros investidores e, em grande parte, são despreparados para tomar decisões responsáveis de poupança e investimento. Apesar da alfabetização financeira limitada de investidores-trabalhadores, a estrutura regulatória existente confere escolha de forma ampla aos empregados, para limitar a responsabilidade dos empregadores pela adequação dessas decisões.

Questionamos essa abordagem, concluindo a partir da nossa análise empírica que investidores-trabalhadores são muito vulneráveis para assumir a responsabilidade exclusiva pelo seu bem-estar financeiro atual e futuro. Identificamos duas respostas regulatórias possíveis: impor maior responsabilidade aos patrocinadores do plano para supervisionar a qualidade do investimento em aposentadoria dos empregados ou exigir que os empregadores avaliem e ofereçam soluções para a alfabetização financeira dos participantes do plano por meio de educação do investidor. Concluimos que a última abordagem é mais promissora e recomendamos que o Departamento do Trabalho exija educação financeira patrocinada pelo empregador. O

¹³⁸ Veja, por exemplo, Kyle Sanders, *Is it time to offer financial education as a benefit?*, Emp. Benefit Advisor, Dec. 1, 2017, <https://www.employeebenefitadviser.com/opinion/is-it-time-to-offer-financial-education-as-a-benefit> (relatando que um número significativo de empregados sofrem de grave estresse financeiro que interfere em seu desempenho no trabalho).

cenário financeiro e o mercado de trabalho que os empregados enfrentam hoje mudaram substancialmente, é hora de mudar a estrutura regulatória para dota os trabalhadores de conhecimento e das competências necessárias para tomar decisões informadas sobre suas aposentadorias no século XXI.

Tabelas

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Variáveis (média ponderada)	(1) Investidor ativo no mercado financeiro ou poupança para aposentadoria	(2) Ativo na poupança para aposentadoria	(3) Investidores ativos no mercado financeiro	(4) Investidores-trabalhadores	(5) População investidora	(6) População geral
Alfabetização financeira						
Três Grandes corretos	0.4728	0.4853	0.4879	0.3658	0.4423	0.3280
Diversificação de risco	0.6183	0.6284	0.6359	0.4997	0.5845	0.4669
Precificação de ativos/títulos	0.3873	0.4040	0.4131	0.2612	0.3514	0.2748
Juros compostos	0.4401	0.4462	0.4484	0.3510	0.4147	0.3416
Hipoteca	0.8550	0.8663	0.8582	0.8678	0.8586	0.7674
Inflação	0.6780	0.6791	0.6710	0.6339	0.6654	0.5825
Gênero						
Masculino	0.5807	0.5685	0.6134	0.5017	0.5582	0.5072
Feminino	0.4193	0.4315	0.3866	0.4983	0.4418	0.4928
Etnia						
Branco	0.6559	0.6600	0.6514	0.6647	0.6584	0.6341
Preto	0.0952	0.0891	0.0910	0.1135	0.1004	0.1216
Hispano	0.1555	0.1523	0.1577	0.1516	0.1543	0.1661
Asiático	0.0755	0.0815	0.0822	0.0464	0.0672	0.0552
Outros	0.0179	0.0171	0.0178	0.0239	0.0196	0.0230
Idade						
25-34 anos	0.2660	0.2435	0.2787	0.2821	0.2706	0.2915
35-49 anos	0.3886	0.3924	0.3938	0.4401	0.4032	0.3973
50-60 anos	0.3454	0.3641	0.3275	0.2778	0.3262	0.3111
Renda						
Abaixo de US\$ 25.000	0.0670	0.0604	0.0580	0.0573	0.0642	0.2185
US\$ 25.000 a US\$ 49.000	0.1670	0.1569	0.1473	0.2586	0.1931	0.2447
US\$ 50.000-US\$ 99.000	0.4193	0.4159	0.4170	0.4657	0.4326	0.3415
Acima de US\$ 100.000	0.3467	0.3667	0.3778	0.2184	0.3102	0.1953

Escolaridade						
Ensino Médio ou menos	0.1526	0.1467	0.1425	0.2143	0.1701	0.2628
Superior incompleto	0.3739	0.3596	0.3643	0.4816	0.4046	0.4265
Superior ou acima	0.4735	0.4937	0.4933	0.3041	0.4252	0.3107
Estado civil						
Casado	0.6643	0.6797	0.6733	0.6575	0.6624	0.5515
Solteiro, Não casado	0.2393	0.2263	0.2393	0.2209	0.2340	0.3109
Divorciado ou Separado	0.0822	0.0809	0.0729	0.1133	0.0910	0.1213
Viúvo	0.0143	0.0130	0.0145	0.0084	0.0126	0.0163
Emprego						
Empregado (tempo integral, parcial)	0.7615	0.7646	0.7692	0.8119	0.7759	0.6379
Trabalhador autônomo	0.1041	0.1040	0.1101	0.0350	0.0844	0.0863
Desempregado	0.0325	0.0323	0.0276	0.0278	0.0312	0.0787
Não está na força de trabalho	0.1019	0.0991	0.0931	0.1253	0.1086	0.1971
Observações	6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. As médias para as variáveis de alfabetização financeira são mais baixas na coluna 1, na comparação com as colunas 2 e 3, porque há sobreposição de cerca de 50% entre os dois grupos de investidores. Como esperado, a alfabetização financeira do grupo que se sobrepõe é maior em comparação com o nível daqueles que pertencem apenas a um grupo de investidores. A medida de alfabetização financeira das Três Grandes é uma variável dummy com valor 1 se o respondente respondeu corretamente às perguntas sobre juros, inflação e diversificação de riscos. Os colchetes informam a renda anual da família de todas as fontes, como salários, gorjetas, receita de investimento, assistência pública e planos de previdência.

Tabela 2a: Medidas de alfabetização financeira para indivíduos com menos de 40 anos

Variáveis (média ponderada)	(1) Investidor ativo no mercado financeiro ou poupança para aposentadoria	(2) Ativo na poupança para aposentadoria	(3) Investidores ativos no mercado financeiro	(4) Investidores-trabalhadores	(5) População investidora	(6) População geral
Alfabetização financeira						
Três Grandes corretos	0.3737	0.3710	0.3797	0.2998	0.3520	0.2586
Diversificação de risco	0.5447	0.5384	0.5496	0.4404	0.5141	0.4148
Precificação de ativos/títulos	0.3297	0.3353	0.3416	0.2340	0.3017	0.2313
Juros compostos	0.4536	0.4639	0.4563	0.3804	0.4321	0.3582
Hipoteca	0.8133	0.8234	0.8202	0.8442	0.8224	0.7352
Inflação	0.5354	0.5208	0.5222	0.5307	0.5340	0.4653
Observações	2,718	1,988	2,014	1,152	3,870	6,704

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 40 anos; todas as estimativas são ponderadas. Algumas das médias para as variáveis de alfabetização financeira são mais baixas na coluna 1, na comparação com as colunas 2 e 3, porque há sobreposição entre os dois grupos de investidores. Como esperado, a alfabetização financeira do grupo com sobreposição é maior em comparação com o nível daqueles que pertencem apenas a um grupo de investidores. A medida de alfabetização financeira das Três Grandes é uma variável dummy com valor 1 se o respondente respondeu corretamente às perguntas sobre juros, inflação e diversificação de riscos.

Tabela 2b: Medidas de alfabetização financeira para indivíduos com mais de 40 anos

Variáveis (média ponderada)	(1) Investidor ativo no mercado financeiro ou	(2) Ativo na poupança para aposentadoria	(3) Investidores ativos no mercado	(4) Investidores-trabalhadores	(5) População investidora	(6) População geral
-----------------------------	--	---	---------------------------------------	-----------------------------------	------------------------------	------------------------

	poupança para aposentadoria		financeiro			
Alfabetização financeira						
Três Grandes corretos	0.5497	0.5651	0.5779	0.4209	0.5139	0.3865
Diversificação de risco	0.6754	0.6912	0.7077	0.5492	0.6403	0.5109
Precificação de ativos/títulos	0.4320	0.4520	0.4726	0.2839	0.3909	0.3114
Juros compostos	0.4295	0.4339	0.4418	0.3264	0.4009	0.3276
Hipoteca	0.8874	0.8963	0.8898	0.8876	0.8874	0.7945
Inflação	0.7886	0.7897	0.7946	0.7203	0.7696	0.6813
Observações	3,604	2,904	2,560	1,307	4,911	7,936

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 41 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. As médias para as variáveis de alfabetização financeira são mais baixas na coluna 1, na comparação com as colunas 2 e 3, porque há sobreposição entre os dois grupos de investidores. Como esperado, a alfabetização financeira do grupo que se sobrepõe é maior em comparação com o nível daqueles que pertencem apenas a um grupo de investidores. A medida de alfabetização financeira das Três Grandes é uma variável dummy com valor 1 se o respondente respondeu corretamente às perguntas sobre juros, inflação e diversificação de riscos.

Tabela 3: Resultados de regressão entre grupos de investidores

Variáveis (média ponderada)	(1)	(2)	(3)	(4)
	Investidor ativo no mercado financeiro ou poupança para aposentadoria	Ativo na poupança para aposentadoria	Investidores ativos no mercado financeiro	Investidores-trabalhadores
Diversificação de risco.	0.091*** (0.008)	0.068*** (0.008)	0.071*** (0.007)	0.012* (0.007)
Precificação de ativos/títulos	0.088*** (0.008)	0.084*** (0.008)	0.093*** (0.008)	-0.029*** (0.007)
Juros compostos	0.067*** (0.008)	0.055*** (0.008)	0.046*** (0.007)	-0.003 (0.007)
Gênero				
Feminino	-0.045*** (0.007)	-0.016** (0.007)	-0.063*** (0.007)	0.009 (0.006)
Etnia (BL: Branco)				
Preto	0.001 (0.011)	-0.011 (0.011)	0.002 (0.011)	0.009 (0.010)
Hispano	-0.004 (0.010)	-0.002 (0.010)	0.001 (0.009)	-0.022*** (0.008)
Asiático	0.063*** (0.016)	0.077*** (0.015)	0.075*** (0.015)	-0.038*** (0.013)
Outros	-0.036 (0.024)	-0.036 (0.023)	-0.018 (0.023)	0.015 (0.020)
Idade (BL: 25-34)				
35-49 anos	-0.023** (0.009)	0.006 (0.009)	-0.032*** (0.008)	0.008 (0.007)
50-60 anos	0.057*** (0.009)	0.084*** (0.009)	0.006 (0.009)	-0.020** (0.008)
Renda (BL: <US\$ 25.000)				
US\$ 25.000 a US\$ 49.000	0.107*** (0.011)	0.075*** (0.011)	0.062*** (0.010)	0.120*** (0.009)
US\$ 50.000-US\$ 99.000	0.271*** (0.011)	0.203*** (0.011)	0.201*** (0.011)	0.170*** (0.009)
Acima de US\$ 100.000	0.414*** (0.013)	0.336*** (0.013)	0.350*** (0.013)	0.137*** (0.011)
Escolaridade (BL: Ensino Médio ou menos)				
Superior incompleto	0.049*** (0.009)	0.032*** (0.009)	0.032*** (0.009)	0.031*** (0.008)
Superior ou Pós-Graduação	0.181*** (0.010)	0.157*** (0.010)	0.135*** (0.010)	-0.019** (0.009)
Estado Civil Casado	0.028*** (0.008)	0.031*** (0.008)	0.019** (0.008)	0.021*** (0.007)
Emprego				
Desempregado	-0.067*** (0.008)	-0.040*** (0.008)	-0.060*** (0.008)	-0.048*** (0.007)

	(0.014)	(0.013)	(0.013)	(0.012)
Constante	0.043***	-0.015	0.051***	0.039***
	(0.013)	(0.012)	(0.012)	(0.011)
Observações	14,640	14,640	14,640	14,640
R-quadrado	0.246	0.195	0.199	0.042

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

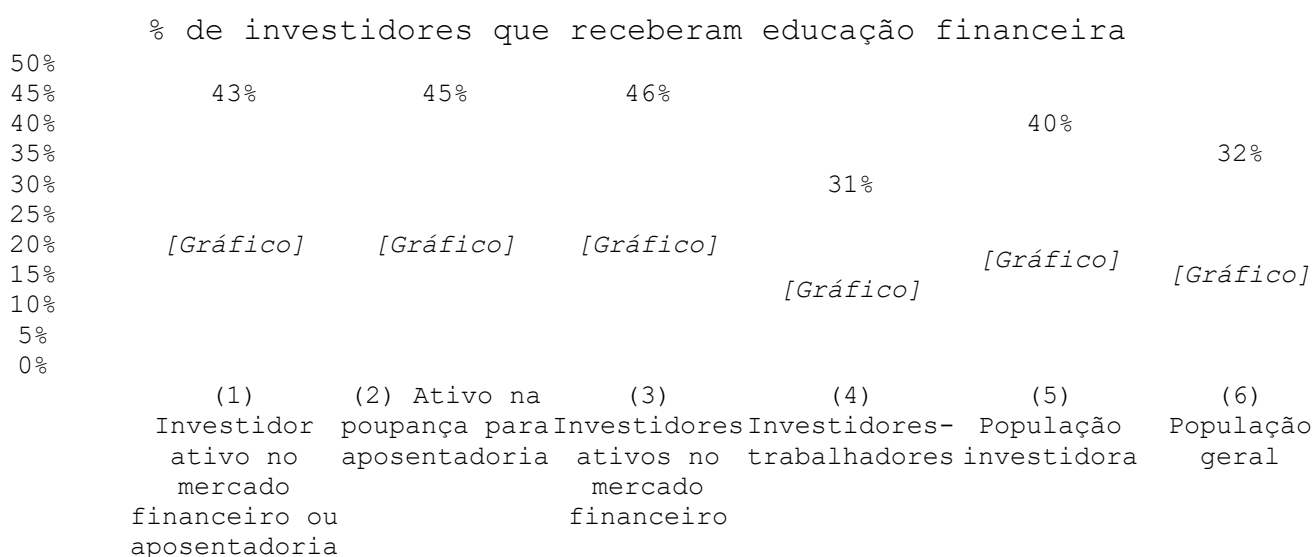
Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. Casado é uma variável dummy que assume o valor 1 se o entrevistado for casado, mas não divorciado, separado ou viúvo, e 0, caso contrário. Os colchetes informam a renda anual das famílias de todas as fontes, como salários, gorjetas, receita de investimento, assistência pública e planos de previdência. A abreviação BL significa baseline (linha de base), que é o grupo de referência. Erros padrão robustos em parênteses.

*** p<0.01.

** p<0.05.

* p<0.1.

Figura 1: Educação financeira oferecida na escola ou no local de trabalho entre grupos de investidores



Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. Os percentuais são mostrados em relação à amostra de investidores em particular (por exemplo, 31% dos investidores-trabalhadores receberam educação financeira). Para manter as amostras de investidores consistentes nas várias análises deste artigo, as respostas "não sei" e "prefiro não dizer" à questão de educação financeira não são excluídas das amostras de investidores. A pergunta exata feita para avaliar quem recebeu educação financeira é: "Foi oferecido educação financeira por uma escola ou faculdade que você frequentou ou no local de trabalho onde estava empregado?"

Tabela 4a: Ativos e passivos entre grupos de investidores

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Investidor ativo no mercado financeiro ou poupança para aposentadoria	Ativo na poupança para aposentadoria	Investidores ativos no mercado financeiro	Investidores-trabalhadores	População investidora	População geral
Ativos						
Possui conta corrente ou poupança	99.22%	99.15%	99.55%	98.39%	98.98%	93.49%
Possui conta de aposentadoria	93.08%	100%	90.60%	100%	95.05%	61.82%
Possui casa própria	78.01%	80.24%	79.90%	64.96%	74.29%	59.42%

Passivos						
Tem dívida com o cartão de crédito*	46.09%	44.27%	44.08%	64.80%	51.11%	53.70%
Tem um empréstimo de automóvel	42.88%	43.67%	43.57%	50.29%	44.99%	35.65%
Tem um empréstimo estudantil	31.78%	31.13%	32.56%	37.28%	33.35%	31.46%
Possui casa própria hipoteca*	70.64%	71.96%	69.66%	77.23%	72.28%	68.13%

No. de observações	6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640
--------------------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. A variável "possui conta de aposentadoria" refere-se a planos patrocinados pelo empregador e a contas de aposentadoria privadas. Variáveis com um asterisco indicam que as estatísticas dependem de ter o ativo relacionado. O número total de observações refere-se às estatísticas das variáveis sem asterisco. Para manter as amostras de investidores consistentes nas várias análises deste artigo, as respostas "não sei" e "prefiro não dizer" às questões de ativos e passivos não são excluídas das amostras de investidores.

Tabela 4b: Gerenciamento de finanças pessoais entre grupos de investidores

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Investidor ativo no mercado financeiro ou poupança para aposentadoria	Ativo na poupança para aposentadoria	Investidores ativos no mercado financeiro	Investidores-trabalhadores	População investidora	População geral
Gestão de conta corrente						
Às vezes entra no cheque especial*	19.94%	19.65%	21.79%	24.87%	21.34%	22.30%
Gestão do cartão de crédito						
Fez apenas o pagamento mínimo*	27.87%	26.29%	27.18%	46.28%	32.80%	38.10%
Pagou multa por atraso no pagamento*	14.16%	14.57%	14.54%	17.07%	14.94%	16.43%
Pagou taxa por exceder o limite*	9.88%	11.20%	10.98%	7.51%	9.24%	9.39%
Por taxa por adiantamentos em dinheiro*	12.85%	12.80%	13.70%	12.03%	12.63%	12.55%
Demonstrou pelo menos um comportamento caro*	35.96%	34.07%	35.47%	51.16%	40.03%	44.73%
Gestão da poupança para aposentadoria						
Pegou empréstimo*	15.11%	16.06%	17.34%	11.24%	13.92%	13.92%
Fez uma retirada de emergência*	12.43%	13.63%	14.71%	6.19%	10.52%	10.52%
Fez alguma forma de	18.08%	18.97%	20.04%	14.38%	16.94%	16.94%

retirada*

**Uso de serviços
financeiros
alternativos**

Utilizou pelo
menos uma forma
de serviços
financeiros
alternativos

24.22%	23.49%	26.02%	26.20%	24.78%	29.31%
--------	--------	--------	--------	--------	--------

No. de
observações

6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640
-------	-------	-------	-------	-------	--------

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. Todas as variáveis relacionadas à gestão de finanças pessoais referem-se ao ano passado, exceto o uso de serviços financeiros alternativos, referentes aos últimos 5 anos. Os serviços financeiros alternativos incluem empréstimos para automóveis, empréstimos consignados, penhoras e aluguel para aquisição. As variáveis relacionadas à poupança para aposentadoria referem-se a planos patrocinados pelo empregador e contas de aposentadoria privadas. Variáveis com um asterisco indicam que as estatísticas dependem de ter o ativo relacionado. O número total de observações refere-se às estatísticas das variáveis sem asterisco. Para manter as amostras de investidores consistentes nas várias análises deste artigo, as respostas "não sei" e "prefiro não dizer" às questões usadas para construir as variáveis na tabela não são excluídas das amostras de investidores.

Anexo:**Tabela A1:** Comparação das populações em geral, incluindo respostas "não sei" (DNK), com a população geral, excluindo respostas DNK.

Variáveis (média ponderada)	(1)	(2)
	População Geral incl. DNK	População Geral excl. DNK
Três Grandes corretos	0.3054	0.3280
Diversificação de risco	0.4416	0.4669
Precificação de ativos/títulos	0.2571	0.2748
Juros compostos	0.3293	0.3416
Hipoteca	0.7512	0.7674
Inflação	0.5631	0.5825
Gênero		
Masculino	0.4929	0.5072
Feminino	0.5071	0.4928
Etnia		
Branco	0.6304	0.6341
Preto	0.1197	0.1216
Hispano	0.1690	0.1661
Asiático	0.0569	0.0552
Outros	0.0239	0.0230
Idade		
25-34 anos	0.2996	0.2915
35-49 anos	0.3990	0.3973
50-60 anos	0.3014	0.3111
Renda		
Abaixo de US\$ 25.000	0.2090	0.2185
US\$ 25.000 a US\$ 49.000	0.2517	0.2447
US\$ 50.000-US\$ 99.000	0.3508	0.3415
Acima de US\$ 100.000	0.1885	0.1953
Escolaridade		
Ensino Médio ou menos	0.2670	0.2628
Superior incompleto	0.4257	0.4265
Superior ou Pós-Graduação	0.3074	0.3107
Estado Civil		
Casado	0.5657	0.5515
Solteiro, Não casado	0.3028	0.3109
Divorciado ou Separado	0.1161	0.1213
Viúvo	0.0155	0.0163
Emprego		
Empregado (tempo integral, parcial)	0.6315	0.6379
Trabalhador autônomo	0.0832	0.0863
Desempregado	0.0764	0.0787
Não está na força de trabalho	0.2089	0.1971
Observações	16,793	14,640

Fonte: Estudo Nacional de Capacidade Financeira de 2015.

Observação: Amostra restrita a indivíduos não aposentados com idade entre 25 e 60 anos; todas as estimativas são ponderadas. A medida de alfabetização financeira das Três Grandes é uma variável dummy com valor 1 se o respondente respondeu corretamente às perguntas sobre juros, inflação e diversificação de riscos. Os colchetes informam a renda anual das famílias de todas as fontes, como salários, gorjetas, receita de investimento, assistência pública e planos de previdência.

Anexo de dados.

O Estudo Nacional de Capacidade Financeira (NFCS) é a primeira e única pesquisa que fornece informações detalhadas sobre alfabetização financeira e capacidade financeira nos EUA. A pesquisa, apoiada pela FINRA Financial Education Foundation, começou em 2009 e é feita a cada três anos. Uma das autoras deste artigo (Lusardi) é orientadora acadêmica da pesquisa desde o início e participa do desenho do questionário do NFCS -- em particular as partes relativas à medição da alfabetização financeira e da gestão das finanças pessoais. A pesquisa é representativa da população dos EUA e os

dados, desde 2012, são coletados apenas online. Uma das características importantes dos dados é o grande número de observações, mais de 27.000, que permitem estudar não apenas a população total, mas também subgrupos específicos, como aqueles que investem em previdência e outras contas. Para construir nossa amostra, utilizamos dados da última onda da pesquisa, 2015. Restringimos a amostra a respondentes não aposentados na faixa etária de 25 a 60 anos para evitar respondentes que ainda estão na escola ou aqueles muito próximos da aposentadoria. Distinguimos entre diferentes tipos de investidores com base nas perguntas listadas abaixo:

C1) Você ou seu [cônjuge/companheiro] tem planos de se aposentar por meio de um empregador atual ou anterior, como um plano de previdência, um Thrift Savings Plan (TSP) ou um plano 401(k)?

[Sim; Não; Não sei; Prefiro não dizer]

C3) Algum desses planos de previdência é do tipo em que você ou seu [cônjuge/companheiro] escolhe como o dinheiro é investido?

[Sim, Não, Não sei, Prefiro não dizer]

C4) Você ou seu [cônjuge/companheiro] possui outras contas de aposentadoria, que NÃO sejam por meio de um empregador, como IRA, Keogh, SEP, myRA ou qualquer outro tipo de conta de aposentadoria que você mesmo tenha criado?

[Sim, Não, Não sei, Prefiro não dizer]

B14) Não incluindo contas de aposentadoria, sua família possui investimentos em ações, títulos, fundos mútuos ou outros valores mobiliários?

[Sim, Não, Não sei, Prefiro não dizer]

As respostas para C4 são usadas para identificar participantes que criaram suas próprias contas de aposentadoria (investidores ativos em poupança para aposentadoria). A resposta para B14 é usada para identificar participantes que possuem investimentos privados além das contas de aposentadoria (investidores ativos no mercado financeiro). Utilizamos as respostas para as duas primeiras perguntas (C1 e C3) e também para C4 e B14 para determinar os investidores-trabalhadores, ou seja, eles são os que possuem um plano de previdência por meio do empregador, onde escolhem como o dinheiro é investido, mas não possuem outras contas de aposentadoria ou outros investimentos financeiros em ações, títulos, fundos mútuos e outros valores mobiliários (investidores-trabalhadores).

Para construir essas definições de investidores, excluimos as respostas "não sei" e "prefiro não dizer" às perguntas C3, C4 e B14, ¹³⁹ caso contrário, uma classificação clara não seria possível. Em alguns casos, isso tem o efeito de eliminar um número considerável de observações, principalmente quando se observam as respostas a C3 (7% da população total em idade ativa). Isso se deve principalmente à frequência de respostas "não sei". Pode ser considerado uma evidência adicional da falta de conhecimento e informação das pessoas, principalmente quando se trata de contas de aposentadoria. No total, registramos 2.153 observações. Na Tabela A1, relatamos os dados demográficos e os níveis médios de alfabetização financeira da população em geral, incluindo e excluindo as respostas "não sei". No geral, não encontramos muitas evidências de seletividade quando focamos na amostra sem as respostas "não sei".

¹³⁹ Não excluimos as respostas "não sei" e "prefiro não dizer" da pergunta C1 porque a pergunta C3, que usamos na definição de investidores-trabalhadores, apenas se aplica aos respondentes que responderam "sim" à pergunta

Relatamos abaixo a lista de questões sobre alfabetização financeira disponíveis no NFCS de 2015. As Três Grandes questões sobre alfabetização financeira referem-se a M6, M7 e M10.

M6) Suponha que você tenha US\$ 100 em uma conta poupança e a taxa de juros seja de 2% ao ano. Após 5 anos, quanto você acha que teria na conta se deixasse o dinheiro render? [Mais de US\$ 102; Exatamente US\$ 102; Menos de US\$ 102; Não sei; Prefiro não dizer]

M7) Imagine que a taxa de juros da sua conta poupança fosse de 1% ao ano e a inflação fosse de 2% ao ano. Após 1 ano, quanto você poderia comprar com o dinheiro dessa conta? [Mais do que hoje; Exatamente o mesmo; Menos do que hoje; Não sei; Prefiro não dizer]

M8) Se as taxas de juros subirem, o que normalmente acontecerá com os preços dos títulos? [Eles subirão; Eles cairão; Eles permanecerão no mesmo patamar; Não há relação entre os preços dos títulos e a taxa de juros; Não sei; Prefiro não dizer]

M31) Suponha que você deva US\$ 1.000 em um empréstimo e a taxa de juros cobrada é de 20% ao ano, capitalizada anualmente. Se você não pagou nada, a essa taxa de juros, quantos anos levaria para o valor que você deve se duplicar? [Menos de 2 anos; Pelo menos 2 anos, mas menos de 5 anos; Pelo menos 5 anos, mas menos de 10 anos; Pelo menos 10 anos; Não sei; Prefiro não dizer]

M9) Uma hipoteca de 15 anos normalmente exige pagamentos mensais mais altos do que uma hipoteca de 30 anos, mas o total de juros pagos ao longo do tempo do empréstimo será menor. [Verdadeiro; Falso; Não sei; Prefiro não dizer]

M10) A compra de ações de uma única empresa geralmente proporciona um retorno mais seguro do que um fundo mútuo de ações. [Verdadeiro; Falso; Não sei; Prefiro não dizer]