



Nº 1, agosto 2008

# PONTO DE VISTA

A análise de conjuntura do NEIC



## BNDES e Fundos de Pensão – inserção externa das empresas brasileiras e graus de coordenação<sup>1</sup>

PONTO DE VISTA, N° 1, agosto 2008  
ISSN 1983-733X

Carlos Henrique Vieira Santana<sup>2</sup>

### RESUMO

A proposta de ora se apresenta busca explorar em que medida as instituições de crédito e investimento estatais compõem um dos legados institucionais que podem se tornar objetos de uma nova tradução para uma política de desenvolvimento, contrariando o diagnóstico hegemônico acerca do papel autóctone das forças de mercado nessa dinâmica recente de expansão econômica no Brasil, como vêem sugerindo os arautos do livre mercado. Ou seja, com o realinhamento do BNDES como banco de fomento a partir de 2003, especialmente em razão do lançamento de uma política industrial (PITCE), e a disposição dos fundos de pensão em atuar ativamente na reestruturação acionária de setores estratégicos da indústria e infra-estrutura, é possível explorar os limites do diagnóstico apoiados na centralidade da coordenação pelo mercado e buscar enfatizar o papel desses dois órgãos como instrumentos de complementaridade institucional capazes de proporcionar os graus de liberdade de uma agenda de desenvolvimento.

---

<sup>1</sup> Versões anteriores do presente artigo já foram apresentadas no Encontro do Fórum IUPERJ/DCPUFG/UFPE realizado na UFMG - Belo Horizonte nos dias 6 e 7 de novembro de 2007, e no 6º Encontro da ABCP realizado entre 29 de julho e 1º de agosto de 2008, na UNICAMP, Campinas. Nessas oportunidades, o trabalho muito se beneficiou das críticas e sugestões a que foi submetido.

<sup>2</sup> Doutorando em Ciência Política do Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro -IUPERJ e pesquisador do Núcleo de Estudos do Empresariado, Instituições e Capitalismo NEIC.

## INTRODUÇÃO

Predomina no debate público brasileiro a noção de que a nova fase de expansão econômica brasileira se deve a fatores externos favoráveis que não dependem das decisões tomadas no âmbito das instituições domésticas. Para isso, é corrente uma série de afirmações que procura conferir à dinâmica de expansão do comércio mundial um papel mono causal para o crescimento exponencial das exportações brasileiras, seja em razão do crescimento da demanda, seja em razão do aumento de preço das *commodities*.

Ao mesmo tempo, é corrente o argumento em defesa do surgimento de um novo capitalismo financeiro. Com ele, o diagnóstico é de que o cenário institucional de duas décadas atrás, onde havia elites empresariais nacionais independentes uma das outras, o controle gerencial estável sobre as empresas e o relacionamento de longo prazo com instituições financeiras, teria chegado ao fim. O contexto atual seria de triunfo dos negociadores de ativos sobre os produtores de longo prazo, onde estaria emergindo novos atores, a exemplo dos fundos de *hedge* e de investimento em participações (Wolf 2007).

Nesse contexto, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os Fundos de Pensão tiveram um papel no processo de privatização entre 1997-1998 que muito contribuiu para consolidação desse diagnóstico. O BNDES ficou alijado de suas funções de banco de fomento, passando a cumprir o papel de banco de investimento e principal fonte de crédito para consórcios nacionais e estrangeiros voltados à privatização. Já os fundos de pensão foram submetidos a um cerco cognitivo denotado pela idéia de ‘colapso’ do sistema previdenciário, tendo que converter a lógica de investimento regida pelo princípio de repartição - em consonância com políticas de desenvolvimento - para preceitos de capitalização na composição de consórcios de privatização no período (Grun 2005).

Apesar dessa trajetória e do diagnóstico acima destacado, há fortes indicações de que o papel do BNDES e dos fundos de pensão de bancos públicos e de empresas estatais tem sido crucial para estabilização de variáveis macroeconômicas que afetam o mercado de trabalho e setores importantes da indústria brasileira, garantindo-lhes capacidade de inovação e inserção competitiva no comércio mundial, e um espaço de intermediação de

interesses que permite a consolidação de uma agenda capaz de abrir espaço para a formação de novas coalizões produtivas (BNDES 2006).

Importa destacar, para os limites desse artigo, que essas instituições de crédito e investimento estatais compõem um dos legados institucionais que podem se tornar objetos de uma nova tradução da política de desenvolvimento e que contrariam o diagnóstico hegemônico acerca do papel autóctone das forças de mercado nessa dinâmica recente de expansão econômica no Brasil, como vêm sugerindo os arautos do livre mercado. Ou seja, com o realinhamento do BNDES como banco de fomento a partir de 2003, especialmente em razão do lançamento de uma política industrial (PITCE), e a disposição dos fundos de pensão em atuar ativamente na reestruturação acionária de setores estratégicos da indústria e infra-estrutura, é possível explorar os limites do diagnóstico inicial e o papel desses dois órgãos como instrumentos de complementaridade institucional (Deeg 2007; Hall e Gingerich 2004) capazes de proporcionar os graus de liberdade de uma agenda de desenvolvimento.

Associando essas estimativas favoráveis com pesquisas anteriores (Santana 2006) que apontaram um papel relevante das instituições bancárias públicas brasileiras na promoção de uma política industrial (PITCE), é importante explorar em que medida uma política de crédito específica tem contribuído para que essa nova inserção internacional pudesse responder, a contento, a um novo cenário externo favorável e de forma competitiva. É dessa perspectiva que será possível questionar o viés corrente de que é a dinâmica do comércio externo e do próprio mercado de capitais que explica exclusivamente o desempenho desse conjunto de setores econômicos e, dessa forma, ressaltar a influência dos legados institucionais e das capacidades estatais nessa mudança de trajetória (Evans, Rueschemeyer e Skocpol 1985; Evans 1995; Chibber 2002; Lange e Rueschemeyer 2005).

Nesse aspecto, interessa avaliar também de que forma as empresas brasileiras, ao acessarem os mercados de capitais, têm se inserido nos padrões de governança corporativa. Segundo a literatura (Gourevitch e Shinn 2005), a governança corporativa representa uma estrutura de poder dentro da firma que determina quem e como se aloca o capital, refletindo escolhas de políticas públicas. Tal perspectiva se insere na literatura das variedades de capitalismo (Hall e Soskice 2001) e está preocupada em avaliar as complementaridades institucionais das variadas modalidades de estrutura acionária em relação aos padrões de inserção

comercial internacional, de inovação tecnológica e aperfeiçoamento da mão de obra, modelos de conflito distributivo etc. Desse modo, essa literatura tem estabelecido tipos analíticos que ressaltam, de um lado, padrões difusos de distribuição acionária (*shareholder*) e, de outro, padrões concentrados de distribuição acionária (*blockholder*), que estão associados, cada um, a padrões distintos de inovação tecnológica, conflito distributivo, inserção externa etc.

A partir desse modelo geral é que Gourevitch e Shinn (2005) buscam desmistificar qualquer expectativa de convergência de modalidades de governança corporativa, ressaltando ainda que as leis e regulação que as constituem são resultado de processos políticos conformados por ampla barganha política entre atores chave, canalizada por instituições que agregam ou refratam as preferências dos grupos de interesse. É essa modalidade de análise que deve servir de modelo causal para explicar um maior grau de coordenação associado ao padrão concentrado de distribuição acionária (*blockholding*) ou um maior grau de proteção ao acionista minoritário associado ao padrão de disperso de distribuição acionária (*shareholding*).

Ao salientar o papel desempenhado pelos chamados fundos de pensão, pretende-se sugerir que mesmo com o crescimento acentuado do lançamento de ações no mercado de capitais (a exemplo dos IPOs), o papel preponderante de alguns fundos de pensão complementares fechados, ligados a bancos públicos federais e empresas estatais, tem implicado na posição relevante de um modelo de coalizão de classes que não resulta necessariamente numa trajetória convergente em relação ao modelo de governança corporativa com padrão disperso de concentração acionária, como sugere os prognósticos anglo-americanos (Wolf 2007). Segundo a hipótese de Gourevitch e Shinn (2005), proprietários, administradores e trabalhadores desenvolvem preferências distintas para o regime de governança corporativa e, na medida em que formatam coalizões diversas, podem desdobrar perfis de governança variados. As indicações dos autores sugerem que uma aliança explícita ou implícita entre proprietários e administradores tende a bloquear demandas dos trabalhadores em relação ao salário e segurança do emprego; já uma coligação entre trabalhadores e administradores tenderia a implicar o atendimento de demandas por emprego e salário estáveis e o aumento dos *custos de agência*; e, por fim, a articulação entre proprietários e trabalhadores indica uma inclinação para contenção dos gastos com a administração, além de proteção dos investimentos, das pensões e do emprego, conformando aquilo que Gourevitch e Shinn chamaram de *transparency coalition*.

No padrão brasileiro, que combina uma estrutura acionária ainda concentrada, de tipo *blockholder* (Coutinho e Rabelo 2003), com a preponderância de atores chave – fundos de pensão federais e bancos públicos - nas alavancagens das empresas nos mercados de capitais, é possível trabalhar com a hipótese de que o padrão de governança que se delineia no Brasil está mais próximo do modelo de coalizão que tenha os trabalhadores como um dos eixos da coalizão, onde os graus de coordenação, mais do que as regras de proteção ao acionista minoritário do modelo *shareholder*, cumprem um papel preponderante na forma de inserção internacional e inovação tecnológica. Embora, como será visto, os fundos de pensão venham se esforçando na difusão de regras da proteção do acionista minoritário como estratégia de governança corporativa, o peso de instituições públicas de crédito e investimento para o conjunto da economia (Previ e o BNDES são os casos mais conspícuos) lhes confere uma capacidade de coordenação que garante ao Estado no Brasil um papel fundamental na estruturação de interações estratégicas entre os atores na economia.

## **BNDES**

Um mapeamento feito pelo BNDES sobre investimentos futuros apontou que um conjunto de segmentos da indústria de transformação e infra-estrutura reserva investimentos para o período entre 2007 e 2010 que representam quase o dobro do que foi investido entre 2002 e 2005 (BNDES 2007). Essa nova perspectiva no Brasil se distingue dos demais países na América Latina, na medida em que o legado institucional dos bancos públicos brasileiros e sua presença no total de ativos bancários do país mantiveram-se significativos mesmo após o período de privatizações, o que tem garantido vantagens comparativas institucionais para retomada de uma agenda de desenvolvimento (Stallings e Studart 2006). Para avaliar o papel de uma política de crédito nesse processo e a relevância dos bancos públicos nessa nova dinâmica, é preciso salientar que, após um período de forte contração do crédito em função das políticas de estabilização inflacionária, o Brasil está vivendo um novo ciclo de expansão do crédito desde 2003, retomando recentemente os níveis de 1995. Ao saltar de um volume de crédito total de 23% em 2003 e alcançar 36% do PIB em 2008, em razão de políticas de crédito direcionado - como aquelas voltadas para

agricultura, habitação, consignado e à política industrial; ao adotar uma política de valorização do salário mínimo - que dobrou o seu valor nominal entre 2002 e 2008 e produziu um aumento real de 58% entre 1998 e 2007; e ao reduzir a taxa de desemprego de 20,8% em 2003 para 15,5% em 2007 (tabela 2) a atual coalizão governamental ampliou a margem de manobra para a política macroeconômica, na medida em que o mercado interno passou a ser o principal responsável pelo dinamismo econômico, refletido nos dados do consumo das famílias, investimento das empresas (FBCF) e importações (tabela 1). Somando-se a isso o fato das reservas internacionais terem quintuplicado entre 2001 e 2007 (tabela 3), garantiu-se um maior grau de liberdade doméstica num cenário de restrição externa, motivado tanto pela valorização cambial e quanto pela crise financeira bancária internacional.

(Tabela 1)  
Variação real anual dos componentes da demanda  
% a.a.

	FBCF*	Consumo das Famílias	Consumo da Adm. Pública	Exportações	Importações
1998	-0,34	-0,61	3,22	4,91	-0,06
1999	-8,2	0,34	1,69	5,71	-15,09
2000	5,03	3,93	-0,15	12,86	10,8
2001	0,44	0,67	2,74	10,05	1,51
2002	-5,23	1,82	4,75	7,42	-11,82
2003	-4,59	-0,65	1,15	10,4	-1,62
2004	9,12	3,81	4,09	15,29	13,3
2005	3,63	4,52	2,3	9,33	8,47
2006	9,96	4,64	2,84	4,66	18,34
2007	13,44	6,52	3,07	6,61	20,65

Fonte: IBGE

\* Formação Bruta do Capital Fixo

(Tabela 2)  
 Dívida total líquida do setor público (% PIB),  
 Volume de crédito total (% PIB), Taxa de  
 desemprego total nas regiões metropolitanas (%)  
 e Salário mínimo real (R\$ de abril de 2008)  
 deflacionado pelo INPC

	Dívida Pública	Crédito	Desemprego	Salário Mínimo real
1998	35,4	27,4	18,7	246,2
1999	45,5	26,3	20,2	248,4
2000	45,5	25,6	18,7	256,9
2001	47,7	25,7	18,8	280,3
2002	51,3	24	19,5	287,4
2003	51,2	22,9	20,8	289,4
2004	48,8	23,6	19,6	300,2
2005	46,6	26,3	17,9	321,1
2006	45,5	29,3	16,8	366,3
2007	43,8	32,4	15,5	388,4

Fonte: Dieese, Banco Central e IPEA

(Tabela 3)  
 Saldo Comercial, Investimento Estrangeiro Direto  
 (IED) e Reservas Internacionais - US\$ milhões

	Saldo da balança comercial	IED	Reservas Internacionais
1998	-6.574,50	28.855,61	44.556,44
1999	-1.198,87	28.578,43	36.342,00
2000	-697,748	32.779,24	33.011,00
2001	2.650,47	22.457,35	35.866,00
2002	13.121,30	16.590,20	37.823,00
2003	24.793,92	10.143,52	49.296,00
2004	33.640,54	18.145,88	52.935,00
2005	44.702,88	15.066,29	53.799,00
2006	46.456,63	18.822,21	85.839,00
2007	40.028,20	34.584,90	180.334,00

Fonte: Banco Central

A despeito desse contexto, há um conjunto de argumentos hegemônicos lastreados pela comunidade epistêmica ortodoxa sugerindo que: 1) o mercado de capitais está sobrepondo a função do crédito bancário para investimentos das empresas, na medida em que operações de crédito com debêntures vêm crescendo de forma exponencial; 2) o crescimento das exportações brasileiras deve-se ao aumento da demanda e do preço



internacional das *commodities*; 3) e que essa nova inserção internacional estaria baseada numa espécie de especialização regressiva ou desindustrialização, onde as vendas para o mercado externo estariam concentradas nos setores intensivos em recursos naturais, enquanto ao mesmo tempo estaria havendo substituição da produção doméstica por importações, justificada em grande medida pela valorização cambial.

Considerando que as emissões de debêntures representaram 58% das operações no mercado primário de capitais no período entre 1998 e 2007, e como esse segmento foi o que também apresentou as maiores taxas de crescimento do período recente, é salutar avaliar qual o perfil desse desempenho em relação aos prognósticos da suposta nova centralidade dos mercados de capitais no financiamento das empresas. A média anual de emissão de debêntures<sup>3</sup> entre 2005-2007 alcançou R\$ 52,5 bilhões, ou seis vezes mais do que a média entre 2002-2004, portanto ainda menos do que a média anual de R\$ 54,4 bilhões desembolsada pelo BNDES entre 2005-2007 (tabela 4)<sup>4</sup>. Não é, portanto, adequado sugerir que o mercado de capitais estaria sobrepondo o crédito bancário na intermediação do financiamento do investimento das empresas nacionais, num sentido convergente ao sistema financeiro anglo-saxão. Tal perspectiva não é adequada, pois há um conjunto de critérios dessa modalidade de crédito que não se ajustam ao perfil de crédito de longo prazo para investimento.

Dados mais recentes mostram que o recente boom das operações com debêntures são concentradas pelas empresas de *leasing*, que absorvem aproximadamente 70% do mercado. Ao mesmo tempo, os recursos captados por debêntures estão voltados basicamente, nos últimos quatro anos, para reforço de capital de giro e alongamento da dívida, sob condições de garantia e indexador de taxa de juros desfavoráveis para investimentos de longo prazo, tanto na indústria como na infra-estrutura. Além disso, as emissões de debêntures estão altamente concentradas em poucas empresas de grande porte, haja vista que nos últimos seis anos 40% das debêntures, em média, foram feitas pelas três maiores empresas emissoras.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Segundo a Andima (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro), debêntures são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos.

<sup>4</sup> <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>  
<http://www.bndes.gov.br/empresa/download/RelatAdm1206.pdf>

<sup>5</sup> Sant'Anna, André A. Crescimento de debêntures financia capital de giro, in *Visão do Desenvolvimento*, RJ: BNDES, 2006; \_\_\_\_\_. Debêntures batem recorde, mas emissões são concentradas, *Visão do Desenvolvimento*, 24 abril 2007

(Tabela 4)  
Emissões Primárias Registradas  
R\$ milhões (fev. de 2008)

	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	FIDC*
1998	4.112	9.657	12.903	-
1999	2.749	6.676	8.044	-
2000	1.410	8.748	7.590	-
2001	1.353	15.162	5.266	-
2002	1.050	14.635	3.875	200
2003	230	5.282	2.127	1.807
2004	4.469	9.614	2.241	5.230
2005	4.364	41.538	2.631	8.579
2006	14.223	69.464	5.279	12.777
2007	33.135	46.533	9.726	9.961

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

\* Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Quanto ao segundo viés hegemônico, pesquisas<sup>6</sup> vêm mostrando que a dinâmica brasileira de exportações está quase duas vezes acima do ritmo mundial. Dessa forma, a dinâmica internacional explica apenas metade do ganho brasileiro em volume de exportações, enquanto o restante pode ser debitado como ganhos de participação da indústria brasileira no comércio mundial e, portanto, resultado de uma dinâmica interna decorrente, possivelmente, de modalidades de coordenação estratégica ancoradas por incentivos institucionais que permitiram ganhos de produtividade. Por outro lado, como será possível observar pela tabela 5, o padrão de inserção comercial internacional dos setores industriais por intensidade tecnológica segue ritmo de crescimento bastante equilibrado, sendo que todos os segmentos cresceram num ritmo semelhante, no acumulado entre o intervalo de 1998-2002 e 2003- 2007: (I) – 47%, (II) – 149%, (III) – 139%, (IV) – 96% e (V) – 154%. A exceção nessa dinâmica foi o segmento de alta intensidade tecnológica, enquanto observa-se um maior ganho de volume em área de média-alta, média-baixa tecnologia e não-industrializados.

<sup>6</sup> Fernando Puga, Por que crescem as exportações brasileiras, *Visão do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, BNDES, 2006

(Tabela 5)  
 Exportação e Importação Brasileira dos Setores Industriais por Intensidade Tecnológica US\$ milhões FOB

	Alta tecnologia (I)		Média-alta tecnologia (II)		Média-baixa tecnologia (III)		Baixa tecnologia (IV)		Produtos não industriais (Y)	
	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.
1998	3.240	12.078	12.977	25.347	8.846	7.496	16.154	6.717	9.923	6.126
1999	4.126	11.782	10.874	20.856	8.511	6.599	15.775	4.604	8.724	5.460
2000	6.838	14.180	12.751	21.446	10.227	8.793	16.152	4.716	9.118	6.714
2001	6.982	13.824	12.317	23.036	9.985	8.260	18.464	4.099	10.474	6.383
2002	5.935	10.460	5.935	19.870	10.650	6.671	19.132	3.651	11.709	6.590
2003	5.135	10.431	16.694	19.987	13.394	6.800	23.281	3.319	14.580	7.789
2004	6.610	14.158	22.295	24.743	18.847	8.665	29.384	4.060	19.339	11.210
2005	8.757	17.134	28.912	28.418	22.741	10.484	33.606	4.744	24.292	12.819
2006	9.364	21.203	32.403	33.311	27.252	14.339	38.300	6.216	30.150	16.281
2007	10.241	25.284	36.519	46.645	31.599	19.649	43.549	8.372	38.741	20.671

Fonte: SECEX/MDIC

Classificação extraída de: OECD, Directorate for Science, Technology and Industry, STAN Indicators, 2003

Assim sendo, o diagnóstico de que a indústria brasileira estaria atravessando uma fase de desindustrialização ainda é muito incipiente, pois o volume de importações, apesar de ter se intensificado muito no último ano, ainda é pequeno em termos absolutos e tem sido mais intenso em setores que também aproveitam um maior crescimento no coeficiente de exportação, particularmente os de média-alta tecnologia. Esse movimento sugere então que setores da indústria têm investido no aperfeiçoamento da produtividade por meio da importação de bens de capital voltados para substituição de importações, sendo, portanto, qualificável como um caso de complementaridade.

Desse modo, oposto ao que é normalmente difundido: a elevação dos fluxos comerciais mundiais é inferior ao ritmo brasileiro de exportações; o preço das *commodities* só influencia parcela pequena do crescimento do fluxo brasileiro; o papel crescente do mercado de capitais está restrito ao capital de giro e não atende às necessidades de investimento de longo prazo, portanto não substitui o crédito bancário; e é insipiente falar em especialização regressiva ou desindustrialização, na medida em que a alta dos coeficientes de exportação atingiu todos os setores, especialmente os de maior valor agregado. Isso implica que a dependência da trajetória das instituições domésticas pode ter um papel significativo para explicar essa atual dinâmica de aumento dos investimentos, contrariando a visão corrente de que o mercado é a principal, senão a única causa relevante.

Um dos principais legados institucionais do Brasil para compreensão dessa nova fase de expansão econômica, portanto, são os bancos públicos federais, entre os quais se destaca o BNDES. Além de ser o principal financiador de longo prazo de investimento na indústria, infra-estrutura e das exportações de bens e serviços, o BNDES cumpre um papel estratégico que é a estabilização da oferta de crédito diante das variações cíclicas decorrentes de crises financeiras internacionais, proporcionando que o ajustamento da economia a essas crises tenha um custo menor com relação às taxas de investimento e crescimento.

O BNDES responde por 20% de todo o crédito dos bancos brasileiros ao setor privado, o que representa uma carteira de crédito 63% maior que a do Banco do Brasil, e 106% maior que a do Bradesco, respectivamente o segundo e o terceiro maiores detentores de carteira de crédito do país. O banco vem mantendo seu desembolso num ritmo crescente, sendo que entre 1999-2002 praticamente dobrou o volume de desembolsos, repetindo o mesmo desempenho entre 2003-2007 (tabela 6). Ao mesmo tempo, o BNDES é o maior banco brasileiro voltado para empréstimos de longo prazo, cujo tempo médio de amortização é de 96 meses, enquanto os demais bancos atuam com prazo de nove meses. O perfil dos seus financiamentos no mercado doméstico volta-se basicamente para reestruturação ou ampliação da capacidade produtiva – com ênfase na indústria de transformação e na infra-estrutura (comércio e serviços) - ao mesmo tempo em que a crescente participação no financiamento das exportações tem beneficiado especialmente o setor de bens de capital e serviços, em consonância com a política industrial PITCE.

Tabela 6 - Desembolso Anual do Sistema BNDES – R\$ milhões

	Agropecuária	Extrativa	Comércio e Serviços	Transformação	Total
1998	1.348,60	282,2	10.161,10	7.199,00	18.990,90
1999	1.286,60	258,5	8.370,20	8.136,20	18.051,50
2000	1.908,00	120,9	10.749,70	10.267,30	23.045,80
2001	2.762,00	396,3	9.321,40	12.736,90	25.216,50
2002	4.508,90	250,3	15.503,00	17.157,00	37.419,30
2003	4.595,00	157,3	12.861,40	15.919,80	33.533,60
2004	6.930,20	242,6	17.134,80	15.526,20	39.833,90
2005	4.058,80	337,7	19.551,10	23.032,60	46.980,20
2006	3.422,60	1.457,90	20.774,50	25.663,00	51.318,00
2007	4.997,80	1.050,50	33.448,00	25.395,40	64.891,80

Fonte: BNDES

Assim sendo, o BNDES merece um estudo mais detalhado sobre seu papel como uma alavanca institucional de apoio à internacionalização competitiva no financiamento setor de máquinas e equipamentos e bens de capital em geral, sem o qual estes segmentos não teriam como competir diante das demais empresas estrangeiras do setor, que tradicionalmente contam com apoio de agências públicas de crédito em seus países, quando não de subsídios diretos, com taxas e prazos bem favoráveis.

### **Fundos de Pensão**

Ao lado do BNDES, os chamados fundos de pensão ligados aos bancos públicos e empresas estatais brasileiras vêm cumprindo um papel central na reestruturação produtiva no Brasil desde as privatizações até o presente momento. Eles se distinguem no mercado financeiro na medida em que tem como horizonte o longo prazo, adequados a políticas virtuosas de desenvolvimento econômico e social, cujo funcionamento tem tratamento fiscal privilegiado por parte do Estado. Deve-se ressaltar ainda que estes fundos de pensão no Brasil possuem uma presença relevante nos conselhos administrativos de todo setor industrial nacional internacionalizado, nas quais têm participação acionária.

Distinto de outros contextos, o papel dos fundos de pensão no Brasil está inserido numa lógica onde o acesso ao mercado de capitais ainda é muito limitado quando se trata de investimentos de longo prazo. Ao mesmo tempo, outras pesquisas têm demonstrado que o sistema financeiro brasileiro ainda é mais próximo daquele encontrado na Europa continental, ou seja, um modelo centrado num imbricamento de longo prazo entre bancos públicos nacionais e empresas, que oferece sustentação ao modelo de inserção competitiva (Mettenheim 2005; Stallings e Studart 2006). Dessa forma, mais uma vez, a globalização não aponta para convergência de modelos de financiamento, como sugere seus entusiastas. Mesmo reconhecendo que o volume de recursos financeiros centrado em transações cresceu exponencialmente nos últimos 25 anos, tal processo ainda é fortemente concentrado em algumas regiões do mundo, ou seja, continuam associados a ativos constrangidos por sistemas de regulação e inovação nacionais, onde o Estado mantém um papel destacado (Stiglitz 2003; Chang 2003; Zysman 1996).

No contexto do mercado de capitais, os fundos de pensão são atores centrais. Até 2007, os fundos de pensão brasileiros possuíam ativos da ordem de R\$ 413 bilhões, ou cerca de 17% do PIB. Se os valores dos ativos são expressivos, o crescimento do investimento tem sido ainda mais extraordinário, alcançando aproximadamente 300% entre os vinte maiores fundos de 2001 a 2007. Se em 2002, todo o sistema de previdência complementar fechada acumulava um déficit de R\$ 20 bilhões, entre 2003 e 2007 essa situação se converteu num superávit de R\$ 43,5 bilhões. O que interessa destacar para o propósito desse projeto é que, desse conjunto, três fundos ligados a bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica) e a uma estatal (Petrobrás) controlavam sozinhos 42,2% dos ativos totais dos fundos de pensão, sendo que só a Previ, o maior investidor institucional da América Latina, encerrou 2007 com um patrimônio de R\$ 140 bilhões.

Esse grupo dominante de fundos de pensão federais lastreia a poupança de segmentos importantes de trabalhadores da classe média, cuja base sindical é a mais organizada e mobilizada entre os trabalhadores e constitui um dos sustentáculos do partido líder da atual coalizão governamental.<sup>7</sup> Do mesmo modo que eles tiveram um papel estratégico nas operações de financiamento das privatizações dos anos 90, especialmente no setor de telecomunicações, agora seus principais quadros administrativos são compostos de ex-dirigentes sindicais com orientação bem diversa sobre o papel dos fundos.

É publicamente notório o litígio judicial que a Previ moveu contra o banco Opportunity para assumir o controle administrativo da Brasil Telecom (BrT). Um fato que denota a mudança de orientação da política ocorreu em 2003, quando o BNDES adquiriu um bloco de ações da Investvale, evitando que uma empresa japonesa elevasse sua participação acionária na Vale do Rio Doce, o que a tornaria uma empresa binacional. A Vale é controlada pela *holding* Valepar que tem 60% do capital votante sob controle da Previ, Petros e BNDESPar. Mais recentemente, após assumir o controle administrativo da BrT, a Previ coordenou-se estrategicamente com o governo e o BNDES para viabilizar a fusão da BrT com Oi/Telemar e constituir um terceiro conglomerado de telecomunicações de capital nacional, garantindo - através da *golden share*<sup>8</sup> - uma coordenação estratégica capaz de alavancar grupos privados nacionais a uma posição para competir, interna e externamente, com outros grupos estrangeiros do setor.

---

<sup>7</sup> Sites da Petros, Previ e Funcef

<sup>8</sup> Quantidade de ações que permanecem como propriedade do Governo, que lhe permitem votar matérias de interesse estratégico. Nesses casos, têm poder de veto, independentemente da quantidade de ações em seu poder.

Em resumo, é necessário explorar em que medida estes braços estatais ou para-estatais de crédito e investimentos têm sido instrumentos de complementaridade institucional em relação ao modelo de governança corporativa e de regime produtivo, capazes de proporcionar retornos crescentes e posicionar setores industriais em melhores condições de inserção competitiva internacional, a partir de modalidades de coordenação que acentuam a interação estratégica entre os diversos atores (Deeg 2007; Hall e Gingerich 2004; Soskice 1999). Nesse sentido, recentes declarações de formuladores chave de política de Estado têm apontado para necessidade de se retomar o papel do capitalista como um grande empreendedor, no sentido schumpeteriano,<sup>9</sup> o que acentua a necessidade de uma leitura mais atenta sobre o papel de instituições como BNDES e fundos de pensão na mediação dessa interação estratégica.

Um levantamento preliminar com dados extraídos da participação acionária dos três principais fundos de pensão em diversos segmentos da indústria brasileira permite afirmar que seus investimentos estão centrados prioritariamente nos setores de infra-estrutura energética e de transporte, telecomunicações, mineração, papel e celulose, bens de capital, siderurgia, aviação civil e petroquímica, todos segmentos com elevada internacionalização e coincidentes com os aportes de recursos do BNDES.<sup>10</sup> A Previ, Petros e Funcef têm contribuído decisivamente para o investimento de longo prazo das principais empresas em cada um desses setores, o que também implica uma atuação nas diretrizes administrativas dessas empresas onde os fundos têm assento. Nesse particular, os fundos de pensão das estatais e o próprio BNDES vêm buscando estabelecer critérios para investimento e crédito, a exemplo da adoção de práticas ambientais, incentivos à inovação tecnológica, criação e preservação de empregos, e regras de governança corporativa – a exemplo do estímulo à adoção de padrões internacionais de divulgação de resultados (*proxy statement*) e o índice de sustentabilidade da Bovespa.

Interessa acentuar que esse movimento dos fundos de pensão em direção a uma maior capitalização, associado a uma tendência mundial de participação dos fundos na administração das empresas, pode implicar num movimento de maior coordenação da

---

<sup>9</sup> Claudia Safatle e Cristiano Romero, “Governo quer companhias fortes e globais, diz Dilma”; “Governo é contra reestatizar setores da economia, diz Dilma”, *Valor Econômico*, 24/09/2007

<sup>10</sup> Sites da Petros, Previ e Funcef

atuação empresarial associada a uma agenda de administração da poupança de um setor significativo da classe média, ou seja, os funcionários públicos, em torno do qual o Estado tem possibilidade de constituir uma diretriz.

É relevante destacar que os administradores dos fundos de pensão, ainda durante o governo Fernando Henrique Cardoso, buscaram mitigar os efeitos do uso temerário da sua poupança nos consórcios de privatização do período, incluindo na nova lei das sociedades anônimas, aprovada em 2001, cláusulas de proteção dos direitos de acionistas minoritários, para cuja formulação a base partidária do Partido dos Trabalhadores, ligada ao sindicato dos bancários, cumpriu um papel importante. Essa trajetória parecia sugerir a consolidação de da coordenação pelo mercado a partir de um modelo de coalizão do tipo *transparency coalition* (Gourevitch e Shinn 2005), onde os trabalhadores (leia-se trabalhadores de empresas e bancos estatais) assumiriam uma posição interessada no mercado acionário por meio de uma posição preponderante de seus fundos de pensão.

Em países como Estados Unidos, França, Alemanha e Itália os fundos de pensão associados a bases sindicais dos partidos de centro esquerda cumpriram um papel estratégico de estímulo à dispersão dos ativos acionários estatais, ampliando a coordenação pelo mercado através de regras de proteção do acionista minoritário, o que contribuiu para maior capitalização dos fundos (Cioffi e Höpner 2006). No caso brasileiro a maior capitalização dos fundos de pensão proeminentes parece não decorrer de uma política de desmembramento dos *blockholders* – tendo em vista a mudança de diretriz em relação às privatizações -, mas sim do fortalecimento de padrões de coordenação estratégica, onde os ativos de empresas e bancos estatais, e fundos de pensão a eles ligados, cumprem um papel de veto crucial. Para Grun (2003), fundos de pensão dos bancos públicos e estatais reuniriam condições para serem pensados como uma interface entre segmentos da indústria e de trabalhadores com recursos capazes de constituir o “nós centrais da rede”. No contexto do plano de aceleração do crescimento (PAC) muito se tem sugerido quanto a possibilidade de integrar tais fundos como fontes financiadoras de investimentos em infraestrutura. Por outro lado, pouco se conhece sobre esse instrumento de financiamento, sua importância e capilaridade no sistema financeiro e sua relação com grupos econômicos industriais.



## CONCLUSÃO

Considerando, portanto, aspectos relacionados aos chamados graus de coordenação, Gourevitch e Shinn (2005) salientam que se trata de regras que estruturam mercados mais amplamente, incluindo leis do trabalho, leis anti-trust, determinações de preço, sistemas de inovação, padrões de conflito distributivo etc. No entanto, os próprios autores ressaltam que pouca atenção tem sido conferida à forma como o Estado estrutura a relação entre os atores numa economia de mercado a partir do papel da governança corporativa. O presente artigo indica aspectos para avaliar como as instituições de crédito e de investimento agregam as preferências dos atores no mercado, contribuindo para estabelecer novos padrões de inserção comercial internacional e de inovação tecnológica. Nesse aspecto foi possível observar que aqueles segmentos que mais se internacionalizaram competitivamente correspondem àqueles mesmos que obtiveram suporte de crédito ao longo do tempo (Tabela 6), o que também ratifica outras pesquisas que associam internacionalização com inovação (Arbix 2007).

A despeito do padrão de governança corporativa que vem se delineando no Brasil a partir do acesso de novas empresas ao mercado de capitais, foi possível também salientarmos que isso não tem resultado necessariamente na convergência em direção ao um modelo de dispersão acionária – no curto e médio prazo. A partir desse contexto é possível trabalhar com a hipótese que isso se deve ao papel preponderante do BNDES e dos fundos de pensão federais como instituições que atuam no âmbito do mercado de capitais garantindo um grau de coordenação político para agenda de desenvolvimento.

O artigo procura também avaliar como uma nova aliança entre trabalhadores e administradores/proprietários, associado aos incentivos mobilizados pelas instituições políticas de crédito e investimento, está colaborando para um modelo particular de governança corporativa, onde prevalece uma crescente participação das empresas no mercado de capitais sem que isso implique numa mudança de um padrão de concentração em direção à dispersão acionária (*shareholder*), nem de graus de coordenação para uma agenda de proteção do acionista minoritário – tendo em vista inclusive o elevado grau de concentração de ativos em torno de três fundos de pensão.

Desse modo, por fim, uma outra importante dimensão que o artigo aponta é que a mudança da coalizão de governo a partir de 2003 e o emprego do BNDES e fundos de pensão como instrumentos de uma nova modalidade de investimento e inserção internacional tem sugerido que há espaço significativo para retomada de uma agenda de desenvolvimento. Descortinar os aspectos mais relevantes do grau de liberdade que essas instituições legaram e as chances de fertilizar novas coalizões produtivas constituem preocupações centrais para evitar uma leitura consternada em relação às capacidades de intervenção da política nas rotas da globalização econômica.

## BIBLIOGRAFIA

- Arbix, Glauco (2007) *Inovar ou inovar. A indústria brasileira entre o passado e o futuro*. São Paulo: Editora Papagaio
- Chang, Ha-Joon (2003) *Globalisation, economic development, and the role of the state*. London; New York: Zed Books
- Chibber, Vivek (2002) Bureaucratic Rationality and the Developmental State, *American Journal of Sociology*, 107, 4, 951–89
- Cioffi, John and Martin Höpner (2006) “The Political Paradox of Finance Capitalism: Interests, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform”, *Politics & Society*, Vol. 34, No. 4,
- Coutinho, Luciano e Flavio Rabelo (2003) Brazil: Keeping It in the family, *Corporate governance in development: the experience of Brazil, Chile, Índia e South Africa*, Charles P. Oman, Washington DC. OECD Development Center
- BNDES (2006) Visão do Desenvolvimento, Ernani T. Torres Filho e Fernando P. Puga (Orgs), Rio de Janeiro, BNDES
- BNDES. (2007) Perspectivas do investimento 2007/2010, Ernani T. Torres Filho e Fernando P. Puga (Orgs), Rio de Janeiro, BNDES
- Deeg, Richard (2007) Complementarity and institutional change in capitalist systems, *Journal of European Public Policy*, 14:4, 611 - 630
- Evans, Peter (1995) *Embedded autonomy: states and industrial transformation*. Princeton: Princeton University Press
- Evans, Peter, Dietrich Rueschemeyer e Theda Skocpol (Ed.) (1985) *Bringing the state back in*. Cambridge: Cambridge University Press
- Gourevitch, Peter e James Shinn (2005) *Political Power & Corporate control – the new global politics of corporate governance*, Princeton/Oxford: Princeton University Press
- Grun, Roberto (2005) O nó dos fundos de pensão, *Novos Estudos*, n. 73, Nov.
- Hall, Peter e Daniel Gingerich (2004) *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis*, Max Planck Institute for the Study of Societies Cologne: MPIfG Discussion Paper 04/5, acessado em <http://www-management.wharton.upenn.edu/guillen/Hall/Hall.MPIfGSpaper.pdf>
- Hall, Peter e David Soskice (eds) (2001) *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford/New York: Oxford University Press
- Lange, Matthew e Dietrich Rueschemeyer (Eds) (2005) *States and development: historical antecedents of stagnation and advance*. New York: Palgrave Macmillan
- MacKenzie, Donald (2005) Opening the black boxes of global finance, *Review of International Political Economy*, 12: 4, 555-576
- Mettenheim, Kurt, (2005) Commanding heights: para uma sociologia política dos bancos federais brasileiros, *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, vol. 20, nº. 58
- Rabelo, Flavio e Flavio Vasconcelos (2002) Corporate governance in Brazil, *Journal of Business Ethics*, 37(3)
- Santana, Carlos Henrique. (2005) *Política industrial do governo Lula – limites da mudança*, Rio de Janeiro, Dissertação de mestrado em Ciência Política - IUPERJ
- Soskice, David. (1999) “Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980’s and 1990’s”. Kitschelt, H., Lange, P., Marks, G. & Stephens, J. D. *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Stallings, Barbara e Rogério Studart (2006) *Finance for development: Latin America in comparative perspective*. Washington: Brookings Institution Press/CEPAL

- Stiglitz, Joseph. (2003) *Os Exuberantes Anos 90*, São Paulo: Cia das Letras
- Wolf, Martin. (2007) Unfettered finance is fast reshaping the global economy, *Financial Times*, June 18 (Também publicado no Valor Econômico [28 jun. 2007] como “Novo capitalismo financeiro provoca revolução global”)
- Zysman, John. (1996) The myth of a ‘global’ economy: enduring national foundations and emerging regional realities, *New Political Economy*, vol. 1, n°.2