

**FÓRUM IUPERJ / DCP-UFMG / UFPE**  
**07 e 08 de Novembro de 2007**  
**DCP-UFMG**

Mesa Redonda III: Economia e Políticas Públicas

**BNDES e Fundos de Pensão - inserção externa das empresas brasileiras e graus de coordenação**

**Carlos Henrique Santana**

**Introdução**

Tem predominado no debate de idéias econômicas que circula nos principais jornais e textos acadêmicos no Brasil a noção de que a nova fase de expansão econômica se deve a fatores externos favoráveis, que não dependem das decisões tomadas no âmbito das instituições domésticas. O consenso vigente admite um papel relevante para as decisões políticas macroeconômicas internas apenas no que se refere ao veio restritivo de um conjunto mais amplo de medidas. Ou seja, o Brasil estaria obtendo sucesso macroeconômico devido exclusivamente a manutenção da agenda ortodoxa de elevado superávit primário, altas taxas de juros, política de metas inflacionária severas, taxa de câmbio flutuante e em razão de um cenário externo favorável.

Para corroborar tais conjecturas, 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 crescimento do preço das *commodities*. Ao mesmo tempo, é corrente o argumento em defesa do surgimento de um novo capitalismo financeiro. Nesse novo capitalismo, 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. Esse novo contexto seria de triunfo dos negociadores de ativos sobre

os produtores de longo prazo, onde estaria emergindo novos atores, a exemplo dos fundos de *hedge*<sup>1</sup> e de investimento em participações (Wolf 2007).

Segundo recentes estudos, há fortes indicações de que o papel institucional do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (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 inserção competitiva no mercado mundial e um espaço de intermediação de interesses que permite a consolidação de uma agenda mais coordenada de desenvolvimento (BNDES 2006).

Associando essas estimativas favoráveis com pesquisas anteriores que revelaram um papel relevante das instituições bancárias públicas brasileiras, em particular o BNDES, na promoção de uma política industrial, tecnológica e de comércio exterior (Santana 2006), é importante explorar institucionalmente em que medida uma política de crédito específica e uma modalidade de alavancagem no mercado de capitais têm contribuído para que um conjunto de empresas internacionalizadas 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 exterior e do próprio mercado de capitais que explicam exclusivamente o desempenho desse conjunto de setores econômicos e da economia como um todo.

Nesse aspecto, interessa ao escopo desse texto 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 entre classes, etc. Desse modo, essa literatura tem estabelecido tipos analíticos que ressaltam, de um lado, padrões difusos de distribuição acionária (*shareholder*) e, de outro, padrões

---

<sup>1</sup> Fundos com a função de proteger o investidor contra uma oscilação indesejada de preços nos ativos. Por exemplo: proteger de uma alta excessiva do dólar.

concentrados de distribuição acionária (*blockholder*), modelos para o estudo da governança corporativa análogo às modalidades de economias de mercado liberal (LMEs) e de economias de mercado coordenada (CMEs). 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 na bolsa de valores de S. Paulo (Bovespa), o papel preponderante de alguns fundos de pensão complementar fechados, ligados a bancos públicos federais e estatais, no mercado de capitais tem implicado na posição relevante de um ator social (funcionários públicos) 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 na empresa; 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 trabalho.

No padrão brasileiro, que combina uma estrutura acionária ainda concentrada, de tipo *blockholder*<sup>2</sup>, com a preponderância de atores chave – fundos de pensão federais e

---

<sup>2</sup> 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.

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 entre proprietários e trabalhadores ou administradores e trabalhadores, 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 cumprindo um papel significativo na difusão da proteção do acionista minoritário como estratégia de governança corporativa, o peso de instituições públicas de crédito e investimento para o conjunto da economia 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**

Recente pesquisa feita pelo BNDES procurou reunir informações sobre nove setores da indústria, cinco da infra-estrutura, construção residencial e software, tendo como critério de seleção a importância de cada segmento para taxa de investimento na economia e a existência de informações atualizadas (BNDES 2007). Esse conjunto de setores respondeu por 63% da taxa de investimentos da indústria em 2005, o que representa 15% do total da formação bruta de capital fixo (FBCF). Tal levantamento justifica-se, pois um mapeamento de investimentos futuros feitos pelo BNDES descobriu que, desse conjunto de segmentos, a indústria reserva investimentos de R\$ 380 bilhões, a infra-estrutura de R\$ 198 bilhões e a construção residencial de R\$ 470 bilhões para o período entre 2007 e 2010, o que representa quase o dobro do que foi investido entre 2002 e 2005. Do total de investimentos da indústria estimados, espera-se que o setor extrativo como petróleo, gás e mineração responda por 62% deles, setores de insumos básicos como papel e celulose, petroquímica e siderurgia concentrem 20%, segmento de fármacos, eletrônica e automobilística – mais relacionado às prioridades da política industrial – deve investir 13%, enquanto o complexo sucroalcooleiro deve responder por 5,4% dos investimentos.

Embora a própria pesquisa afirme que a maior parte desses investimentos são autônomos em relação ao mercado interno, e que respondem a movimentos de expansão e

deslocamento da economia internacional, o estudo também ressalta que essa nova onda reflete a competitividade do Brasil e a capacidade de resposta das empresas brasileiras um cenário externo favorável.

Para avaliar os diversos aspectos que justificam uma visão da relevância do papel de uma política de crédito dos bancos públicos, 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 e que retomou os níveis de 1995, quando o plano Real estava se implantando. Nesse 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, representando 93% dos valores desembolsados pelo BNDES em 2005; 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.

Embora a média de emissão de debêntures<sup>3</sup> entre 2005-2006 tenha alcançado R\$ 57,5 bilhões, ou sete vezes maior do que a média entre 2003-2004, portanto maior do que os R\$ 51,3 bilhões desembolsados pelo BNDES em 2006<sup>4</sup>, não é 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-americano. 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

---

<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>

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 infraestrutura.<sup>5</sup> Tal quadro corrobora avaliações quanto a relevância institucional de um sistema financeiro centrado em bancos no caso brasileiro em contraposição a um sistema financeiro apoiado em mercado de capitais (Mettenheim 2005).

Quanto ao segundo viés, pesquisas vêm mostrando que as exportações mundiais entre 2000 e 2005 cresceram 60% no acumulado, enquanto as exportações brasileiras acumularam 114% no mesmo período. A dinâmica brasileira está, assim, quase duas vezes acima do ritmo mundial. Dessa forma, o ganho em volume de exportações entre 2000 e 2005 foi de US\$ 63 bilhões, dos quais a dinâmica internacional explica apenas 53%, enquanto o restante pode ser debitado como ganhos de participação da indústria brasileira no comércio mundial e, portanto, resultado de uma dinâmica interna. Por outro lado, diferente do argumento de que esse crescimento pode ser atribuído ao aumento dos preços das *commodities*, pesquisas sobre o quantum exportado demonstram que, desse volume de US\$ 63 bilhões a mais exportado, apenas US\$ 11 bilhões pode ser explicado exclusivamente pela alta de preços internacionais, enquanto o restante deve-se a um ganho de posições de um certo conjunto de setores da economia no mercado internacional.<sup>6</sup>

Na terceira perspectiva, é possível contestar uma visão mais rígida de que estaria havendo uma especialização regressiva ou desindustrialização, em função da concentração das exportações em setores voltados para recursos primários, *commodities*. Para isso, é possível inicialmente observar, entre o período de 2002 e 2005, que a alta dos coeficientes de exportação foi generalizada e bastante expressiva em setores manufaturados de maior valor agregado. Por outro lado, não estaria havendo uma desindustrialização, pois o volume de importações tem sido mais intenso em setores que também aproveitam um maior crescimento no coeficiente de exportação. Esse movimento sugere então que setores como material eletrônico, automóveis, máquinas e equipamentos e comunicações importam insumos para fabricação de bens de exportação, sendo, portanto, qualificável como um caso de complementaridade. Mesmo nos casos do setor de bens de capital, um dos eixos da

---

<sup>5</sup> Sant'Anna, André A. Crescimento de debêntures financia capital de giro, in *Visão do Desenvolvimento*, RJ: BNDES, 2006

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

política industrial, a concorrência com os importados não tem impedido que aqueles voltados para infra-estrutura tenham conseguido elevar suas exportações.

Esse caso de complementaridade, o papel das antecipações cambiais, e o crédito para exportação mobilizado pelo BNDES podem ajudar a compreender porque os efeitos da valorização do câmbio têm impactos setoriais distintos. Por meio de um cálculo de coeficiente de comércio exterior das firmas, uma pesquisa reuniu dados da indústria de transformação, que responde por 80% das exportações brasileiras em 2005 e concluiu que apenas 38% desse setor de transformação está sendo negativamente afetado pela valorização cambial, na medida em que a perda de faturamento com as vendas externas não é compensada com redução de custos na importação de insumos.<sup>7</sup> Por outro lado, como é possível observar pelos dados mais recentes da tabela abaixo, o fluxo comercial em todas as faixas de valor agregado é bastante positiva, o que sugere a necessidade de se observar essa nova dinâmica a partir de outras perspectivas que não apenas aquelas ligada aos estímulos de mercado.

**Valor das exportações e importações brasileiras por categoria de uso (US\$ milhões FOB)**

Período	Bens de Capital		Intermediários		B. de Consumo Durável		BC não durável	
	Exportação	Importação	Exportação	Importação	Exportação	Importação	Exportação	Importação
2002	7.309	8.667	35.723	27.665	3.479	1.245	10.749	3.449
2003	7.694	7.152	44.328	30.158	4.440	1.061	12.683	3.428
2004	12.555	7.688	57.040	39.876	5.724	1.305	16.263	3.946
2005	15.493	9.912	68.076	45.328	6.977	1.805	19.940	4.721
2006	16.360	12.388	79.423	54.255	7.248	3.300	22.269	6.087
Total	59.411	45.807	284.590	197.282	27.868	8.716	81.904	21.631

Fonte: Secex/Funcex (elaboração própria)

Como foi visto até aqui, uma série de explicações ancoradas basicamente em estímulos de mercado não têm conseguido compreender esse novo fluxo comercial externo. A elevação dos fluxos comerciais mundiais é inferior ao ritmo brasileiro; 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; vimos que ainda é insipiente falar em especialização regressiva ou desindustrialização, na

<sup>7</sup> Fernando Puga, Câmbio afeta exportadores de forma diferenciada, Visão do Desenvolvimento, RJ: BNDES, agosto 2006

medida em que a alta dos coeficientes de exportação atingiu todos os setores, especialmente os de maior valor agregado, como é possível observar na tabela acima; ao mesmo tempo, a importação tem tido uma característica de complementaridade, na medida em que têm sido mais intensas em setores que também aproveitam o ritmo crescente de exportações, o que também mitiga o peso do câmbio como variável determinante.

Um dos principais veios de análise institucional que pode contribuir para compreensão dessa nova fase de expansão econômica é o papel relevante do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (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 terceiro maior detentores de carteira de crédito do país. 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. As taxas de juros empregadas pelo banco, a TJLP são menores que as do sistema financeiro, o que garante internamente que o BNDES seja um dos principais meios de financiamento do investimento de longo prazo para aqueles setores que não têm possibilidade de acessar fontes de crédito internacional. O perfil dos seus financiamentos no mercado doméstico volta-se basicamente para reestruturação ou ampliação da capacidade produtiva, ao mesmo tempo em que a crescente participação no financiamento das exportações tem beneficiado especialmente o setor de bens de capital e serviços. Assim sendo, o BNDES funciona como instrumento fundamental de apoio à internacionalização competitiva no financiamento de máquinas e equipamentos (bens de capital), infra-estrutura, indústrias de base em geral, sem o qual teriam maior dificuldade para competir diante das demais empresas estrangeiras, que tradicionalmente contam com apoio de agências públicas de crédito à exportação, com taxas e prazos bem favoráveis.

**Desembolso anual do sistema Bndes - apoio à exportação (US\$ milhões)**

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
AGROPECUÁRIA	89	29	23	12	13
IND. EXTRATIVA	0,5	5,6	2,1	-	167
IND. TRANSFORMAÇÃO	3.725	3.781	3.568	5.492	5.754
Alimentos e Bebida	445	326	239	177	391
Máquinas e equipamentos	213	105	206	662	684
Material eletrônico e de Comunicação	68	18	42	94	219
Veículos automotor	162	778	791	1.619	1.981
Outros equip. Transporte	2.342	1.942	2.055	2.397	1.780
COMÉRCIO E SERVIÇOS	133	191	268	358	443
Total	3.946	4.006	3.861	5.862	6.376

Fonte: BNDES

Como é possível observar pela tabela acima, a indústria de transformação é a principal beneficiada dos créditos de apoio às exportações no período, com um crescimento de 54,5% entre 2002 e 2006. Ao lado disso, o crédito ao segmento de comércio e serviços, embora pequeno em termos absolutos, foi a que mais cresceu no período, refletindo a importância da exportação de serviços na agenda da política industrial e de integração regional. No entanto, entre os cinco setores da indústria de transformação que mais receberam crédito para exportação, os segmentos de automóveis, máquinas e equipamentos, materiais eletrônicos e de comunicação, apresentaram todos eles crescimento expressivo na dotação de crédito para exportação do BNDES. Sendo todos eles setores vinculados a áreas de inovação tecnológica, essa tendência se coaduna com uma agenda de internacionalização competitiva das empresas e ajuda a compreender como as variações macroeconômicas impactam de forma mediada e distinta em diversos segmentos da indústria, permitindo que, com apoio de crédito anticíclico do BNDES, uma parcela importante dessa indústria possa consolidar posições no comércio mundial.

**Desembolso anual do sistema BNDES (R\$ milhões)**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
AGROPECUÁRIA	1.286,6	1.908,0	2.762,0	4.508,9	4.595,0	6.930,2	4.058,8	3.422,6
IND. EXTRATIVA	258,5	120,9	396,3	250,3	157,3	242,6	337,7	1.457,9
IND. TRANSFORMAÇÃO	8.165,5	10.282,1	12.760,3	17.177,7	15.937,4	15.539,4	23.104,3	25.734,0
Veículos automotor	1.257,4	1.552,3	1.259,0	1.449,6	2.650,6	2.567,6	4.717,0	5.183,6
Transporte aéreo, terrestre e ferrovias	1.672,1	2.697,7	3.328,6	6.594,1	5.755,1	5.963,4	6.044,5	4.222,7
Alimentos e Bebida	1.495,9	1.213,5	2.069,4	2.327,7	1.981,5	1.888,4	2.898,0	3.730,1
Papel e Celulose	294,2	321,9	1.139,7	1.272,6	430,0	1.052,2	1.415,1	2.315,0
Metalurgia básica (siderurgia)	945,1	1.696,3	1.653,5	1.019,5	997,3	741,1	1.367,8	2.160,8
Máquinas e equipamentos	489,9	647,4	716,5	986,9	514,4	862,1	2.079,4	1.777,1

COMÉRCIO E SERVIÇOS	8.340,9	10.734,9	9.297,9	15.482,3	12.843,8	17.121,6	19.479,5	20.703,5
Infra-estrutura de Transporte terrestre	930,0	1.204,8	1.612,3	2.136,0	2.862,2	4.498,7	5.879,1	7.197,6
Eletricidade, gás, água quente	1.960,5	1.445,9	1.422,7	8.852,3	5.165,5	6.662,9	6.393,9	4.789,8
Telecomunicações	2.617,1	4.729,4	3.111,8	653,9	251,7	1.645,4	1.670,5	2.134,6
Construção	444,5	668,0	744,5	761,1	806,8	1.218,0	1.678,4	1.534,1
Total	18.051,5	23.045,8	25.216,5	37.419,3	33.533,6	39.833,9	46.980,2	51.318,0

Fonte: BNDES

Observando as estimativas de investimento da indústria, infra-estrutura e construção civil traçadas pelo BNDES para os próximos quatro anos é possível observar que tais segmentos coincidem não apenas com os segmentos que mais se internacionalizaram competitivamente, mas também com aqueles que mais receberam aportes de crédito do BNDES ao longo dos últimos oito anos. O banco vem mantendo seu desembolso num ritmo crescente, sendo que entre 1999-2002 praticamente dobrou o volume de empréstimos, enquanto entre 2003-2006 o crescimento foi de 53%. Na tabela acima, foram destacados cinco setores que mais receberam empréstimos na indústria de transformação e comércio e serviços. No primeiro período esse crescimento foi puxado basicamente pelos investimentos no agro negócio, papel e celulose, outros equipamentos de transporte (que abarca construção e manutenção de aviões, trens, embarcações, ônibus - portanto um setor articulado com infra-estrutura), máquinas e equipamentos, infra-estrutura na área de energia, telecomunicações (num contexto de estruturação do processo de privatização e de medidas emergenciais para conter o blecaute de energia). Na segunda fase (2003-2006), a agropecuária retrai seus empréstimos e deixa de ser um puxador do crescimento dos desembolsos do BNDES, cedendo espaço para a indústria extrativa, automobilística, alimentos e bebida, papel e celulose, siderurgia, máquinas e equipamentos, além dos setores de infra-estrutura como transporte terrestre, telecomunicações e construção, todos eles com crescimento de pelo menos 100% no volume de empréstimos no período.

Considerando a forte internacionalização de empresas dos setores de aviação civil e de transporte (ônibus), além da recente animação da construção naval (todos ligados a outros equip. de transporte), de siderúrgicas, papel e celulose, petróleo, mineração e gás (indústria extrativa), alimentos e bebidas e de bens de capital (máquinas e equipamento); da retomada de uma agenda para infra-estrutura, particularmente nas áreas de energia,

rodovias e construção civil, a constatação de que são exatamente esses os setores que mais vêm recebendo aportes de crédito do BNDES ao longo do tempo sinaliza a necessidade de se avaliar o papel do banco como um instrumento de estabilização das variáveis macroeconômicas cada vez mais independentes do alcance dos Estados nacionais, sem o qual tal conjunto de segmentos da indústria teria muito menos chances de ampliar sua participação competitiva no comércio mundial. Desse modo o BNDES pode ser destacado como um dos instrumentos chave de complementaridade institucional que consolida uma dependência da trajetória com maior grau de coordenação (Hall e Soskice 2001), capaz de oferecer condições de crédito para competição internacional que termina por proporcionar um amortecimento contra as variações no câmbio, por exemplo.

### **Fundos de Pensão**

Como já foi salientado anteriormente em relação ao mercado de debêntures, a lógica de acesso ao mercado de capitais em países como o Brasil 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 nacionais e empresas (Mettenheim 2005). Dessa forma, mais uma vez, a globalização não aponta para convergência de modelos de financiamento, que teria no esquema anglo-americano uma tendência inexorável. 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, continua associado a ativos estrangidos por sistemas de regulação e inovação nacionais (MacKenzie 2005; Chang 2003; Zysman 1996).

Uma das variáveis relevantes do mercado de capitais foi o surgimento de fundos privados de investimento e participações, que se caracterizam por uma visão de longo prazo, cujos recursos são investidos em ações ou bônus. Considerando o crescimento exponencial dos ativos de investimento desses fundos no mercado financeiro, um segmento amplo de empresas de grande porte passou a ser adquirido ou co-administrado por esses fundos. Ou seja, o mercado controlador de empresas, cujos fundos de

investimento são um contribuinte expressivo, ampliou fortemente o poder de seus controladores (acionistas) sobre o poder de administração das próprias empresas.

Os chamados fundos de pensão brasileiros ligados aos bancos públicos e estatais brasileiras se enquadram entre os fundos privados de investimento e participação, e vem cumprindo um papel central na reestruturação produtiva no Brasil desde as privatizações até os dias de hoje. Tais fundos se distinguem no mercado financeiro na medida em que eles buscam investimentos compatíveis com suas obrigações atuariais de longo prazo, adequados a políticas de desenvolvimento econômico e social, cujo funcionamento tem tratamento fiscal privilegiado por parte do governo federal.

É importante ressaltar que os fundos foram o pivô de um debate que se desenrolou em plena era das reformas neoliberais (segunda metade dos anos 90) e que configurou um espaço cognitivo em torno problema previdenciário, cuja comunidade de intérpretes hegemônica conseguiu traduzir por meio do preceito da capitalização, em substituição do princípio anterior de repartição. Numa conjuntura de guerras de palácio (Dezalay e Garth 2002), os quadros administrativos dos fundos de pensão apoiavam-se numa lógica de investimento com horizonte de longo prazo em consonância com políticas de desenvolvimento, enquanto o mercado – cujos atores chave podem ser identificados como os novos bancos de investimento – usavam a leitura da crise de sistema previdenciário como um cerco cognitivo que inviabilizou reconhecimento de alternativas e pressionou em torno da necessidade de competência técnica, ou seja, de conversão aos preceitos da capitalização. Tal opção foi configurada na participação dos fundos de pensão em consórcios de privatização durante o período FHC, associados a bancos de investimento cujos proprietários haviam sido próceres (*policy makers*) das políticas de estabilização inflacionária.

É relevante destacar que os administradores dos fundos de pensão, ainda durante o governo FHC, buscaram mitigar os efeitos do uso temerário da sua poupança nos consórcios de privatização, incluindo na nova lei das sociedades anônimas cláusulas de direitos de minoritários, para cuja formulação o então deputado, futuro ministro da previdência e atual presidente do PT, Ricardo Berzoini, cumpriu um papel importante. O que a literatura sugere é que houve uma aliança tática entre as lideranças sindicais que administraram os fundos de pensão e segmentos financeiros, em torno de uma política de

aproximar os fundos de pensão do modelo norte-americano, baseado no princípio de capitalização por meio da chamada governança corporativa (Grun 2005).

Interessa para os propósitos desse projeto acentuar que esse movimento dos fundos de pensão em direção a uma maior capitalização, associado a um movimento de tendência mundial de participação dos fundos na administração das empresas, pode implicar num movimento de maior coordenação da 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. 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 lançamento 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.

### **Mercados de Capitais e o papel dos fundos de pensão**

Como foi ressaltado no anteriormente o acesso ao mercado de capitais no Brasil como instrumento de alavancagem de capital para investimento das empresas ainda é muito recente e que encontra limitações no que se refere ao investimento fixo de longo prazo. No entanto, é notório o crescimento exponencial nas negociações de ativos na Bovespa e o aumento recente do número de empresas que têm procurado acessar essa modalidade através das chamadas Ofertas Públicas Iniciais (IPOs).<sup>8</sup> Através desses recursos especialmente as grandes empresas exportadoras têm conseguido administrar suas dívidas e acessar mercados internacionais. Tal processo, contudo, está imbricado, de um lado, pelas novas regras de governança corporativa estabelecidas pela Bovespa e, de outro, principalmente pela atuação dos fundos de pensão.

---

<sup>8</sup> Ver <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>

As novas regras de governança corporativa foram adotadas pela Bovespa a partir de 2000, e estabelecem segmentos especiais de governança que variam basicamente de acordo com os direitos societários dos acionistas minoritários e grau de transparência das empresas, por meio de um maior ou menor volume e qualidade de informações divulgadas. Em todos os segmentos de governança corporativa, o compromisso da empresa que adere é com a dispersão acionária (*shareholding*).

### Segmentos da governança corporativa da Bovespa

	<b>BOVESPA MAIS</b>	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>TRADICIONAL</b>
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

**Fonte: Bovespa**

O movimento recente de abertura de capital na Bovespa é crescente tanto em volume de negócio quanto em número de empresas. Em 2004 e 2005, apenas 16 empresas abriram capital alavancando R\$ 9,9 bilhões, em 2006 esses números subiram para 26

empresas negociando R\$ 15,4 bilhões. Em 2007, os números provisórios já contam com 52 empresas e uma captação de R\$ 35,5 bilhões. Desse conjunto total, 68 empresas aderiram ao segmento de governança chamado Novo Mercado.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado ocorre através da adesão a um conjunto de regras societárias mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras estão consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado<sup>9</sup> e ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e determinam a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem (ver tabela acima).

No contexto do mercado de capitais, os fundos de pensão são atores centrais. Até junho de 2007, eles possuíam ativos da ordem de R\$ 413 bilhões ou cerca de 17% do PIB. Como é possível notar pela tabela abaixo, os valores dos ativos são significativos, sendo que o crescimento do investimento entre os vinte maiores fundos entre 2001 e 2007 foi de aproximadamente 300%. O que interessa destacar para o propósito desse texto é que, desse conjunto, três fundos ligados a bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica) e a uma estatal (Petrobrás) controlam sozinhos 42,2% dos ativos totais dos fundos de pensão em 2007.

---

<sup>9</sup> Bovespa Brasil, “Regulamento de listagem do novo mercado”, S. Paulo, fev. 2006, acessado de <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>

## Setores e empresas em relação aos níveis de governança corporativa da Bovespa

Setores	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Papel e Celulose	Aracruz, Klabin S.A., Suzano, VOTORANTIM		Satipel
Siderurgia	Confab, Gerdau, Mangels INDUSTRIAL, USIMINAS		
Telecomunicações	Brasil Telecom,		Gvt HOLDING
Bancos	Bco Est. Rio Grande do Sul, Bco Industrial e Comercial, Bco Indusval, Bco ITAU HOLDING FINANCEIRA , BCO PINE S.A., BCO SOFISA, BRADESPAR S.A., PARANA BCO, UNIBANCO HOLDINGS S.A.	BCO ABC BRASIL	Bco do Brasil, BCO NOSSA CAIXA S.A
Infra-estrutura energia	ELETROBRAS, CESP, CEMIG, CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	ELET DE Santa CATARINA, Eletropaulo, Equatorial	CPFL, EDP, LIGHT, TRACTEBEL
Bebidas e Alimentos	Pão de Açúcar, Vigor, Sadia		Acucar Guarani, JBS, M.DIAS BRANCO, Marfrig, Minerva, Perdigão, Renar, Sao Martinho, SLC
Petróleo, gás, biocombustível e Petroquímica	BRASKEM S.A., UNIPAR.	SUZANO PETROQUIMICA	BRASIL ECODIESEL,
Infra-estrutura Transporte e Logística		ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A., GOL, TAM,	Cia CONCESSOES RODOVIARIAS, LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL, OHL BRASIL, TEGMA, TRIUNFO PART,
Transporte aéreo e terrestre	FRAS-LE, Iochpe Maxion, Randon	MARCOPOLO S.A.	Embraer,
Mineração e Metalurgia	VALE DO RIO DOCE, METALURGICA GERDAU S.A		MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
Máquinas e Equipamentos			INDS ROMI, Lupatech, Metalfrio, Weg
Têxtil e calçados	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA, Alpargatas		CIA Hering, Grendene, Renner, Springs Global,
Construção e engenharia			Abyara, Agra INCORP, Camargo Correa, CONSTRUTORA TENDA, CR2, EZ TEC, EVEN, ETERNIT, GAFISA, INPAR, JHSF PART, KLABINSEGALL, LPS BRASIL, MRV, PDG REALT, RODOBENS, TECNISA, TRISUL
Fármacos			PROFARMA, DROGASIL
Software			TOTVS, BEMATECH, DATASUL

Fonte: Bovespa

## Posição no ranking dos vinte maiores Fundos de Pensão

Agosto 2001	Entidade	Ativo de Investimento R\$ milhões	Abril 2007	Entidade	Tipo de Patrocínio	Ativo de Investimento R\$ milhões
1	PREVI	36.855,2	1º	PREVI	Federal	111.267,8
2	SISTEL	9.073,1	2º	PETROS	Federal	35.273,8
3	PETROS	8.259,7	3º	FUNCEF	Federal	27.752,5
4	FUNCEF	7.962,1	4º	FUNDACAO CESP	Privada	16.995,8
5	FUNDACAO CESP	5.258,1	5º	SISTEL	Privada	9.413,4
6	CENTRUS	3.751,2	6º	VALIA	Privada	8.835,9
7	ITAUBANCO	3.492,9	7º	CENTRUS	Federal	8.729,7
8	VALIA	3.435,7	8º	ITAUBANCO	Privada	8.295,6
9	FORLUZ	2.409	9º	BANESPREV	Privada	8.220,7
10	REAL GRANDEZA	1.907,3	10º	FORLUZ	Estadual	7.139,2
11	BANESPREV	1.788,7	11º	REAL GRANDEZA	Federal	6.357,7
12	FAPES	1.696,1	12º	FAPES	Federal	5.066,1
13	TELOS	1.529,8	13º	FUNDACAO COPEL	Estadual	4.594,3
14	FUNBEP	1.333,1	14º	CXUSIMINAS	Privada	4.190,5
15	AERUS	1.329,4	15º	POSTALIS	Federal	3.485,2
16	FUNDAÇÃO COPEL	1.302,2	16º	ELETROCEEE	Estadual	3.358,3
17	CCF	1.220	17º	HSBC	Privada	3.318,3
18	ELETROCEEE	1.164,6	18º	TELOS	Privada	3.303,7
19	ECONOMUS	1.103,1	19º	FACHESF	Federal	3.234,8
20	CAPEF	1.099,9	20º	REFER	Federal	2.931,5
	Total	95.971,3		Total		281.764,8

Fonte: Abrapp/Ministério da Previdência

## Empresas com participação acionária da Previ

Setores	Empresas	Número
Papel e Celulose	Votorantim, Aracruz, Suzano Bahia Sul, Klabin, Litel	5
Siderurgia	Tupy, Acesita, Usiminas, Belgo-Mineira, Gerdau, Gerdau Metal,	6
Telecomunicações	Tele Centro Oeste Celular, Tele Norte Celular, Tele Norte Leste, Telemar Norte Leste, Telemar, Telemig Celular, Telesp Celular, TIM, Telpart, Brasil Telecom, Embratel, La Fonte Telecom, Fiago, Newtel, Solpart, Techold, La Fonte	17
Bancos	Banco do Brasil, Banco Itaú	2
Infra-estrutura energia	Celesc, Celpe, Cemig, Ceran, Coelba, Cosern, CPFL Paulista, CPFL Energia, CPFL Geração, CPFL Piratininga, Neoenergia, Eletrobrás, Enercan, Termopernambuco, GTD (Escelsa), RGE	16
Bebidas e Alimentos	AmBev, Perdigão, Sadia, Seara	4
Petróleo e	Petrobrás, Ipiranga, Braskem, Suzano Petroquímica	4

Petroquímica		
Infra-estrutura Transporte e Logística	CLN, Ferrobán, Ferronorte, Ferrovia Novoeste, Santos Brasil, Linha Amarela, Ponta do Felix, América Latina Logística, Invepar, Inepar	10
Transporte aéreo e terrestre	Embraer, Marcopolo, Randon	3
Mineração e Metalurgia	Paranapanema, CVRD, Caraíba Metais, Eluma, Valepar,	5
Máquinas e Equipamentos	Kepler Weber, Weg	2
Têxtil	Cia Hering, Coteminas, Teka	3

Fonte: Previ

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 coalizão. 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 notória a briga judicial que a Previ moveu contra o banco Opportunity para assumir o controle administrativo da Brasil Telecom (BrT). Mais recentemente, após assumir o controle administrativo da BrT, a Previ vem sendo orientada pelo governo a articular uma fusão da BrT com Oi/Telemar para constituir um terceiro conglomerado de telecomunicações de capital nacional para competir com outros grupos estrangeiros do setor, como a Telefônica e Embratel/Telmex. Outro fato que denota uma orientação semelhante de 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. Em resumo, é necessário explorar em que medida estes braços estatais ou para-estatais de crédito e investimentos têm sido instrumentos de complementaridade institucional (Hall e Gingerich 2004) para posicionar setores empresariais em melhores condições de inserção competitiva internacional, a partir de modalidades de coordenação que acentuam a interação estratégica entre os diversos atores. 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>10</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. 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.

### **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, etc. No entanto, os próprios autores salientam 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. Como foi possível constatar, o propósito do presente texto foi 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, o que também ratifica outras pesquisas que associam internacionalização com inovação (Arbix 2007).

---

<sup>10</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

A despeito do padrão de governança corporativa que vem se delineando no Brasil a partir do acesso de novas empresas ao mercado de capitais, é possível salientar que isso não tem resultado necessariamente na convergência em direção ao um modelo de dispersão acionária – no curto e médio prazo. A hipótese aqui sugerida é 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. Nesse aspecto, lembrando o modelo causal de Gourevitch e Shinn (2005), é preciso avaliar como uma nova aliança entre trabalhadores e administradores/proprietários, associado aos incentivos mobilizados pelas instituições políticas de crédito e investimento, está colaborando para uma 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, nem de graus de coordenação para uma agenda de proteção do acionista minoritário.

## **Bibliografia**

- Arbix, Glauco (2007) *Inovar ou inovar. A indústria brasileira entre o passado e o futuro*. São Paulo: Editora Papagaio
- 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
- Chang, Ha-Joon (2003) *Globalisation, economic development, and the role of the state*. London; New York: Zed Books.
- Dezalay, Yves e Bryant Garth (2002) *The internationalization of palace wars: lawyers, economists, and the contest to transform Latin American states*. Chicago: University of Chicago 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.
- \_\_\_\_\_. (2003) Fundos de pensão no Brasil do final do século xx: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias, *MANA*, 9(2):7-38
- 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
- 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, n.º. 58

- Santana, Carlos Henrique. (2005) *Política industrial do governo Lula – limites da mudança*, Rio de Janeiro, Dissertação de mestrado em Ciência Política - IUPERJ
- 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.º.2