

# O papel dos fundos de pensão no financiamento do desenvolvimento econômico nos governos do PT

Mateus Ubirajara Silva Santana<sup>1</sup>

Paulo Sérgio Fracalanza<sup>2</sup>

Lício da Costa Raimundo<sup>3</sup>

## Resumo

Este artigo tem como principal objetivo analisar o papel dos fundos de pensão na estratégia de desenvolvimento econômico durante os governos Lula e Dilma (2003-2014), particularmente no que tange ao financiamento de atividades produtivas. Desde a candidatura de Lula em 2002, o Partido dos Trabalhadores (PT) e importante parte do movimento sindical – como a Central Única dos Trabalhadores (CUT) e a Força Sindical – defendem a necessidade de expansão dos fundos de pensão e sua instrumentalização para o financiamento de investimentos em infraestrutura em apoio à formação de grandes grupos econômicos nacionais. A justificativa inicial apoiava-se no argumento de que, enquanto recursos previdenciários dos trabalhadores, tais fundos deveriam direcionar seus investimentos a atividades ligadas à produção em detrimento de atividades de perfil rentista. Tendo em vista essa promessa, pretende-se neste artigo investigar se, de fato, houve esforço por parte dos governos petistas em canalizar os recursos desses fundos para investimentos de infraestrutura e outras atividades ligadas à indústria e à produção.

*Palavras-chave:* fundos de pensão, financiamento, desenvolvimento econômico, atividades produtivas

## Introdução

Os fundos de pensão, normalmente, são associados a seu papel no processo de financeirização das economias, particularmente nos países anglo-saxões. Pelo fato de terem ampliado sua participação nos diversos mercados de capitais a partir da década de 1980 e terem sido um dos principais atores econômicos beneficiários das políticas de liberalização e desregulamentação, parte significativa da bibliografia destaca seu papel na financeirização de empresas, por meio da pressão pela maximização do valor acionário (LAZONICK & O’SULLIVAN, 2000; LAZONICK, 2012; GUTTMAN, 2008); na ampliação da integração das famílias com os mercados financeiros (GELTER, 2013); e na instabilidade e fragilidade financeira (MINSKY, 1996; WRAY, 2011; PRATES; FARHI, 2015).

No entanto, é importante enfatizar que os fundos de pensão não são entidades abstratas, descolados de seu contexto socioeconômico. Ao contrário, são entidades com variados perfis e que

---

<sup>1</sup> Doutorando em Ciência Econômica no Instituto de Economia da UNICAMP.

<sup>2</sup> Professor doutor no Instituto de Economia da UNICAMP.

<sup>3</sup> Professor doutor da FACAMP.

guardam estreita relação com a economia, a sociedade e as instituições do país no qual estão presentes. Em sociedades do chamado modelo anglo-saxão (Estados Unidos, Inglaterra, Irlanda, Austrália e Países Baixos), é possível constatar a preferência dos fundos por investimentos em ações e outros ativos financeiros de maior risco negociados nas bolsas de valores mundiais<sup>4</sup>. Já em países como Alemanha, França e Japão e outros escandinavos, os investimentos dos fundos de pensão tendem a se concentrar em títulos da dívida pública (caracterizados pelo maior grau de segurança) e/ou em investimentos menos líquidos, ligados, inclusive à indústria e infraestrutura.

Essas diferenças na forma de alocação da riqueza dos fundos de pensão entre os diferentes países refletem formas de organizações econômicas e sociais também distintas. Assim, particularidades dos marcos regulatórios, características do sistema de financiamento e de previdência, inclinação político-ideológica dos governos e influência e participação sindical na gestão dos fundos de pensão jogam papel fundamental em suas decisões de investimentos.

Sendo assim, pretende-se, neste artigo, identificar o caráter e o papel dos fundos de pensão no Brasil, particularmente na estratégia de desenvolvimento econômico dos governos Lula e Dilma (2003-2014). Opondo-se, no plano discursivo, ao modelo anglo-saxão de fundos de pensão, no qual prevalece, via de regra, a opção pelos investimentos em ativos financeiros de curto prazo, no Brasil, organizações sindicais e o próprio PT (na figura de Lula e outras lideranças do partido) defendiam, no início dos anos 2000, a necessidade de redirecionar os recursos dessas entidades previdenciárias a atividades ligadas à indústria e à infraestrutura.

Dada a histórica debilidade do padrão de financiamento público brasileiro, a candidatura de Lula de 2002 apostava no potencial dos fundos de pensão para reconstruir uma estrutura de financiamento capaz de suportar os investimentos em indústria e infraestrutura, necessários para a retomada do crescimento econômico do país. Juntamente com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e outros bancos públicos (Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil), eles cumpririam o papel de fonte de financiamento ao desenvolvimento econômico do país via investimentos produtivos, permitindo a geração de emprego e renda.

Do ponto de vista político-ideológico, membros do PT e do movimento sindical – sobretudo a Central Única dos Trabalhadores (CUT) e a Força Sindical – defendiam a ampliação da atuação de representantes de sindicatos na gestão desses fundos. Para isso, eles se valiam da mobilização de argumentos legitimadores. A justificativa central repousava na ideia de que enquanto representantes da classe trabalhadora, os gestores de origem sindical poderiam redirecionar os investimentos dos fundos a atividades produtivas, capazes de gerar crescimento econômico e emprego, privilegiando assim os interesses dos trabalhadores.

---

<sup>4</sup> Não por acaso, os fundos de pensão desses países foram que sofreram as maiores perdas após a Crise do *subprime* de 2008 (SÓRIA, 2011: 67).

Nesse sentido, este artigo pretende investigar em que medida as promessas do programa do PT, representadas no programa de candidatura de Lula em 2002, de direcionar os recursos dos fundos de pensão a atividades ligadas à produção se cumpriram na prática. Para isso, pretende-se analisar a atuação dos fundos de pensão na economia brasileira, sobretudo aqueles de empresas públicas (Previ, Petros e Funcef) – sobre as quais o governo federal exerce influência. Assim, as relações dos fundos de pensão com o Estado e os sindicatos, bem como seu papel no sistema financeiro e previdenciário nacionais, serão cruciais para esta investigação.

### **Modelos de fundos de pensão: variedades de sistemas financeiros e de capitalismo**

É recorrente na bibliografia sobre o tema fundos de pensão, especialmente na literatura internacional, sua associação ao processo de financeirização. De fato, em países como Estados Unidos e Inglaterra, os fundos de pensão têm exercido papel crucial nessa direção, já que, desde a década de 1980, eles têm se mostrado uma força social determinante nos mercados financeiros globais e na moldagem da forma de organização e gestão da corporação capitalista no sentido da financeirização.

Minsky atribui grande centralidade aos investidores institucionais<sup>5</sup>, entre os quais os fundos de pensão, para a compreensão do novo sistema financeiro, sobretudo, o sistema financeiro norte-americano. Para o autor, a economia capitalista é uma estrutura financeira que compreende um conjunto de vários balanços que se encontram interligados por suas estruturas de ativos e passivos. Nesse sentido, a ascensão desses grandes e importantes administradores do dinheiro a partir do final da década de 1970 contribuiu para a conformação de uma nova forma estrutura de financiamento na economia norte-americana, moldada pela alocação de ativos e passivos desses atores. Assim, “o novo mundo dos fundos de pensão cedeu lugar a uma nova forma de intermediação financeira” e a uma nova etapa do capitalismo (MINSKY, 1992: 7-8).

Segundo o autor, além de se tornarem agentes com papel central nos mercados financeiros, mediante negociação de ativos e criação de novos produtos financeiros, esses investidores exercem influência na própria governança das corporações, impondo-lhes seus critérios de rentabilidade. Assim, eles passaram a ter importância fundamental tanto no financiamento de empresas, quanto na estrutura e dinâmica macroeconômica financeira (MINSKY, 1993).

Por concentrarem um grande volume de recursos, originário da poupança de trabalhadores, esses grandes fundos de pensão, juntamente com outros investidores institucionais, tornaram-se acionistas de diversos grupos econômicos em todo mundo, chegando a participar ativamente em seus Conselhos Administrativo e Fiscal e fazendo valer, dessa forma, seus interesses

---

<sup>5</sup> Investidores institucionais são entidades que acumulam reservas com a finalidade de realizar investimentos tanto de caráter financeiro (ações, títulos públicos, opções, *securities*, derivativos etc.) quanto de propriedade (imóveis). Expandindo-se a partir da década de 1980, ao longo do processo de mundialização financeira, os investidores institucionais incluem bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos mútuos e fundos soberanos, que, devido à grande soma de recursos acumulados, passaram a atuar nos mercados de capitais, tornando-se importantes e poderosos atores financeiros.

enquanto proprietários. A concentração de ações de grandes empresas nas mãos dessas entidades lhes garante o poder de reivindicar coletivamente prerrogativas que os acionistas dispersos não possuem, como exemplificam suas participações nas fusões e aquisições hostis dos anos 1980 e suas práticas de recompra de ações (*stock buybacks*) com alto grau de alavancagem.

Whalen (2012), partilha da visão minskyana de que os fundos de pensão, ao lado dos demais investidores institucionais, assumem papel central no financiamento, na dinâmica e na configuração do capitalismo contemporâneo. Enquanto gestores de dinheiro e acionistas de grandes empresas, os fundos de pensão tenderiam a pressionar os administradores das empresas a adotar medidas que favorecessem a rentabilidade de seus ativos. Assim, orientados pela busca da maximização do valor de seus papéis no curto prazo, eles acabam por modificar a própria forma de funcionamento das empresas e lhes impor a lógica financeira (CHESNAIS, 2010; PLIHON, 2005, SAUVIAT, 2002).

Nesse sentido, Lazonick e O'Sullivan (2000) argumentam que os fundos de pensão, ao lado dos demais investidores institucionais, tornaram-se os principais artífices das transformações da governança corporativa, na medida em que foram responsáveis por impor a lógica da maximização do valor ao acionista (*maximizing shareholder value*) à administração empresarial, estabelecendo como prioridade a valorização financeira de seus ativos. A crescente importância dos investidores institucionais e a consequente redução do papel dos investidores individuais ampliou a influência dos fundos de pensão sobre os valores de mercado das corporações.

Outros autores apontam que os fundos de pensão são os principais articuladores das transformações na governança corporativa, influenciando diretamente na financeirização das empresas, ao pressionar pela substituição da lógica de *reter e investir* (característica do modelo fordista, em que os investimentos da grande empresa estavam voltados à esfera da produção e, em extensa medida, financiados pelos lucros obtidos) para a estratégia de *diminuir e distribuir*. A partir de então, passou a prevalecer a lógica da valorização dos ativos financeiros e a distribuição de seus lucros, sob a forma de dividendos (e das recompras de ações), aos acionistas e à alta gerência<sup>6</sup> (LAZONICK & O'SULLIVAN, 2000).

Enquanto acionistas de grandes corporações, os fundos de pensão dos países centrais revelam-se capazes de influenciar diretamente as decisões de gestão das corporações no que concerne à forma e ao grau de endividamento, às políticas de investimento, às estratégias de deslocalização de plantas produtivas e de externalização de atividades produtivas (terceirizações), às técnicas de reestruturação e às práticas que orientam a gestão corporativa, com vistas à maior eficiência na alocação de seus recursos. Frequentemente, essas práticas implicam prejuízos aos trabalhadores, já

---

<sup>6</sup> Segundo os autores, as corporações estimularam novas formas de remuneração (associadas ao seu desempenho financeiro), como oferecimento de ações da própria empresa (*stock options*) e bonificações aos altos executivos, visando ao alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

que se traduzem em corte de custos com pessoal, achatamento de salários, demissões, utilização de mão de obra terceirizada e precarização das condições de trabalho em geral (FAVAREAU, 2016).

O fato desses fundos serem formados pela poupança previdenciária de trabalhadores e se consubstanciarem em grandes investidores institucionais que buscam valorizar seus ativos nos mercados financeiros globais representa por si só uma contradição, na medida em que, por meio de recursos dos trabalhadores, configura-se enquanto ator financeiro com capacidade de influir diretamente nos fluxos de capitais mundiais. Essa contradição é levada ao paroxismo na medida em que, na posição de acionistas de grandes corporações e estando presentes em seus Conselhos Administrativo e Fiscal, esses fundos impõem a lógica da financeirização e práticas associadas à reestruturação produtiva, que levam à precarização do próprio trabalho. Assim, os fundos constituídos por recursos dos trabalhadores e, por vezes, geridos por seus próprios representantes, passam a servir de elemento de força contra eles próprios, fragilizando as conquistas da classe trabalhadora.

Sidharta Sória (2011) enfatiza, porém, que os fundos de pensão devem ser apreendidos em seu contexto socioeconômico, dado que a forma como de alocação e gestão de sua riqueza depende de diversos fatores situados no âmbito das instituições político-jurídicas estatais e no sistema econômico-financeiro local. Esses elementos exercem um peso bastante significativo na conformação dos fundos de pensão enquanto agentes econômicos.

Nesse sentido, o autor reivindica a necessidade de estabelecer diferenças entre os países, destacando as variedades de capitalismo. Para tratar da relação entre fundos de pensão e seus respectivos contextos nacionais (nos níveis das instituições e da economia), Sória (2011) se vale dos clássicos estudos comparados de John Zysman (1983) sobre sistemas de financiamento e das reflexões de Peter Hall e David Soskice (2001) sobre as variedades de capitalismo.

Ao analisar as economias dos países desenvolvidos, Zysman (1983) argumenta que há três grandes modelos de sistemas financeiros nacionais. O primeiro deles, chamado de Sistemas de Mercados de Capitais (SMS), é predominante nos países anglo-saxões (Estados Unidos e Inglaterra) e se caracteriza pela importância dos mercados de capitais e pelo financiamento direto no processo de captação de recursos pelas firmas. Neste sistema, o financiamento se dá, principalmente, pela emissão de títulos de propriedade (ações) e/ou de dívida (debêntures), sendo o mercado de capital o principal financiador da atividade econômica.

Já no modelo de Sistema de Crédito Privado (SCP), característico de países como Alemanha, o financiamento do investimento das firmas está baseado em empréstimos de longo prazo, fornecidos por grandes bancos privados. Pelo fato da poupança financeira estar concentrada nas instituições bancárias, os mercados de capitais exerceriam menor papel na concessão de empréstimos.

Por fim, o modelo do Sistema de Crédito Governamental (SCG), característico de países como França e Japão, também tem no crédito bancário a principal fonte de financiamento do

investimento, porém nestes casos tratam-se, sobretudo, de bancos público-estatais. Essas instituições se organizam como bancos de desenvolvimento que atuam em diversos setores (indústria, construção civil, agricultura) como provedores de recursos de longo prazo.

Sória (2011: 71) conclui que, nos países onde se apresenta o modelo baseado no mercado de capitais (SMC), a atuação dos de pensão tende a ser facilitada em razão do adensamento dos mercados de títulos financeiros. Isso explicaria seu desenvolvimento pioneiro nos Estados Unidos e Inglaterra, sua importância em termos de volume de recursos nesses países e o tipo de investimentos em carteira realizados. A alta liquidez e dinamismo desses mercados de capitais permitem aos fundos de pensão maior liberdade e risco na aplicação de recursos.

Hall e Soskice (2001) contribuem para entender a relação entre fundos de pensão e o contexto nacional a partir de sua classificação de variedades de capitalismo, em países desenvolvidos. Assim, eles dividem os países em economias de mercado liberal (*liberal market economies*), que contemplam países anglo-saxões (notadamente Estados Unidos e Inglaterra); e economias de mercado coordenado (*coordinated market economies*), que reúnem países como Alemanha, Japão e países escandinavos.

Em economias de mercado coordenado e com sistemas financeiros do tipo *bank-based* prevaleceriam instituições que permitem arranjos cooperativos entre empresas e bancos, de modo que estes agem como financiadores dos investimentos de longo prazo das empresas. Por sua vez, no campo das relações de trabalho, têm importância as associações de trabalhadores (sindicatos relativamente fortes), que exercem poder de influência para além da negociação salarial.

Já em economias de mercado liberal, com sistemas financeiros do tipo *market-based*, quem se responsabiliza pela organização econômica é o próprio sistema concorrencial de preços, com pouco espaço para arranjos cooperativos. As relações inter-firmas caracterizam-se pela acirrada concorrência, o financiamento das empresas se dá fundamentalmente por meio do mercado de capitais, a participação sindical é baixa e as relações de trabalho são conflituosas, informais e atomizadas.

Os autores apontam que neste tipo de *economia de mercado liberal* predominam sistemas previdenciários privados, com forte participação dos fundos de pensão, ao passo que em *economias de mercado coordenado* tendem a prevalecer regimes de previdência pública, organizado sob o sistema de repartição simples.

Torna-se claro, portanto, que a forma de atuação do Estado na economia, o tipo de sistema financeiro, a organização da estrutura de previdência e as configurações das relações entre sindicatos e empresas assumem importância fundamental na conformação dos fundos de pensão e na forma como eles se relacionam com a economia. Nesse sentido, este tipo de leitura que adotaremos diverge

daquelas que pretendem representá-los como entidades homogênea que se comportam da mesma forma em economias distintas.

Feitas essas observações, convém, a seguir, analisar o caso específico brasileiro, levando em consideração esse conjunto de variáveis que contribuem para explicar os fundos de pensão no Brasil, particularmente nos governos Lula e Dilma (2003-2014).

### **Fundos de pensão enquanto fonte de financiamento ao desenvolvimento**

Historicamente, a estrutura de *funding* de longo prazo no Brasil apresenta uma grande fragilidade, em razão, sobretudo, da ausência de mecanismos autônomos de financiamento privado. Em decorrência disso, as atividades produtivas no país foram financiadas, desde o processo de industrialização (1930-1970), basicamente por quatro formas: por meio de recursos próprios das empresas (oriundos de seus lucros retidos), através do crédito de curto e médio prazo ofertado pelos bancos privados, por meio de linhas de crédito do exterior e, sobretudo, através de créditos oficiais direcionados pelo BNDES.

Parte dessa debilidade do padrão de financiamento se explica pela ausência do desenvolvimento de um denso e líquido mercado de capitais, dado que os agentes atuantes no processo de industrialização brasileira prescindiram dessa instituição para assegurar seus investimentos. Durante a fase industrializante, a política protecionista colocou o capital nacional à sombra de qualquer pressão concorrencial que estimulasse um movimento de centralização e obtenção de maiores escalas de operação. Ao mesmo tempo, o Estado assumiu os investimentos de maiores riscos, buscando suportes financeiros próprios, enquanto as empresas estrangeiras limitavam-se à busca pelo financiamento externo, aprofundando a dependência da economia brasileira aos recursos externos (HERMANN, 2003).

Nos anos 1980, com o encarecimento e a retração das linhas de créditos no exterior, provocados pela política do choque de juros de 1979, os capitais nacionais passaram a adotar uma estratégia voltada fundamentalmente à lógica da valorização financeira, por meio de aplicações em ativos financeiros atrelados às variações de preços da economia e à taxa básica de juros (LOPREATO, 2008). O quadro de hiperinflação e o alto patamar da Selic permitiram a ampliação dos lucros financeiros do empresariado nacional, sem que houvesse, porém, contrapartida na realização de investimentos produtivos.

No final dos anos 1990, em decorrência do flagrante desgaste das políticas neoliberais e do baixo dinamismo econômico, teóricos do pensamento desenvolvimentista apontavam a necessidade da criação de um novo padrão de financiamento de longo prazo no país capaz de viabilizar a retomada do crescimento econômico mediante a ampliação do investimento. Em função do recolhimento do capital estrangeiro, em um período marcado pela extrema instabilidade financeira,

e da relativa perda da capacidade do Estado em financiar novos investimentos, a solução deveria ser buscada em outras fontes, como aquelas proporcionadas pelos fundos de pensão.

Lício Raimundo (2002) argumenta nessa direção ao pontuar que o Estado brasileiro, ao longo dos anos 1990, deixou de ser o agente capaz de concentrar, sozinho, os recursos necessários para responder às necessidades de investimentos em infraestrutura. A transformação de seu papel de agente planejador e investidor para a condição de Estado mínimo – reduzido basicamente à função de leiloeiro do espaço econômico com vistas à atração, valorização e acumulação dos capitais privados – significou não só a perda da capacidade do investimento público, mas também a desarticulação do sistema de financiamento construído ao longo do período do pós-Guerra, no qual a participação estatal tinha importância fundamental.

Diante do quadro de fragilidade financeira que se impunha, combinado a um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido, os fundos de pensão passaram a ganhar atenção como possibilidade de *funding*, com capacidade de contribuir para a formação de uma estrutura interna de financiamento de longo prazo destinada aos investimentos produtivos. Sua atuação passou a ser cada vez mais defendida entre os desenvolvimentistas, principalmente em função de seu papel potencial de financiamento de infraestrutura e de fortalecimento dos grandes grupos nacionais.

Esse discurso convergia também com o programa de governo do PT de 2002 de utilizar os fundos de pensão enquanto fonte de financiamento de longo prazo ao desenvolvimento econômico do país, conforme pode ser visto no trecho a seguir.

Quanto ao terceiro pilar do atual sistema previdenciário brasileiro, a previdência complementar, que pode ser exercida por fundos de pensão patrocinados por empresas ou instituídos por sindicatos (conforme a Lei Complementar 109), voltada para aqueles trabalhadores que querem renda adicional além da garantida pelos regimes básicos, deve ser entendida também como poderoso instrumento de fortalecimento do mercado interno futuro e fonte de poupança de longo prazo para o desenvolvimento do país. É necessário crescimento e fortalecimento dessa instituição por meio de mecanismos de incentivo (COMISSÃO DE PROGRAMA DE GOVERNO, 2002, § 57).

Ao lado de bancos públicos de fomento, como o BNDES, defendia-se que os grandes fundos de pensão, sobretudo de empresas públicas, poderiam atuar financiando grandes grupos econômicos nacionais, mediante o aumento de sua participação acionária, e também através da indução de investimentos em setores considerados estratégicos, principalmente de infraestrutura. Ao Estado caberia a função de articular as estratégias de integração desses setores, valendo-se inclusive do uso dos fundos de pensão. Para isso, seria necessária maior diversificação da carteira de investimentos desses grandes fundos, mediante o redirecionamento de suas aplicações concentradas fundamentalmente em títulos da renda fixa para investimentos alternativos, voltados à produção e infraestrutura.

A mudança no perfil do portfólio de investimentos dos fundos de pensão só poderia se concretizar a partir da ampliação da participação de representantes dos trabalhadores na gestão dessas entidades, o que garantia maior alinhamento entre os interesses dos participantes e tipo de investimento pretendido. Nesse sentido, já na década de 1990, organizações e centrais sindicais, sobretudo, a CUT e a Força Sindical, passaram a defender a atuação de membros ligados a sindicatos na administração dos fundos de pensão, valendo-se do argumento de que, enquanto legítimos representantes da classe trabalhadora, eles poderiam redirecionar os investimentos a atividades socialmente éticas, o que incluía atividades produtivas<sup>7</sup>.

Esse símbolo de legítimos representantes da classe trabalhadora, aliás, foi uma característica que os sindicatos reforçaram para justificar sua importância na função de gestores dos fundos de pensão. Aderindo ao discurso de que os fundos poderiam ser um instrumento na luta contra o processo de financeirização da economia, o movimento sindical, em sua maior parte, defendeu que a poupança dos trabalhadores deveria ser utilizada em proveito deles próprios e que seus investimentos deveriam ser voltados a atividades produtivas e “éticas”, que garantissem a rentabilidade e a segurança dos aposentados e, ao mesmo tempo, o nível de atividade da economia real.

O argumento que perpassa o discurso de todos o discurso de todos informantes dessa pesquisa, seja o sindicalista da CUT, da Força Sindical ou da CGT, é que o envolvimento com os fundos de pensão e o mercado financeiro é uma forma de lutar contra a especulação e a financeirização. A construção do argumento passa pela ideia de reformismo via mercado (...) Portanto, fazer uso do próprio capitalismo na luta contra a financeirização e a especulação da economia é novo *ethos* sindical, utilizar os fundos de pensão como inclusão social é o *ethos* da moralização do capitalismo; utilizar os fundos de pensão como dispositivo de aposentadoria é a nova solidariedade (JARDIM, 2009: 159).

Assim, acreditava-se que os fundos de pensão poderiam servir como instrumento de luta contra o processo de financeirização da economia. Por mais contraditória que possa parecer essa possibilidade, dado que um fundo de pensão é, por excelência, a materialização da finança no espaço da aposentadoria, seus defensores argumentavam que os investimentos deveriam se direcionar a atividades produtivas, contribuindo para frear as práticas rentistas e, ao mesmo tempo, estimular o nível de atividade econômica, gerando emprego e renda, a partir de investimentos em infraestrutura. Em resumo, defendia-se que o objetivo dos fundos deveria ser a rentabilidade, mas na condição de uma finalidade produtiva.

---

<sup>7</sup> Embora em um primeiro momento os membros sindicais estivessem mais arredios em participar de uma atividade tida como “engrenagem do capitalismo financeiro global”, eles passaram a defender a ampliação dos fundos via ampliação da previdência privada e a maior participação sindical em sua gestão.

## **Fundos de pensão e sindicatos nos governos Lula**

Segundo o estudo de Maria Celina d'Araújo (2009: 76), a presença de membros ligados a sindicatos na gestão dos grandes fundos de pensão brasileiros cresceu durante o governo Lula. Enquanto no segundo governo FHC (1999-2002), a porcentagem de gestores ligados a sindicatos era de 41% nos três principais fundos (Previ, Petros e Funcef), no primeiro governo Lula (2003-2006), essa participação aumentou para 51%, até alcançar a marca de 66% no segundo mandato de Lula (2007-2010).

No caso da Previ, fundo de pensão do Banco do Brasil, a importância do sindicato dos bancários aparece de modo patente. Raúl Zibechi (2011: 58) mostra que no final do governo Lula, dois dos cinco membros da Diretoria Executiva eram oriundos do Sindicato dos Bancários de São Paulo. Dos doze membros do Conselho Deliberativo, três procediam do sindicato bancário, assim como dois dos oito integrantes do Conselho Fiscal. No total, dos 50 cargos executivos, 13 provinham do sindicato. Assim, se a participação de pessoas ligados a sindicatos nos cargos da direção já era bastante significativa no governo FHC, com a ascensão de um ex-sindicalista ao poder e a implementação de legislações prevendo a maior participação sindical na gestão dos fundos, esta ampliou-se ainda mais.

A imersão de sindicatos no mundo das finanças, particularmente na gestão de fundos de pensão, suscitou um debate se esse processo não constituiria uma transformação radical nas crenças e práticas da instituição e se esses sindicalistas não conformariam uma nova elite sindical, distanciando-se de sua base social, isto é, a classe trabalhadora.

Como afirma Andréia Galvão (2009), houve um processo de acentuação do corporativismo dos sindicatos brasileiros desde os anos 1990, cujos membros passaram a ocupar cada vez mais espaços dentro do Estado. A burocracia sindical mostrou-se apta a disputar espaços de extrema importância, como os fundos de pensão, sobretudo, de empresa públicas. Segundo Iuri Ramos (2013), durante o governo Lula, a conversão de (ex)sindicalistas em gestores de fundos de pensão ganhou proporções ainda maiores, já que muitos desses dirigentes foram indicados pelo próprio governo para assumir postos de comando dos maiores fundos de pensão brasileiros, como Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobras) e Funcef (Caixa Econômica Federal).

Dado que essa ampliação da participação de membros de origem sindical na gestão foi uma realidade ao longo dos governos Lula, pretende-se verificar se, de fato, a promessa a direcionar os recursos dos fundos a atividades produtivas, voltadas aos interesses dos trabalhadores, cumpriu-se na prática.

## Fundos de pensão e estratégia de desenvolvimento nos governos Lula

Na visão de André Biancarelli (2014), a era Lula pode ser caracterizada por uma associação entre crescimento econômico e busca por maior justiça social, principalmente entre os anos de 2005 e 2010, conferindo o que o autor denomina de modelo de “social-desenvolvimentismo”. Na leitura do autor, no plano interno, o inicial conservadorismo dos três primeiros anos do governo Lula foi sendo gradualmente substituído por uma concepção diferente acerca do papel do Estado, do tamanho e da importância dos bancos públicos e outras empresas estatais em direção à defesa de mecanismos de planejamento central, da revalorização do investimento público e dos grandes grupos nacionais. Paralelamente, alguns fatores exógenos contribuíram decisivamente para a recuperação da economia brasileira, a exemplo da melhora nas condições do setor externo (particularmente no que diz respeito às baixas taxas de juros nas economias centrais), da retomada dos fluxos de capital para países em desenvolvimento e da fase ascendente de preços das *commodities* primárias (BIANCARELLI, 2014: 275).

Pedro Paulo Zaluth Bastos (2012) partilha da interpretação anterior e denomina esse período de *desenvolvimentismo distributivo orientado pelo Estado*, destacando novamente o mercado interno e o papel do Estado na influência da distribuição de renda e alocação de investimentos. A elevação do salário mínimo, juntamente com a expansão do crédito ao consumidor e as políticas sociais, a partir de 2005, levaram a uma melhora na distribuição de renda, sobretudo, na base da pirâmide social. Por sua vez, essa expansão do mercado interno de massas e a redistribuição de renda pressionaram a estrutura produtiva e de logística, exigindo a expansão dos investimentos adiante da demanda, favorecendo assim o crescimento econômico<sup>8</sup>.

O cientista político Armando Boito (2012a, 2012b) busca compreender a condução do projeto de desenvolvimento do governo Lula a partir da formação de uma frente política iniciada nos anos 2000 que permitiu sobrepor a predominância das políticas neoliberais em prol de um programa que o autor denomina de neodesenvolvimentista. Essa frente política foi composta pela burguesia interna (representada por grupos industriais, bancos nacionais, elites do agronegócio e da construção civil)<sup>9</sup>, classe trabalhadora, organizações sindicais (sobretudo, a CUT), e o próprio governo petista, que juntos convergiram em torno da ideia de *amortecer* (mas não romper) as políticas neoliberais

Para o autor, embora em seus dois primeiros anos o governo Lula tenha tido uma postura defensiva, de alinhamento ao capital financeiro internacional, ensaiou-se em seguida uma estratégia

<sup>8</sup> Todavia, o autor reconhece que embora essas políticas de demanda de expansão do gasto social, crédito e investimento público tenham sustentado o fortalecimento do mercado interno, elas foram limitadas pelas metas de superávit primário definidas pelo ministério da Fazenda. Essa opção política revela certo continuísmo em relação ao governo passado e opção por ampliar direitos, sem, contudo, romper com as políticas de caráter neoliberal (BASTOS, 2012).

<sup>9</sup> Segundo o autor, o alvo de enfrentamento dessa frente liderada pela burguesia interna foi o grande capital financeiro internacional (representado internamente pelo capital estrangeiro e pela fração da burguesia interna integrada e subordinada a esse capital) e suas posições neoliberais e ortodoxas (BOITO, 2012a).

de implementação de uma política neodesenvolvimentista, atendendo justamente à reivindicação da burguesia interna – bem como do movimento popular – por maior protecionismo e estímulo ao mercado interno, priorizando assim os interesses do capital nacional em detrimento do capital financeiro internacional.

Esse alinhamento aos interesses da burguesia interna pode ser identificado nas seguintes políticas: i) diplomacia e política de comércio exterior visando à conquista de novos mercados no hemisfério sul para as empresas brasileiras; ii) estreitamento das relações econômicas com o Mercosul, buscando o fortalecimento econômico e político das empresas estatais remanescentes do programa de privatizações e; iii) no novo papel conferido ao BNDES na formação de poderosas empresas nacionais.

Em 2004, a FIESP teve sua diretoria renovada, passando a ser presidida por Paulo Skaf. Estabeleceu-se a partir de então novas diretrizes no interior da instituição que objetivavam recuperar seu espaço perdido como protagonista das grandes decisões nacionais, com foco na retomada do atendimento dos interesses da indústria. Representantes da instituição passaram a criticar o predomínio do “monetarismo sobre o chão de fábrica”, a rentabilidade superlativa para a ciranda financeira, as elevadas taxas de juros e os altos custos do financiamento de longo prazo, apontando para a necessidade de retomada do desenvolvimento da indústria nacional.

A postura, porém, não era de oposição frontal ao setor financeiro, já bastante enraizado na política e na economia brasileira ao longo do governo FHC. A FIESP reivindicava maior atuação do setor industrial na economia nacional a partir de uma política orientada à “formação de grandes grupos nacionais internacionalizados”, segundo as próprias palavras do vice-presidente da federação, Benjamin Steinbruch (BOITO, 2012b). Em suma, a nova direção da FIESP acenava para a consolidação de um novo arranjo no interior do bloco da burguesia industrial nacional, que viria a firmar-se como base de sustentação do governo Lula.

Apoiado nessa frente<sup>10</sup>, particularmente no segundo mandato, o governo Lula passou a adotar de maneira mais ativa um programa de estímulo ao fortalecimento dos grandes grupos nacionais, com a execução de programas especiais de crédito a essas empresas, buscando promover seus investimentos no exterior. Para isso, o BNDES foi convertido de financiador das privatizações para banco estatal de fomento ao grande capital predominantemente nacional. A participação do Estado no fomento às grandes empresas brasileiras tornou-se evidente em 2008, quando praticamente todos os vinte maiores grupos brasileiros atuantes no exterior contavam com a participação acionária

---

<sup>10</sup> O autor reconhece que a grande burguesia interna e, nesse contexto, a frente neodesenvolvimentista, não apresenta uma força completamente integrada e coesa, já que existem grupos econômicos multifuncionais que atuam em diversos setores, com interesses, muitas vezes, divergentes em relação a determinadas políticas econômicas. Assim, as contradições podem se manifestar, por exemplo, entre grande indústria e setor bancário nacionais (principalmente em torno da questão da taxa de juros) e entre capital estatal e privado.

do BNDES, por meio do BNDESPar, e de fundos de pensão das empresas estatais (sobretudo, Previ, Petros e Funcef). A política de crédito a juros baixos, concedida pelo banco nacional de desenvolvimento, também expressou a estratégia de fortalecimento desses grandes grupos nacionais.

Na tabela 1, é possível verificar a ampla participação do Estado no fortalecimento dos grandes grupos nacionais por meio de investimentos do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais.

**Tabela 1 - Investimento do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais grandes empresas brasileiras atuantes no exterior (2008) <sup>11</sup>**

1	Petrobras	Participação direta do BNDESPar em 7,6% do capital.
2	Companhia Vale	Participação direta do BNDESPar em 4,8% do capital e dos fundos de pensão Previ, Petros, Funcesp, Funcef no bloco controlador
3	Braskem S.A.	Participação direta do BNDESPar em 5,22% do capital
4	Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)	Participação direta do BNDESPar em 3,64% do capital
5	Gerdau Aços Longos S.A.	Participação direta do BNDESPar em 3,5% do capital
6	Usiminas	Previ detém 10,4% do capital; Grupo Votorantim, 13%; Grupo Camargo Correa, 13%.
7	Sadia S.A.	Previ detém 7,3% do capital e BNDES participou da fusão da empresa com a Perdigão em 2009.
8	Centrais Elétricas Brasileiras	Participação direta do BNDESPar em 11,81% e da União em 53,99% do capital
9	Embraer	Participação direta do BNDESPar em 5,05% e da Previ de 14%
10	Perdigão Agroindustrial S.A.	Previ detém 14,16%; Petros, 12,04%; Sistel 3,98%. BNDESPar participou da fusão com a Sadia em 2009
11	Gerdau Açominas S.A.	Participação indireta do BNDESPar por meio da Gerdau Aços Longos
12	Bertin S.A.	Participação direta do BNDESPar em 26,98% do capital
13	JBS S.A. (Friboi)	Participação direta do BNDESPar em 13% do capital
14	Aracruz Celulose S.A.; Votorantim Celulose e Papel S.A.	Participação direta do BNDESPar em 34,9% do capital na nova empresa (Fibria)

Fonte: Adaptado de ALMEIDA (2010) *apud* BOITO (2012a: 82-83).

<sup>11</sup> Tamanho definido segundo a receita líquida das empresas.

A leitura da tabela permite identificar a ampla atuação do Estado nas grandes empresas brasileiras, através da participação direta da União no controle acionário de alguns grupos, mas, sobretudo, por meio da participação indireta via BNDESPar e fundos de pensão de empresas estatais (Previ, Petros, Funcef), que possuem participações no capital dessas empresas. A importância decisiva do BNDES se expressa também na concessão de créditos subsidiados a esses grupos nacionais e em sua participação no financiamento de fusões e aquisições de empresas nacionais, assim como dos fundos de pensão, conforme será detalhado a seguir.

Boito (2012a, 2012b) parte da identificação dos interesses nacionais e internacionais da burguesia para explicar a adesão ao governo Lula, argumentando que a burguesia interna (sejam bancos nacionais ou indústria local), desejando ser defendida da concorrência externa, passou a buscar maior proteção do Estado.

André Singer (2015), por outro lado, pontua que a contradição fundamental arbitrada pelo governo Lula esteve concentrada em duas coalizões contrapostas: interesses produtivistas e rentistas. Nas palavras do autor:

A coalizão rentista unificaria o capital financeiro e a classe média tradicional, enquanto a produtivista seria composta de empresários industriais associados à fração organizada da classe trabalhadora. Pairando sobre ambas, com o suporte do subproletariado, os governos lulistas fariam uma constante arbitragem de acordo com a correlação de forças, ora dando ganho de causa a uma, ora à concorrente (SINGER, 2015: 58).

Nesse sentido, para Singer (2015), tanto os interesses dos segmentos rentistas (bancos nacionais) quanto produtivistas (empresários industriais) estariam contemplados pelo lulismo<sup>12</sup>: os primeiros alinhados ao receituário neoliberal, beneficiando-se das elevadas taxas de juros (e da expansão de sua clientela), e os segundos das políticas de proteção, financiamento e fomento aos grupos nacionais promovidas pelo Estado. O autor aponta a Febraban (Federação Brasileira de Bancos) como representante do primeiro grupo e a CNI (Confederação Nacional da Indústria) e a FIESP como símbolos do segundo.

Angelita Matos Souza (2016) avança nessa discussão ao defender a tese de que, embora as peculiaridades de interesses apontadas por Singer existam (entre grupos de interesses rentistas *versus* produtivistas), elas não são estanques e definitivas. Isso porque a busca pelo lucro na dimensão financeira ou produtiva pode se mesclar e atravessar atores econômicos ligados tanto às finanças quanto à produção (indústria). Essas contradições agem simultaneamente e estão presentes na concepção dos bancos e também das empresas associadas ao setor produtivo, uma vez que eles atuam,

---

<sup>12</sup> O lulismo foi um termo cunhado por André Singer (2015) para tratar da política conduzida pelos governos Lula (2003-2010), no qual, segundo o autor, buscou-se a via da conciliação para arbitrar os interesses dos diferentes atores sociais e políticos.

muitas vezes, tanto no segmento da produção quanto da finança. Grandes bancos nacionais (como Bradesco e Itaú, por exemplo) possuem importantes participações acionárias em grandes grupos nacionais ligados ao setor produtivo, ao mesmo tempo em que grupos industriais incorporaram de maneira bastante expressiva a lógica financeira às suas práticas, comprando e vendendo os mais variados tipos de ativos financeiros<sup>13</sup>. Assim, ainda que se privilegie determinado tipo de rentabilidade, rentismo e produtivismo se imbricam entre os diferentes atores econômicos.

Além disso, a autora contesta a separação de interesses adotada por Boito (2012a e 2012b) entre burguesia interna e capital financeiro internacional, afirmando que o setor bancário-financeiro interno age mais de modo convergente que dissonante em relação ao capital financeiro internacional, principalmente no que diz respeito à opção pelas políticas de austeridade fiscal e de juros e superávits elevados. A diferença entre ambos é que, em determinados momentos, a burguesia interna entra em conflito com o capital financeiro internacional e demanda proteção contra a concorrência estrangeira, reivindicando do Estado políticas de proteção local e linhas de financiamento subsidiadas. Porém, na maior parte das vezes, esses dois atores são aliados na imposição de seus interesses financeiros à política econômica de governo.

Argumentando nessa direção, Souza (2016) aponta para a hegemonia dos interesses do grande capital bancário-financeiro (cujos lucros dispararam nos governos Lula e Dilma<sup>14</sup>), que se encontram alojados no aparelho do Estado, principalmente no Banco Central. Foi somente pelo fato de essa fração dominante da burguesia interna possuir interesses convergentes (e não conflitivos) com o capital financeiro internacional que foi possível a manutenção do tripé macroeconômico e, portanto, assegurar a prioridade à política de superávit primário e juros elevados<sup>15</sup>.

Assim, embora a autora reconheça os avanços dos governos petistas em torno das políticas associadas ao desenvolvimentismo, expressas no maior ativismo do Estado nos estímulos ao setor produtivo, nos investimentos públicos em infraestrutura, no apoio à formação e fortalecimento das grandes empresas e nas políticas de distribuição de renda, ela rejeita a utilização do conceito de neodesenvolvimentismo para explicar o período. Valendo-se da definição de Pedro Cezar Fonseca (2013), ela reafirma que o desenvolvimentismo deve ser entendido como “a política econômica

---

<sup>13</sup> Pedro Paulo Bastos (2015b) lembra ainda que a burguesia industrial interna, além de rentista, assume cada vez mais uma postura de compradora, importando diversos bens para a realização de sua produção.

<sup>14</sup> Enquanto nos governos FHC, o sistema bancário nacional lucrou R\$62,3 bilhões, nos governos Lula esse valor saltou para R\$254,8 em termos reais. Nos três primeiros anos do primeiro governo Dilma o lucro foi de R\$115,7 bilhões. Isto é, um lucro muito que aquele do governo FHC em apenas três anos (CALIXTO & RIBEIRO, 2014).

<sup>15</sup> Singer (2015) e Souza (2016) compartilham da visão de que a presidente Dilma Rousseff, ao introduzir na nova matriz econômica a política de redução sistemática da taxa de juros (que chegou a cair de 12,5% em agosto de 2011 para 7,25% em outubro de 2012) entrou em claro confronto com a fração burguesa do capital bancário-financeiro nacional, além das próprias instituições internacionais, como FMI e Banco Mundial. “Cutucando as onças com as varas curtas”, a presidente teve de reverter a queda da Selic no ano seguinte, que voltou ao patamar dos dois dígitos em 2013 (fechando em 10%), até alcançar 14,25% em julho 2015, revelando assim o poder dessa burguesia na determinação da política econômica brasileira. Segundo Singer (2015), após essa disputa de queda de braço com o setor financeiro, os industriais foram se afastando de Dilma e paulatinamente se alinhando à oposição rentista.

formulada, de forma deliberada, por governos (nacionais ou subnacionais) para, através do crescimento econômico e da produtividade, *sob liderança do setor industrial*, transformar a sociedade” (SOUZA, 2016: 12, grifo meu).

Ora, tendo em vista que a atividade industrial perdeu espaço na composição total do PIB e que a especialização produtiva em torno das exportações de *commodities* se aprofundou nos governos petistas<sup>16</sup>, a autora descarta a noção pura e simples de *neodesenvolvimentismo*. Assim, a autora defende a existência de um modelo híbrido que oscila entre medidas de perfil desenvolvimentista e medidas neoliberais, que favoreceram, sobretudo, o capital bancário-financeiro, em função da elevada remuneração proporcionada pela taxa básica de juros praticada pelo Banco Central. Dessa forma, por uma série de razões políticas e econômicas, foi possível incentivar, em alguma medida, a produção – através da ampliação de investimentos em infraestrutura e do estímulo a grandes grupos nacionais – sem, contudo, confrontar os interesses financeiros.

Adotaremos essa interpretação acerca do desenvolvimento ensaiado pelos governos petistas (2003-2014). Com isso, a análise incorpora a contradição de que houve tanto uma reformulação do papel do Estado no que diz respeito às políticas de estímulos à produção – expressas, por exemplo, na ampliação dos investimentos em infraestrutura e apoio à formação e expansão de grandes grupos nacionais – quanto continuidade da política neoliberal do governo FHC. O caráter neoliberal dos governos Lula e Dilma se traduz principalmente na manutenção do tripé macroeconômico, que favoreceu principalmente o capital financeiro-bancário, mas também os demais segmentos rentistas, beneficiários da taxa de juros elevada.

## **O papel dos fundos de pensão no financiamento ao investimento produtivo nos governos Lula e Dilma**

Pode-se afirmar que, no período dos governos do PT, o Estado buscou retomar um papel de indutor e regulador econômico. Isso se manifestou na política de ampliação de crédito subsidiado (via BNDES) a grupos econômicos nacionais e no aumento do controle de propriedade dessas empresas por meio do BNDESPar<sup>17</sup> e dos fundos de pensão de empresas públicas, que ao longo dos anos 2000 passaram a adquirir as ações de uma ampla gama dessas empresas, constituindo-se como importantes acionistas. O governo valeu-se inclusive de fusões forçadas, com participação de fundos de pensão, para criar as “campeãs nacionais”, como ilustram os casos da BRF-Brasil Foods (entre Sadia e Perdigão), no setor de alimentos; da Oi (que foi compelida a comprar a Brasil Telecom) no setor de telecomunicações; e da Fibria (entre Aracruz e Votorantim), no setor de papel e celulose.

<sup>16</sup> Belluzzo e Almeida (2015) apontam que a queda da participação industrial no Brasil estaria relacionada às políticas econômicas adotadas desde a década de 1990.

<sup>17</sup> Subsidiária de investimentos do BNDES.

Observa-se também, no período, a tentativa do governo de reverter algumas privatizações que haviam sido realizadas anos 1990, com a busca pela reestatização de alguns grupos (como a Vale), através da retomada do controle acionário via BNDESPar e fundos de pensão de empresas públicas. Além disso, tal esforço pode ser identificado na criação da empresa de infraestrutura Invepar e na empresa de investimentos Sete Brasil. Esta última foi criada em 2011 para atender ao mercado de sondas de águas profundas demandado pela Petrobras (das quais os maiores fundos de pensão do país possuíam o controle acionário majoritário até 2015), o que revela os estreitos laços entre fundos de pensão e grupos nacionais e governo federal (COSTA, 2012).

Sérgio Lazzarini (2010) defende que o governo Lula foi responsável pela conformação de um capitalismo de laços, com capacidade de influenciar politicamente a gestão desses grandes grupos nacionais através do crescente controle acionário indireto que passou a deter via BNDESPar e fundos de pensão. A influência desses atores nas grandes corporações poderia ocorrer por meio da própria estrutura de propriedade, pela maior presença nos conselhos da governança corporativa ou através da simples influência exercida a partir da presença em conselhos de outras empresas com propriedade cruzada. Identificando a crescente centralidade dos fundos de pensão de empresas públicas (Previ, Petros e Funcef) e do BNDES na rede corporativa brasileira, principalmente com suas participações acionárias em grandes grupos nacionais, o autor argumenta que esses atores puderam, em alguma medida, “confrontar outros acionistas, cooptar aliados ou aumentar sua voz na decisão da empresa”.

Outros autores também apontam que houve maior estreitamente nas relações entre governo, grandes grupos nacionais e fundos de pensão e que tal articulação de interesses entre esses atores integrou a estratégia de desenvolvimento dos governos Lula e Dilma. Segundo Luiz Bruno Dantas (2014), a participação dos maiores fundos de pensão brasileiros em gigantes como Vale, Ambev, Embraer, Oi, Brasil Foods, em empresas de energia elétrica como CPFL e Neenergia, bem como em outras companhias atuantes em diversos setores como Usiminas, Invepar e Random, garante aos fundos uma posição privilegiada na medida em que podem estar presentes em vários conselhos corporativos, participando de suas decisões. O autor afirma que os fundos de pensão passaram a fazer parte de uma coalizão envolvendo governo, setores do empresariado e quadros sindicais. Os representantes desses fundos, atuando no âmbito dos conselhos corporativos, tenderiam a adotar decisões estratégicas voltadas ao interesse de uma agenda de desenvolvimento identificada com o PT<sup>18</sup>.

---

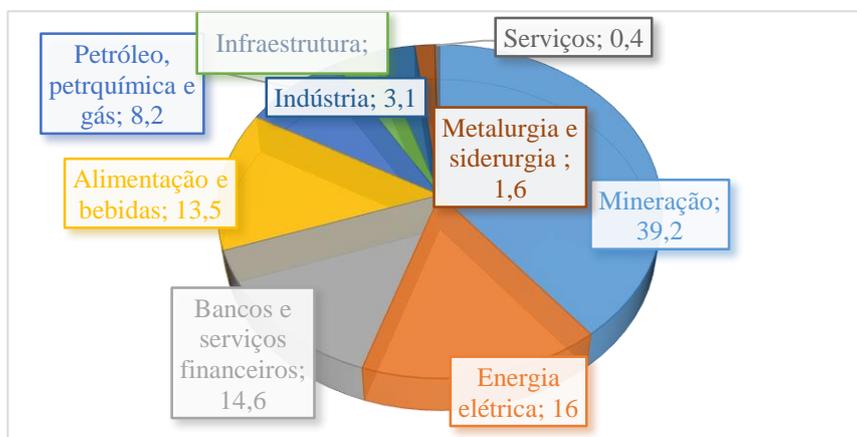
<sup>18</sup> Segundo Dantas (2014), muitos dos conselheiros dos fundos de pensão e de grandes empresas brasileiras atuavam em mais de um lugar, como, por exemplo, Dan Conrado (presidente da Previ e também da Vale), Marcel Juviano Barros (membro da diretoria-executiva da Previ e também do conselho da Vale), Robson Rocha (membro do conselho de administração da Previ e da Vale), Carlos Fernando Costa (presidente da Petros e conselheiro da Brasil Foods) entre outros. É importante enfatizar que muitos desses quadros presentes em empresas nacionais e fundos de pensão possuem origem sindical e filiação ao PT.

No que se refere à alocação de carteira dos três maiores fundos de pensão do Brasil (Previ, Petros e Funcef), Santana (2017) constata que, embora a maior parte das entidades fechadas de previdência complementar assumam uma gestão predominantemente conservadora, concentrando seus investimentos em renda fixa, os grandes fundos de pensão adotam uma postura mais heterodoxa e propensa a formas alternativas de investimento, como os investimentos estruturados. Segundo o autor, esses fundos de empresas públicas foram mobilizados pelos governos do PT para fortalecer os grandes grupos nacionais e articulados à estratégia de ampliar investimentos em infraestrutura (sobretudo no setor de energia e transporte).

Analisando a carteira desses três maiores fundos de pensão brasileiros, Bruno de Conti (2016) constata que, durante os governos Lula e Dilma, eles tiveram participação fundamental na criação de fundos de investimento, no controle acionário de empresas ligadas à infraestrutura e também de grandes empresas do setor de alimentos e bebidas. O papel desses fundos também se manifestou no apoio à formação dos grandes grupos econômicos nacionais (BRF, Ambev, Oi, Vale) e nos investimentos em infraestrutura<sup>19</sup>.

O maior volume de investimento de carteira própria da Previ, em 2013, estava concentrado em ações (renda variável), correspondendo a 28,1% do total de seu portfólio. Quando se analisa a composição setorial, isto é, a área de atuação das empresas ou instituições das quais a Previ possuía ações diretas, identifica-se que o setor de mineração respondia, naquele ano, à maior parcela da carteira da entidade (39,2%), seguido pelo setor energia elétrica (16%), banco e serviços financeiros (14,6%), alimentação e bebidas (13,5%), petróleo e gás (8,2) e assim sucessivamente, conforme pode ser verificado no gráfico 1.

**Gráfico 1 - Previ: composição setorial considerando ações detidas diretamente na carteira e fundos de renda variável (2013)**

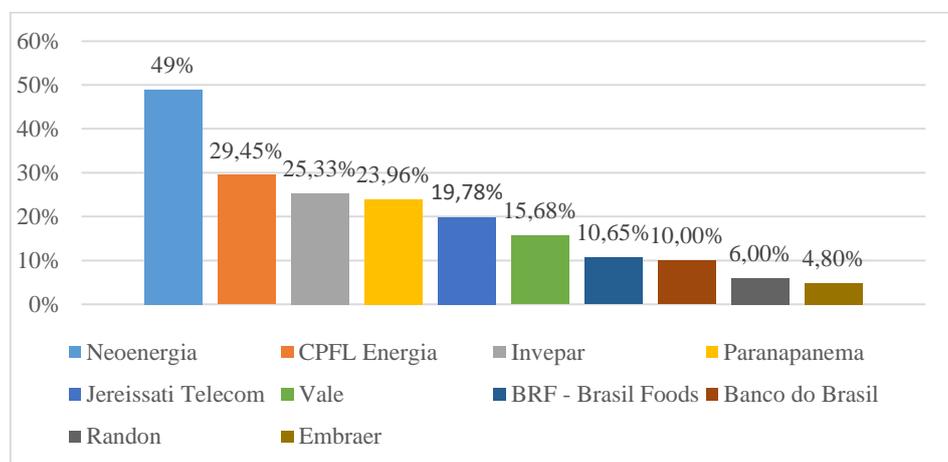


<sup>19</sup> Essas entidades têm participação relevante na Invepar, que venceu as concessões do Metrô Rio, do aeroporto de Guarulhos e da rodovia Raposo Tavares, entre outros; na AG Angra Investimentos; na Neoenergia e na Norte Energia, responsáveis pela construção da usina de Belo Monte; e no fundo Sondas, investidor da Sete Brasil.

Fonte: DE CONTI (2016: 40).

Atualmente as participações acionárias da Previ estão distribuídas em diversos setores da economia brasileira. Porém, analisando algumas empresas nas quais a entidade era acionista de grande peso em 2016, é possível identificar que muitas delas eram ligadas aos segmentos produtivos, particularmente ao setor de infraestrutura, como evidenciam as participações na Neoenergia e CPFL (setor de energia elétrica), Invepar e Randon (infraestrutura de transporte), Jereissati Telecom (telecomunicações), além de participações em empresas de grande importância estratégica nacional, como Vale, Embraer e BR - Brasil Foods.

**Gráfico 2 - Previ: Participação acionária em empresas e instituições (2016)**



Fonte: Elaboração a partir de PREVI (2016).

Ainda que a identificação dos setores onde estão presentes as participações acionárias da Previ seja de extrema relevância, haja visto seu peso na carteira de investimentos do fundo, faz-se necessário investigar, além do volume de recursos invertidos pela entidade na compra direta de ações, os fundos de investimentos.

Nessa direção, é possível constatar que durante esse período houve um crescimento acelerado da participação dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs). Instituídos em 2003, através da resolução 391 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), os FIPs consistem na comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus e títulos de companhias em fase de desenvolvimento (sejam elas abertas ou fechadas), permitindo sua participação no processo decisório da empresa, através da possibilidade de indicação de membros no Conselho administrativo. Por demandarem aportes vultosos para sua criação e serem direcionados a projetos com retorno de médio e longo prazo (portanto, com baixo grau de liquidez), apenas os investidores qualificados estão autorizados a realizar investimentos. Em sua maior parte, os cotistas são representados por fundos de

pensão, instituições financeiras, companhias seguradoras, conglomerados e órgãos de fomentos, como BNDES<sup>20</sup>.

Todas as modalidades de FIPs (*private equity, venture capital* etc.) possuem quatro fases decisivas para seu sucesso. A primeira delas é a fase de captação de recursos e construção do regulamento, na qual são estabelecidas as regras entre as partes envolvidas. A segunda consiste no investimento propriamente dito, em que se busca adquirir ativos corretos, ao preço e em condições condizentes com as expectativas da remuneração futura de gestores e cotistas. A terceira é de gestão dos ativos. E, por fim, a última fase é a da saída dos ativos, que significa a venda a um investidor estratégico maior ou até mesmo a abertura de capital em bolsa, sendo esta última saída mais comum entre os fundos *private equity* (RAIMUNDO, 2010: 661).

Em função das oportunidades que podem gerar, principalmente no seu papel estratégico na estruturação de grandes investimentos em ativos de infraestrutura ou mesmo de porte industrial, os FIPs se tornaram extremamente importantes nos anos 2000, em um cenário marcado pela retomada dos investimentos em infraestrutura. Como não estão destinados a adquirir a totalidade das ações ou cotas, eles podem se tornar um parceiro estratégico na composição da estrutura de financiamento em um determinado ativo, uma vez que sua permanência nesse ativo pode ser tão longa quanto a duração prevista do FIP<sup>21</sup>. Mirando essas oportunidades é que os fundos de pensão de empresas públicas passaram a se interessar pelos FIPs.

De 2007 a 2015, os investimentos em FIPs da Previ saltaram de R\$ 24 milhões para R\$ 957 milhões. Embora essa participação ainda seja pequena no total do portfólio do fundo do Banco do Brasil (0,6%), é inegável que houve um aumento bastante expressivo dos investimentos nesse segmento. A tabela a seguir evidencia que os setores nos quais a Previ alocou seus FIPs são fundamentalmente ligados ao setor de infraestrutura, incluindo setor imobiliário, de petróleo, energia, logística e saneamento.

**Tabela 2 - Previ (PB1 e Previ Futuro): alocação em FIPs**

<b>FIPs</b>	<b>Investimento (R\$ milhões)</b>
Global Equity Properties	160,3
InfraBrasil	136,6
Brasil Governança Corporativa	83,6

<sup>20</sup> Os FIPs se enquadra na modalidade de *investimento estruturado*, que foi regulamentada pela lei 792, de 2009, permitindo aos fundos de pensão investir até 20% de sua carteira em setor ligados à infraestrutura. Além dos FIPs, os investimentos estruturados incluem Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Fundos Imobiliários. Segundo pessoas engajadas no setor, essa modalidade foi criada justamente para agregar investimentos junto ao PAC (JARDIM, 2016: 350).

<sup>21</sup> Conforme previsto em regulamento, um FIP voltado a investimentos de infraestrutura possui um prazo de duração de aproximadamente 15 anos.

Sondas	95,8
Brasil Internacional de Empresas	62,1
Logística Brasil	54,7

Fonte: DE CONTI (2016: 43).

Analisando esses FIPs, constata-se que praticamente todos eles foram criados durante o governo Lula, com a proposta de fomentar o setor de infraestrutura nacional. O InfraBrasil foi fundado em 2006 com o intuito de fornecer crédito a empresas privadas que buscassem realizar obras de infraestrutura no Brasil. Contando com empréstimos do BID, de bancos nacionais e recursos financeiros de outros fundos de pensão de empresas públicas (como Previ, Petros, Valia e Banesprev), o InfraBrasil surgiu com o objetivo de criar oportunidades de investimento particularmente nos setores de energia (distribuição, transmissão e geração), logística (rodovias, ferrovias, portos e aeroportos), saneamento (água e esgoto) e telecomunicações.

Já o Sondas foi instituído em 2010 para realizar investimentos na empresa Sete Brasil. Esta, por sua vez, foi criada pela Petrobras para produzir sondas de perfuração voltadas à exploração de petróleo na camada do pré-sal. Além do aporte financeiro da Petrobras, FI-FGTS e de bancos como Bradesco, Santander e BTG-Pactual, o FIP Sondas conta com a participação da Previ, Petros, Funcef e Valia.

O FIP Logística Brasil foi criado em 2006, com o objetivo de investir sobretudo no setor de infraestrutura logística, como rodovias, ferrovias, portos e aeroportos e conta com recursos da Previ, Petros e outros fundos de pensão. Já o FIP Global Equity foi fundado para desenvolver projetos imobiliários residenciais e comerciais no Brasil, e conta com o aporte financeiro de fundos de pensão como Previ, Petros, Funcef e Infraprev.

É importante destacar, contudo, que apesar de o volume de recursos destinado a financiar investimentos em infraestrutura seja bastante significativo, o montante total de recursos alocados pela Previ em FIPs é relativamente baixo (R\$1 bilhão) quando comparado aos demais investimentos, representando apenas 0,6% do total dos ativos da entidade.

Os investimentos em debêntures (presentes na carteira própria) contam com mais recursos, chegando a alcançar o volume de R\$ 2 bilhões em 2013. Assim como os FIPs, esse tipo de investimento também possui uma estratégia voltada a empresas de infraestrutura (energia elétrica, logística, telecomunicações e construtoras) e grandes grupos nacionais, como a Vale. Conforme pode ser observado na tabela abaixo, grande parte desses recursos foram também alocados em debêntures do BNDESPar.

**Tabela 3 - Previ: debêntures em carteira, por emissor (2013)**

<b>Instituição</b>	<b>Investimento (R\$ milhões)</b>
BNDESPar	419,6
Vale	308,1
Concessionária Auto Raposo Tavares (CRR)	178
Cemig Geração e Transmissão	127,5
América Latina Logística (ALL)	124,4
Andrade Gutierrez	106,5
Brasil Telecom	98,8
MRV Engenharia	72,4
Transmissora Aliança Energia Elétrica	70,1

Fonte: DE CONTI (2016: 44).

Quando se leva em conta os fundos de investimento em renda variável, que também incluem relevantes participações acionárias, identifica-se que o setor de energia elétrica responde por grande parte da alocação dos recursos, particularmente nas empresas CPFL e Neoenergia (esta última eleita para a construção da usina de Belo Monte). Além disso, essas entidades possuem fundos associados à Invepar, empresa responsável por diversas concessões metroviárias, rodoviárias e aeroportuárias, como as concessões MetrôRio, VLT Rio, aeroporto de Guarulhos, rodovia Raposo Tavares, entre outras. Volumosos recursos também foram empregados no fundo Sondas, investidor da empresa Sete Brasil, que foi criada em 2010 pela Petrobras para a produção de sondas de perfuração voltadas à exploração de petróleo na camada do pré-sal.

Destaca-se assim o papel fundamental dos FIPs nesses investimentos, que por seu perfil de remuneração de longo prazo, atraiu a atenção dos fundos de pensão na parceria para a realização de inversões em empresas emergentes e projetos de infraestrutura, sendo a maior parte deles ligados ao setor de energia, transportes, petróleo e gás.

### **Considerações finais**

A partir do que foi exposto é possível concluir, em primeiro lugar, que a análise da atuação dos fundos de pensão em qualquer economia pressupõe sua contextualização nos sistemas financeiros, previdenciários e político-institucionais locais a fim de evitar generalizações apriorísticas sobre seu caráter. Embora a literatura internacional ressalte seu papel na financeirização da economia de países centrais, sobretudo, nos anglo-saxões – o que certamente corresponde à realidade daquelas nações – é necessário analisar de que forma os fundos pensão se articulam com a estruturas econômicas, políticas e sociais de cada país.

No caso brasileiro, identificou-se que o programa de candidatura do PT, já em 2002, vislumbrava a possibilidade de utilização dos fundos de pensão como instrumentos de *funding* ao desenvolvimento econômico do Brasil, particularmente, no que diz respeito ao financiamento de investimentos na indústria e infraestrutura. Organizações e centrais e sindicais, especialmente a CUT e a Força Sindical, que desde a década de 1990 defendiam a atuação de membros ligados a sindicatos na administração dos fundos de pensão com a finalidade de direcionar os recursos em prol dos interesses dos trabalhadores, aderiram definitivamente a essa proposta, passando a estar presentes na gestão dos grandes fundos de empresas públicas.

O crescimento da participação de membros sindicais nos quadros administrativos dos fundos de pensão permitiu maior grau de convergência com os objetivos dos governos petistas, com vistas a tornar essas entidades previdenciárias em estruturas de *funding*. Não por acaso, os três maiores fundos de pensão brasileiros (Previ, Petros e Funcef) aumentaram suas participações acionárias em empresas estratégicas (o que lhes garantiu a possibilidade de influenciar suas decisões de comando) e ampliaram investimentos estruturados, que permitiram viabilizar projetos no setor de infraestrutura, sobretudo por meio dos FIPs.

Sendo fundos de pensão patrocinados por empresas públicas, sobre os quais o governo possui influência na nomeação dos cargos de direção dos próprios conselhos, foi possível mobilizá-los para realizar investimentos em infraestrutura e, assim, assumir controle indireto sobre as empresas onde eles são acionistas. Muitas dessas empresas são de grande importância estratégica à economia brasileira, como Vale, BRF, Oi, Embraer, CPFL Energia e outras empresas ligadas diretamente à área de infraestrutura e logística, como Sete Brasil, Invepar, Randon, América Latina Logística (ALL).

Essa forma de atuação do Estado na economia via fundos de pensão está em total sintonia como a nova etapa do capitalismo mundial, no qual predomina a acumulação na esfera financeira e onde os investidores institucionais assumem importância fundamental enquanto centralizadores de capital. No contexto específico do Brasil, dada a ausência de fontes autônomas de financiamento e das restrições fiscais impostas ao Estado, os fundos de pensão de empresas públicas, durante os governos petistas, serviram como facilitadores da formação de *funding* por meio da ampliação de investimentos ligados à infraestrutura. Assim, é possível afirmar que essas entidades constituíram-se como alternativa à fragilidade do padrão de financiamento existente no país, permitindo a atuação e participação estatal em empresas estratégicas por *meios indiretos*.

Todavia, a forma de atuação dessas entidades não escapa dos constrangimentos impostos pela lógica do mercado, inclusive, pelo tripé macroeconômico. Comprometidos com as expectativas de seus participantes, com a cobertura do pagamento de seus benefícios e com o atingimento da meta atuarial, os fundos, mesmo os de grande porte, beneficiaram-se da política de juros elevados praticada

no Brasil, incorporando em suas carteiras uma ampla participação de títulos de renda fixa, sobretudo, títulos da dívida pública, cuja remuneração é segura e elevada.

Isso não exclui, contudo, o perfil heterodoxo das carteiras de investimentos dos fundos de pensão de empresas públicas, que, durante o período 2003-2015, alocaram seus recursos em ativos de variados graus de liquidez e rentabilidade, incluindo não apenas títulos de renda fixa e títulos de renda variável, mas também investimentos alternativos. Esses elementos fornecem subsídios para corroborar a tese de que os três maiores fundos de pensão integraram a estratégia de desenvolvimento dos governos petistas, na medida em que, servindo de fonte de financiamento, contribuíram para a realização de investimentos no setor produtivo (sobretudo, na área de infraestrutura) e fortalecimento de grupos econômicos nacionais de importância estratégica.

### Referências bibliográficas

- BASTOS, P. P. Z. A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social-desenvolvimentismo. *Revista Economia e Sociedade*. Campinas, v. 2, número Especial, 2012.
- BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. Como recuperar o vigor industrial. Carta Maior. In: *Revista Carta Maior*. Março de 2015.
- BIANCARELLI, A. A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda. *Rev. Inst. Estud. Bras.* São Paulo, n. 58, 2014.
- BOITO Jr., A. As bases políticas do neodesenvolvimentismo. *Fórum Econômico da FGV*, São Paulo, 2012a.
- BOITO Jr., A. As bases políticas do neodesenvolvimentismo. *Fórum Econômico da FGV*, São Paulo, 2012a.
- BOITO Jr., A. Governos Lula: a nova burguesia nacional no poder. In: BOITO Jr., Armando & GALVÃO, A. (orgs.). *Política e classes sociais no Brasil nos anos 2000*. São Paulo: Alameda Editorial, 2012b.
- CALIXTO, B.; RIBEIRO, M. Bancos lucraram mais no governo Dilma do que nos mandatos de FHC. *Revista Época*. 11 de setembro de 2014.
- COMISSÃO DE PROGRAMA DE GOVERNO (Brasil). Programa de governo: Coligação Lula presidente: um Brasil para todos. São Paulo: Comitê Nacional Lula Presidente, 2002.
- COSTA, F. N. Capitalismo de Estado Neocorporativista. *Texto para discussão*. IE – UNICAMP, Campinas, nº 207, julho, 2012.
- CHESNAIS, F. A proeminência da finança no seio do ‘capital geral’, o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital. In: BRUNHOFF, SUZANNE et al. (org.) *A finança capitalista*. São Paulo: Alameda, 2010.
- D’ARAÚJO, M. C. *A elite dirigente do governo Lula*. Lameirão. Rio de Janeiro: CPDOC, 2009.
- DANTAS, Luiz Bruno. Os fundos de pensão como financiadores do desenvolvimento brasileiro. *IX Encontro da ABCP: Estado e Políticas Públicas*. Brasília, agosto, 2014.
- DE CONTI, B. PREVI, PETROS e FUNCEF: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar. *Texto para discussão*. IPEA, Brasília, nº 2216, 2016.
- FAVEREAU, O. *The impact of financialisation of the economy on enterprises and more specifically on labour relations*. Geneva: International Labour Organization, 2016.
- GALVÃO, A. A reconfiguração do movimento sindical no governo Lula. *Outubro Revista*, n. 18, 2009.
- GELTER, M. *The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy*. Selton Hall Law Review, Vol. 43, 2013.

- HALL, P. A.; SOSKICE, D. *Varieties of Capitalism: the Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford, Oxford University Press, 2001.
- JARDIM, M. A. C. *Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula*. São Paulo: Annablume editora, 2009.
- HERMANN, J. Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: João Sicsú; Luiz Fernando R. de Paula; José Luiz Oreiro. (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento*. São Paulo: Manole e Fundação Konrad Adenauer (RJ), 2003
- JARDIM, M. A. C. Estado e Mercado no Governo Lula: convergências e divergências no mercado de fundos de pensão. *Revista agenda política*. Vol. 4, n.2, maio/agosto, 2016.
- LAZZARINI, S. *Capitalismo de laços – Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2010.
- LAZONICK, W. O’SULLIVAN, M. “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”. *Economy and Society Review*. vol. 29, n.1, February 2000.
- LAZONICK, W. The financialization of the US corporation: what has been lost, and how it can be regained. *Seattle UL Review*, v. 36, p. 857, 2012.
- LOPREATO, F.L.C. *Problemas de gestão da dívida pública brasileira*. Texto para discussão. N. 39, IE/Unicamp, 2008.
- MINSKY, H. P. *Reconstituting the Financial Structure : The United States*. Hyman P. Minsky Archive. Paper 18, 1992.
- MINSKY, H. *Uncertainty and the institutional structure of Capitalist Economies*. Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Paper 155, 1996.
- PLIHON, D. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- PRATES, D.; FARHI, M. The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2015. WRAY, R. *Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis*. Working Paper 661. NY: Levy Economics Institute of Bard College, 2011.
- RAIMUNDO, L. C. *O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da infraestrutura urbana brasileira no século XXI*. Tese (Doutorado em Economia) no Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2002.
- RAIMUNDO, L. C. Fundos de pensão no Brasil: estratégias de portfólio e potencial de contribuição para o financiamento do investimento de longo prazo. In: PINTO, E.; CARDOSO JR., J.; LINHARES, P. *Estado, Instituições e Democracia*. Brasília: IPEA, 2010.
- SAUVIAT, C. Nouveau Pouvoir financier et modèle d’entreprise : une source de fragilité systémique. *Revue de l’IRES*, n.40, 2002.
- SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Revista Novos Estudos*, n.102, 2015.
- SÓRIA, S. *Intersecção de classes: fundos de pensão e sindicalismo no Brasil*. Tese (Doutorado em Sociologia) no Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Unicamp, Campinas, 2011.
- SANTANA, M. U. S. Fundos de pensão e estratégia de desenvolvimento nos governos do PT. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) no Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2017.
- SOUZA, A. “Arriscando uma compreensão do primeiro governo Dilma”. In: *XXI Encontro Nacional de Economia Política*. São Bernardo do Campo: UFABC, 2016.
- WHALEN, C. *Money Manager Capitalism*. In : TOPOROWSKI, J. ; MICHELL, J. *Handbook of Critical Issues in Finance*. Edward Elgar Publishing, 2012.
- ZIBECHI, R. *Brasil potência: entre a integração regional e um novo imperialismo*. Rio de Janeiro: Consequência, 2012.
- ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, Cornell University Press, 1983.