



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e
Ciência da Informação e Documentação - FACE
Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGA

RAFAEL LIBERAL FERREIRA DE SANTANA

MUDANÇA INSTITUCIONAL E
OS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

Brasília
2012

RAFAEL LIBERAL FERREIRA DE SANTANA

MUDANÇA INSTITUCIONAL E
OS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação (FACE) da Universidade de Brasília (UnB) como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Administração, área de concentração em Administração Pública e Políticas Públicas.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Guilherme de Oliveira

Brasília
2012

RAFAEL LIBERAL FERREIRA DE SANTANA

MUDANÇA INSTITUCIONAL E
OS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação (FACE) da Universidade de Brasília (UnB) como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Administração, área de concentração em Administração Pública e Políticas Públicas.

Aprovada em 29 / 8 / 2012

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Luiz Guilherme de Oliveira – Orientador
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade de Brasília

Prof. Dr. Paulo Carlos Du Pin Calmon – Examinador Interno
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade de Brasília

Prof. Dr. Arthur Trindade Maranhão Costa – Examinador Externo
Departamento de Sociologia
Universidade de Brasília

Prof. Dr. Luiz Fernando Macedo Bessa – Membro Suplente
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade de Brasília

AGRADECIMENTOS

À minha linda e amada mãe, Cacilda, que nunca mediu esforços para proporcionar uma formação de qualidade a seus filhos. Que tem sempre a palavra certa de carinho, a incansável torcida, o cuidado e o dengo que só uma mãe pode oferecer. O estímulo que sempre me deu para fazer um mestrado (“é a sua cara, meu filho”) ajudou a transformar minhas inseguranças em serenidade e na certeza de que estava no caminho certo.

Ao meu pai, Santana, amigo de confidências, exemplo de superação dos obstáculos que a vida reserva e de como torná-la prazerosa e, sobretudo, divertida. Com ele aprendi a enxergar a beleza nas pequenas coisas, nos gestos mais sutis e a procurar fazer o bem às pessoas com desprendimento.

Aos meus irmãos, Fábio e Alexandre, minhas valiosas referências de vida. Contar com eles é um privilégio que me conforta a cada dia para seguir meu caminho. Torcem por mim e apontam os melhores contornos que a vida pode ter.

À minha cunhada, Ana Paula, e meu sobrinho, Bruno, pelo carinho de família e por me ajudarem a desopilar em vários momentos.

Aos meus sogros, André e Roziana, e a meu querido cunhado, Andrezinho, agradeço a torcida, as orações e o carinho que sempre me dedicaram.

Ao meu padrasto, Alberto Gomez (*in memorian*), que esteve comigo em pensamento nesta jornada, e que certamente compartilharia dos avanços do trabalho como fazíamos em nossas conversas com chá nos finais das tardes.

À minha vizinha querida, Levina (*in memorian*), mulher guerreira de minhas mais doces lembranças de infância e adolescência. Na figura dela, agradeço às minhas tias, tios, primas e primos que sempre torceram por mim. Cativando e merecendo...

Ao amigo Túlio, sou grato por uma linda amizade de trinta anos. Seus conselhos foram fundamentais em minha decisão de fazer este mestrado.

Aos amigos Vinícius, Serginho, Érika, Thiago e Gabi, pela força e pelos momentos de alegria que sempre tive e espero ter ao lado deles.

Aos amigos André, Caio, Franco, Krisjanis e Ricardo, que neste meu retorno à UnB estiveram comigo na forma de lembranças do período mágico que vivemos na graduação.

Ao meu orientador, Luiz Guilherme, agradeço por acreditar e me fazer acreditar que poderia dar certo. Suas palavras foram sempre o principal diapasão, mesmo quando optei por rumos mais arriscados. Uma pessoa de fácil e agradável trato, que me passou tranquilidade, apostou e soube incentivar lembrando o essencial de um desafio como este: “falando a gente muda o mundo, quero ver escrever...”

Ao prof. Paulo Calmon, que conheço e admiro desde os tempos de PIBIC, ainda na graduação, sou grato por ter contribuído pelo meu interesse em pesquisa. A ele faço um especial agradecimento por me chamar a atenção para a existência e possibilidade do PPGA.

Aos colegas que tive a oportunidade de conhecer ou reencontrar nesses dois anos de mestrado: Bento, Paulo Sérgio, André, Érica, Fábio Mirto, Joana, Renato, Estela, Sueli, Daniel Mendes, Sideni, Daniel Farias, Leila Ollaik. Igualmente, aos professores Luiz Fernando Bessa, Andrea de Oliveira e Solange Alfinito e aos funcionários do PPGA, sempre atenciosos comigo.

Aos amigos Mequita e José Augusto, pelo incentivo e torcida nos últimos anos.

Ao Vinícius Pinheiro, Helmut Schwarzer e Ricardo Pena, por comentários e dicas na fase inicial da pesquisa.

Pelos comentários feitos na banca de defesa do projeto de pesquisa, agradeço aos professores José Carneiro (UnB) e Eduardo Strachman (UNESP).

A todos que se dispuseram a participar da entrevista utilizada na pesquisa.

Por fim, teria sido muito difícil chegar aqui sem o apoio incondicional de minha esposa, Júlia. Seu companheirismo em todos os momentos e sentimentos possíveis – da extrema euforia à angústia – foi decisivo para conseguir o que, por vezes, hesitei levar adiante. Uma parceira que sempre soube transformar desafios em combustível para o crescimento pessoal novamente me ensinou, com muito amor, como se faz. A ela dedico esta conquista.

Para Júlia, com amor.

RESUMO

O objetivo da pesquisa foi investigar o processo de mudança institucional dos fundos de pensão brasileiros após a chegada de uma nova coalizão política ao governo federal em 2003. Neste contexto, sindicalistas e ex-líderes sindicais emergiram aos postos de direção e dos conselhos de gestão dos fundos de pensão, o que representou uma configuração peculiar das relações capital/trabalho. O trabalho se insere nas discussões sobre variedades do capitalismo. A análise do processo de mudança institucional foi realizada com a aplicação do modelo de Mahoney e Thelen, que contemplou também o papel dos fundos de pensão no financiamento da inovação, via mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC). A discussão das variáveis independentes e interveniente foi feita por análise de conteúdo das fontes secundárias complementadas por uma entrevista semi-estruturada (fonte primária). A análise das variáveis independentes indicou que, no período pré-eleitoral (2002), o contexto foi favorável à chegada dos agentes sindicais no setor. Foi um período caracterizado por baixa possibilidade de veto a mudanças e alto nível de discricionariedade na interpretação do papel dos fundos de pensão. Em um segundo momento, já instalados, os agentes sindicais se depararam com restrições às suas iniciativas, em geral restrições de ordem técnica, e se viram dependentes das políticas do mercado financeiro. Trata-se de um contexto com fortes pontos de veto e baixa discricionariedade na aplicação das regras institucionais. Os resultados da entrevista semi-estruturada corroboram as conclusões obtidas com as fontes secundárias. A visão predominante dos entrevistados é de mudança, mas com indicações de pontos de veto. O ambiente descrito pelas variáveis independentes propiciou a atuação dos agentes de mudança (variável interveniente) com características de *simbiontes mutualistas*, *subversivos* e também *oportunistas*, conforme classificação de Mahoney e Thelen. A entrevista indicou uma maior aproximação dos fundos de pensão e o mercado de PE/VC, com perspectivas favoráveis. Neste sentido, a externalidade natural é o fomento de atividades com perfil inovador na economia e a maior participação dos fundos de pensão na gestão de empresas, reforçando sua centralidade no capitalismo brasileiro. A pesquisa conclui que o processo de mudança institucional dos fundos de pensão encontra-se em andamento e apresenta características do tipo *acréscimo em camadas* e *deslizamento*, segundo a tipologia de Mahoney e Thelen.

Palavras-Chave: Fundos de Pensão. Mudança Institucional. Variedades de Capitalismo. Financiamento da Inovação. Private Equity. Venture Capital. Sindicalismo.

ABSTRACT

This project aimed to investigate the process of institutional change from the Brazilian pension funds after the arrival of a new national government political coalition in 2003. Under these circumstances, unionists and former union leaders emerged to assume pension funds posts like directors or members of the board of directors, which depicted a peculiar work/capital relationship. The research falls in with discussions about varieties of capitalism. The process of institutional change analysis was accomplished using Mahoney and Thelen's model, which also considered the role of pension funds in the innovation finance, through Private Equity and Venture Capital (PE/VC) markets. Independent and intervening variables discussion was made by content analysis of secondary sources, supplemented by a interview (primary source). Independent variables examination evidenced that, during the pre-election period (2002), the political scene was suitable to the appearance of the unionists into the sector. It was a period marked by weak veto possibilities to changes and high level of discretion in interpretation of the role of pension funds. Afterwards, the unionists already settled faced restrictions to their initiatives, usually technical, and became dependent of the financial market policies. It is a context with strong veto points and low level of discretion in enforcement of institutional rules. Interview's result support the conclusion acquired with the secondary sources. The prevailing view of respondents is for changing, but with indications of veto points. The environment depicted by the independent variables provided the activities of agents of change (intervening variable) with characteristics of *mutualistic symbionts*, *subversives*, and also *opportunists*, as Mahoney and Thelen's classification. The interview suggested a greater approach between pension funds and the PE/VC market, with positive outlook. In this context, the natural externality is the promotion of activities with innovative profile in the economy and a substantial participation of the pension funds into the business management, strengthen its core position into Brazilian capitalism. The research concludes that the pension funds institutional change process is an ongoing activity and shows characteristics evidenced as *layering* and *drift*, according to Mahoney and Thelen's typology.

Keywords: pension funds, institutional change, varieties of capitalism, innovation finance, Private Equity, Venture Capital, Unionism.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais Aspectos de Modelos de Sistemas Financeiros	27
Quadro 2 – Variedades de Capitalismo e Tipos de Sistemas Financeiros	27
Quadro 3 – Características das Instituições e do Contexto Político nas Mudanças Institucionais	40
Quadro 4 – Tipos de Agentes de Mudança	41
Quadro 5 – Características das Instituições, Contexto Político e Tipos de Agentes nas Mudanças Institucionais	42
Quadro 6 – Entrevista da Pesquisa: Classificação dos entrevistados	53
Quadro 7 – Elite Sindical: Principais Interlocutores nos Fundos de Pensão no Governo Lula	74
Quadro 8 – Percepção quanto à Existência de Mudança no Setor de Fundos de Pensão a partir de 2003	87
Quadro 9 - Principais Fatores que Incentivam o Investimento dos Fundos de Pensão em Private Equity e Venture Capital (PE/VC)	95

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo de Mudança Institucional de Mahoney-Thelen	36
Figura 2 – Desenho da pesquisa: aplicação do Modelo Mahoney-Thelen	54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Principais Investidores em Fundos de PE/VC no Brasil (2009)	93
Gráfico 2 – Influência nas Redes de Propriedade Brasileiras – 1996 a 2009	102

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1. PROBLEMA DE PESQUISA	18
1.2. OBJETIVOS	18
1.2.1. Objetivo Geral.....	19
1.2.2. Objetivos Específicos.....	19
2. REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1. VARIEDADES DO CAPITALISMO	20
2.1.1. Antecedentes	20
2.1.2. A Abordagem da Variedade de Capitalismo.....	22
2.1.2.1. Processos de Inovação: Radical x Incremental	24
2.1.2.2. Concepção dos Interesses Constitutivos das Firms	25
2.1.2.3. Sistemas de Proteção dos Investidores.....	25
2.1.2.4. Organização dos Sistemas Financeiros	26
2.1.3. Principais Críticas à Abordagem de Variedades de Capitalismo.....	28
2.2. MUDANÇA INSTITUCIONAL	32
2.2.1. Mudanças Radicais: Insuficientes para um Modelo Geral.....	32
2.2.2. As Ideias do Modelo Mahoney-Thelen.....	33
2.2.3. Descrição do Modelo Mahoney-Thelen.....	36
2.2.3.1. A Variável Dependente	37
2.2.3.2. As Variáveis Independentes e a Conexão I.....	38
2.2.3.2.1. Variável Independente 1: Contexto Político	38
2.2.3.2.2. Variável Independente 2: Características da Instituição	39
2.2.3.3. A Variável Interveniente e a Conexão II.....	40
2.2.3.4. A Conexão III.....	42
2.3. FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO NA ÓTICA SCHUMPETERIANA	44
3. METODOLOGIA	51
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	55
4.1. BREVE CONTEXTO HISTÓRICO	55
4.2. APLICAÇÃO DO MODELO MAHONEY-THELEN	58
4.2.1. Variáveis Independentes - 1º Momento	58
4.2.2. Variável Interveniente.....	68
4.2.3. Variáveis Independentes - 2º Momento	82
4.2.4. Resultados da Entrevista Semi-Estruturada	86
4.2.4.1. Mudança Institucional na Visão dos Entrevistados.....	86
4.2.4.2. Fundos de Pensão e o Financiamento à Inovação via Fundos de PE/VC	91
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	104
ANEXO I	110

1. INTRODUÇÃO

O senso comum, não raro, depara-se com surpresas. Processos de privatização de empresas estatais geralmente estão associados a movimentos que levam a uma menor presença do Estado na economia. Esperam-se verificar também outras características de teor mais liberal, como aumento do ingresso de capital estrangeiro e mais empresas recorrendo à bolsa de valores como instrumento de capitalização.

No Brasil, entre 1990 e 2002, 165 empresas estatais passaram, total ou parcialmente, para o controle privado. A impressão natural era que a participação do Estado na economia iria diminuir, haveria desconcentração do grau de propriedade com a chegada de novos atores e o setor privado iria aumentar seu controle sobre o setor produtivo. Em outras palavras, esperava-se que o laços de um capitalismo centrado no Estado iriam afrouxar.

No entanto, contrariando o senso comum, Lazzarini (2011) mostra que a relação entre o público e o privado apontou para um cenário bem diferente no Brasil. O autor analisa o período 1996 a 2009 e constata que, após o processo de privatizações, o Estado brasileiro não apenas manteve como aumentou sua centralidade e influência na economia. Para Lazzarini (2011, p.10), “(...) o capitalismo de laços tornou-se, surpreendentemente, ainda mais forte”.

Lazzarini (2011) aponta dois fatores que explicam este movimento. Em primeiro lugar, por causa da elevação do grau de aglomeração de propriedade e do aumento da quantidade de empresas atreladas a grupos controladores comuns. Tal situação foi favorecida pela utilização da modalidade de consórcios mistos (agentes públicos e privados) nos leilões de privatização ocorridos desde os anos 1990.

Ao contrário do modelo de privatização que resulta em pulverização da participação acionária das estatais para vários investidores, adotado por exemplo na Inglaterra e países do leste europeu, o modelo utilizado (atualmente, inclusive) no Brasil é o da venda em bloco do controle das empresas a grupos de investidores, com destaque sempre para o papel do BNDES e dos fundos de pensão de estatais na “representação pública” dos consórcios.

Neste formato de venda, o controle acionário das empresas privatizadas fica compartilhado por entes públicos e privados. Assim, o governo mantém ascendência junto às empresas privatizadas e aumenta o espectro de influência através das conexões promovidas pelos consórcios e através da expansão dos investimentos em renda variável em empresas privadas (entrada no capital social das empresas). Este modelo foi adotado nas privatizações

dos anos 1990, durante o governo Fernando Henrique Cardoso, e intensificado pelo governo Lula a partir de 2003 (LAZZARINI, 2011).

O segundo motivo apontado por Lazzarini (2011) é o protagonismo de determinados agentes que atuam como conectores de várias aglomerações. Os proprietários que mais incorporaram a função de conexão – e que reforçaram o capitalismo de laços – foram, justamente, atores ligados direta ou indiretamente ao governo – o BNDES e os fundos de pensão de empresas estatais.

O papel desses dois conectores se intensificou após 1996 e, mais fortemente, após 2003. Os números de Lazzarini (2011) mostram que o grupo mais influente¹ nas “redes de propriedade” brasileiras em 1996 era o de fundos de pensão de estatais, seguido por entidades governamentais (especialmente BNDES), investidores institucionais (firmas de investimento e fundos de pensão de empresas privadas), em quarto os indivíduos e famílias e por último as firmas e investidores estrangeiros. Após as privatizações dos anos 1990, a influência dos fundos de pensão e do BNDES aumentou expressivamente (mais que triplicou) em 2009. Já o capital estrangeiro apresentou pequeno crescimento de influência, ficando pouco acima do grupo de indivíduos e famílias e, por último, investidores institucionais, que perderam influência no período 1996-2009.

Conclui-se que, diferentemente do senso comum, a reestruturação da economia brasileira ocorrida após a década de 1990 não resultou em menor concentração de propriedade, elevados fluxos de capital estrangeiro e maior controle do setor privado no setor produtivo. Ao contrário, os dados de Lazzarini (2011) mostram que os principais atores centrais continuam sendo, com crescente importância, entidades ligadas ao governo e poucos grupos locais. Os laços do capitalismo brasileiro não afrouxaram com as privatizações e, por braços diretos (BNDES) e especialmente indiretos (fundos de pensão) o Estado está mais influente do que antes nos rumos da economia.

As complementaridades institucionais advindas do protagonismo do BNDES e dos fundos de pensão resultam em uma configuração do capitalismo brasileiro que se posiciona de maneira peculiar na tipologia de variedades de capitalismo proposta por Hall e Soskice (2001), onde são contrapostas economias liberais e economias coordenadas de mercado. Ainda que formulada a partir da realidade de países desenvolvidos, a abordagem de

¹ Para quantificar o conceito de influência, Lazzarini (2011) utiliza uma medida chamada *centralidade de poder* ou *centralidade de Bonacich*, bastante difundida em análise de redes para captar a sequência de laços diretos e indiretos. Grosso modo, a idéia é que, quanto mais um proprietário estiver conectado com um grande número de proprietários que, por sua vez, são também bastante entrelaçados na rede corporativa, maior será a sua centralidade de Bonacich (LAZZARINI, 2011:28).

variedades de capitalismo propiciou a abertura de vasta agenda de pesquisa sobre as economias de diversas nações no campo da economia política comparada.

A partir dos resultados de Lazzarini (2011), Schneider (2011, p.188) afirma que o caso brasileiro “(...) não é capitalismo do mercado, nem capitalismo do Estado, nem o *crony capitalism* de outros países. O capitalismo de laços no Brasil é algo novo (...)”. Esta observação é particularmente significativa na medida em que Ben Ross Schneider tem sido responsável pelas tentativas mais elaboradas de desenvolvimento de tipologia de variedades de capitalismo para a América Latina nos últimos anos, conforme salienta Delgado (2008).

O caso dos fundos de pensão brasileiros, objetos de estudo nesta dissertação, é repleto de nuances e características interessantes. Para Grün (2003), os fundos de pensão guardam uma ambiguidade que os posiciona entre os mecanismos de uma estrutura corporativa arcaica e os mecanismos da moderna governança econômica. De um lado, foram criados (a maioria) ao redor de companhias estatais e, por isso, sofreram uma espécie de contaminação da má reputação ou imagem que essas organizações padeceram no passado recente. Por outro lado, o fortalecimento deste tipo de investidor institucional (os fundos de pensão) é internacionalmente considerado mecanismo essencial da justificação do capitalismo moderno, ou de uma variedade de capitalismo.

Desde a década de 1980 os fundos de pensão se destacam no movimento de ascensão dos investidores institucionais ocorrido na dinâmica dos mercados financeiros nos países industrializados. A condição de agentes com liquidez disponível na forma poupança contratual e os mecanismos de aplicação de seus elevados recursos dão a tônica das finanças na atualidade (CORDER e SALLES-FILHO, 2006; CORRÊA e VIEIRA, 2000).

No Brasil, juntamente com o BNDES, a atuação dos fundos de pensão tem compensado as lacunas do mercado de crédito privado e as oscilações erráticas do mercado de capitais. Assim, buscam mitigar a carência de investimento de longo prazo e proporcionam um relativo grau de coordenação política para agenda de desenvolvimento (SANTANA, 2008). Ampliando o leque de análise, são atores que contribuem decisivamente em um contexto específico brasileiro, onde a ação estatal tem se baseado em padrões diferenciados, mais porosos à formação de parcerias com os agentes privados. Esta maneira encontrada pelo Estado brasileiro de se reposicionar para acompanhar as necessidades de uma *economia baseada no conhecimento* após um período nacional-desenvolvimentista vem acompanhada de desafios. Um dos principais é o fomento a inovações e ao progresso tecnológico (SCHAPIRO, 2009).

Com o início do governo Lula, em 2003, os fundos de pensão, especialmente das empresas estatais, passaram a contar com a participação de sindicalistas e ex-líderes sindicais em seus quadros dirigentes e nos conselhos de gestão. A primeira vista, pode-se considerar um evento surpreendente, uma vez que se trata de uma categoria que tradicionalmente não guardava boa relação com o mercado financeiro. De fato, conforme observa Jardim (2009), até meados da década de 1990 a postura dos trabalhadores em relação aos fundos de pensão era de desconfiança. Antes deste período, conforme afirma um dos entrevistados da pesquisadora, “o movimento sindical via com maus olhos o dinheiro dos fundos”, pois achava que ele refletia uma “venda ideológica” (JARDIM, 2009, p.153).

A origem do trajeto de aproximação dos sindicalistas aos fundos de pensão pode ser situada no processo de reestruturação produtiva verificado nos anos 1990, após abertura comercial, e que levou a uma transformação das agendas sindicais. As mudanças do mercado de trabalho, com aumento do desemprego e precarização da mão de obra, levaram também a um abrandamento das bandeiras tradicionais de greves e paralizações características dos anos 1970 e 1980. Assim, para um grupo que buscava novas alternativas e estratégias para se enquadrar em um novo contexto de relações econômicas, especificamente as relações capital/trabalho, a participação na gestão dos fundos de pensão se mostrou como uma valiosa oportunidade. E com a chegada ao poder de um governo cuja base de sustentação era mais alinhada ideologicamente aos sindicatos, esta “conversão” dos sindicalistas aos fundos de pensão – e ao campo do mercado financeiro – foi naturalmente favorecida (JARDIM, 2009).

Para justificar a aproximação com os fundos de pensão, o movimento sindical passou por um verdadeiro processo de mudança cognitiva conduzido por líderes sindicais estratégicos ligados principalmente ao setor bancário e eletricitário, além das lideranças das três maiores centrais sindicais do país, CUT, CGT e Força Sindical. O argumento principal foi direcionado para a legitimidade dos próprios trabalhadores em participar da gestão de “sua própria poupança” e, assim, evitar o mau uso dos recursos, seja em atividades ilegais ou atividades que lhes prejudicassem. Assim, os investimentos dos fundos deveriam buscar rentabilidade, mas por meio de atividades produtivas, éticas e socialmente responsáveis. Desta forma, estariam contribuindo também para inibir qualquer política de especulação e financeirização² (JARDIM, 2009).

² Inevitável citar Peter Drucker: “Se o socialismo é definido como propriedade dos meios de produção pelos trabalhadores, não há dúvida de que o socialismo nasceu nos Estados Unidos por meio da política de fundos de pensão, fazendo desse país a primeira nação realmente socialista” (DRUCKER, 1977, p.3).

A conversão sindical estava, portanto, operacionalizada. Bandeiras tradicionais como greves e manifestações deram lugar a discursos de responsabilidade social, investimento ético, capital produtivo e governança corporativa. Os fundos de pensão deixaram de ser associados a “arcaicas estruturas corporativas” ou “instituições sem legitimidade social” e ganharam imagem de “projeto estratégico” para o desenvolvimento sustentável do país. As centrais passaram a investir em seminários e cursos para formação de gestores de fundos de pensão. Até mesmo os “inimigos” principais deixaram de ser banqueiros e grandes empresários. Agora eram os jornalistas que criticassem os fundos de pensão (JARDIM, 2009). Para um grupo que buscava “sair das cordas” desde os anos 1990 com o enfraquecimento de suas tradicionais causas, um novo campo de atuação florescia para o movimento sindical (SORIA e SILVA, 2011).

A convergência observada entre sindicalistas e o mercado financeiro, via fundos de pensão, representa um fato inédito no Brasil. E, como era de se esperar, as novas estratégias sindicais, repletas de contradições e ambiguidades para legitimar a presença de seus membros no terreno financeiro, foram executadas implicando tensões entre vários campos e atores. Em seu trabalho de campo, Jardim (2009) identificou tensões internas ao movimento sindical (dirigentes tradicionais que não se “converteram” e que ainda guardam valores da pauta tradicional olham com desconfiança a pauta “moderna”) e tensões entre novos dirigentes e os dirigentes tradicionais de fundos de pensão (os dirigentes tradicionais questionam o profissionalismo e capacidade técnica dos dirigentes sindicais).

Grün (2009) aponta ainda um terceiro campo de tensão, onde se relacionam financistas do mercado e sindicalistas dos fundos de pensão. Esta tensão pode ser materializada mais especificamente nas decisões de investimentos dos fundos de pensão em fundos de Private Equity – e aqui é possível acrescentar a modalidade de Venture Capital à percepção de Grün (2009)³ – cuja análise será de especial interesse para os propósitos desta dissertação.

Os fundos de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) consistem em alternativas existentes no mercado financeiro para financiamento de empresas incipientes ou em fase de maturação com alto potencial de crescimento que, em geral, levam ao mercado serviços e produtos inovadores. São empresas que também inovam nos processos produtivos, gerenciais e em suas estratégias de marketing (RIBEIRO; TIRONI, 2007). A ideia básica é adquirir parte

³ A distinção entre os segmentos de Private Equity e Venture Capital refere-se à fase de desenvolvimento em que se encontram as empresas quando recebem o investimento. Os fundos de Venture Capital são direcionados para empresas em estágio inicial de desenvolvimento, e os investimentos tipo Private Equity ocorrem em empresas já maduras e estabelecidas. Em ambos os estágios, uma participação ativa dos gestores dos fundos PE/VC é importante para agregar valor ao negócio (ABDI, 2009).

do capital dessas empresas, ajudar a implantar novas políticas de gestão e de governança corporativa e, após alguns anos, vender as participações adquiridas (*exit*) com a expectativa de retorno aos investidores dos recursos (DA RIN; PENAS, 2007).

Com origem na década de 1940 nos Estados Unidos e amplamente difundido e adaptado ao sistema financeiro americano, o desenvolvimento dos fundos de PE/VC no Brasil ocorreu somente após a estabilização da economia, em meados dos anos 1990 (ABDI, 2009)⁴. As características de baixa liquidez, elevado risco e grande potencial de retorno fazem dos fundos de PE/VC um mercado atraente para investidores com consideráveis níveis de recursos e com perfil de aplicação em prazos longos. Assim, investidores institucionais como as seguradoras e os fundos de pensão comumente aparecem como os principais fomentadores deste mercado ao redor do mundo (ABDI, 2009).

De fato, nos Estados Unidos, os fundos de pensão são os maiores investidores da indústria de PE/VC, tendo apresentado uma participação média de 40% na década de 1990, chegando a 50% em 2001. (MEGGINSON, 2004; GVCEPE, 2008). No Brasil, assim como na indústria americana, os fundos de pensão também representam os principais investidores de PE/VC. Entre 2005 e 2009, a participação dos investimentos dos fundos de pensão aumentou de 17,2% para 22% do total captado pelo mercado PE/VC, registrando-se um pico de 24% em 2008 (GVCEPE, 2008; ABDI, 2009).

Apesar da clara representatividade que os fundos de pensão vêm exercendo no mercado de PE/VC brasileiro nos últimos anos, sua participação ainda é considerada pequena diante do patrimônio que eles possuem e da permissão legal em vigor para que apliquem seus recursos neste mercado. De fato, em 2011 os fundos de pensão brasileiros possuíam 2,2% de seu patrimônio investidos em PE/VC (ABRAPP, 2011). Nos Estados Unidos, dados ainda de 2006 indicaram que esse índice variou entre 5% e 6% do patrimônio total dos fundos (FINEP, 2007).

Ainda que este panorama geral indique que a relação entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC não é desprezível no Brasil, sendo inclusive fundamental para o desenvolvimento deste último, as tensões entre os atores principais e suas estratégias nos dois segmentos tem se tornado públicas desde o período das privatizações das estatais nos anos 1990 até os anos recentes⁵ (GRÜN, 2009). Voltando à esfera simbólica da legitimação de

⁴ ABDI (2009) apresenta pela primeira vez evidências de iniciativas de PE/VC ocorridas no Brasil na década de 1960, corrigindo assim imprecisões históricas existentes na literatura que datavam o surgimento da moderna indústria de PE/VC para meados da década de 1970 e início dos anos 1980.

⁵ Um exemplo foi o caso da disputa pelo controle das empresas de telecomunicações privatizadas como a Brasil Telecom (BrT) entre PREVI e o banco Opportunity no primeiro governo Lula (SANTANA, 2008).

atores no campo financeiro, Grün (2009) defende a tese de que as tensões são resultado de percepções. Para os dirigentes dos fundos de pensão, o mercado de PE/VC representam uma modalidade financeira sujeita a maior controle e “domesticação”, enquanto para os financistas, os dirigentes de fundos de pensão guardam a imagem do corporativismo brasileiro, associados ao atraso econômico do país.

A tensão descrita por Grün (2009) não se mostra estática e ganha contornos variados na medida em que mudam os atores principais. Na fase em que os fundos de PE/VC começaram a se desenvolver e ganhar visibilidade na economia, os fundos de pensão relutaram em aplicar seus recursos alegando falta de transparência, baixa liquidez, além do elevado risco a seus participantes. Mais recentemente, a inovação dos PE/VC parece ter recebido melhor aceitação pelos fundos de pensão, “após um longo período de desconfiança e também depois que esse dispositivo financeiro se ‘tropicalizou’ nas mãos de financistas com sensibilidade diferente do famigerado Daniel Dantas” (GRÜN, 2011, p.109).

E é neste gradiente de aproximação e adaptação mútua (ou “tropicalização”, para usar o termo de Grün, 2011) dos fundos de pensão e do mercado de PE/VC que pode estar contida uma amostra da dinâmica do capitalismo de laços descrito por Lazzarini (2011), conforme início desta seção introdutória. Um campo financeiro mais complexo, entrelaçado, cuja interação de atores pode ser altamente relevante para determinar os rumos da economia por meio especialmente do fomento a inovações e ao progresso tecnológico, *outputs* esperados do mercado de PE/VC. Schapiro (2009, p.14) destaca que o incentivo a inovações e tecnologia possui, atualmente, “talvez a mesma importância que os setores intensos em escala e em capital detinham entre as décadas de 1950 e 1980”.

Os ingredientes de toda esta “trama” propiciam um interessante campo de análise e se inserem no contexto da intuição de Schumpeter (1991), conforme citado por Grün (2009, p.174), “para quem a esfera das finanças revela a ossatura da sociedade capitalista contemporânea, em especial do seu âmbito político e das disputas entre suas elites”.

Assim, foi visto que as características dos fundos de pensão no conjunto da economia lhes confere vasta margem de complementaridades institucionais e uma capacidade de coordenação que tem influenciado diretamente a configuração do capitalismo brasileiro. A chegada de sindicalistas à esfera dirigente dos fundos de pensão após 2003 foi resultado de um processo de transformação da atuação e das cognições sindicais e representou uma conformação inédita na relação entre trabalhadores e o mercado financeiro, via fundos de pensão. Vários autores tem se dedicado a descrever as mudanças no meio sindical (GRÜN,

2003, 2004a, 2005a, 2005b; JARDIM, 2009; SORIA e SILVA, 2011) e parece que todos convergem sobre a significativa dimensão destas mudanças. Mas e pelo lado dos fundos de pensão, é possível falar em mudança institucional? Este é justamente o propósito desta pesquisa, que levanta a questão a seguir.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

É possível identificar mudança institucional no segmento de fundos de pensão brasileiros após a chegada de sindicalistas e ex-líderes sindicais nos quadros dirigentes dessas instituições a partir de 2003? Caso positivo, que tipo de mudança?

1.2. OBJETIVOS

O protagonismo dos fundos de pensão e o espectro de complementaridades institucionais geradas na economia tem contribuído para a conformação recente do capitalismo brasileiro. Esta configuração será tratada nesta pesquisa no contexto da abordagem de variedades do capitalismo proposta por Hall e Soskice (2001) e seus desdobramentos para economias em desenvolvimento.

Entretanto, Rezende (2010) observa que as abordagens do tipo variedades de capitalismo tem gerado considerável avanço na compreensão do problema da diversidade econômica no contexto da globalização, mas apresentam falhas quando procuram explicações para as mudanças institucionais. Assim, dentre as críticas e propostas de refinamento que Rezende (2010, p.202) levanta para “tentar restaurar a capacidade dos modelos institucionalistas de dar conta do problema da mudança institucional”, está o modelo de Streeck e Thelen (2005).

Adota-se então a proposta de Rezende (2010) com um devido ajuste. A tipologia para mudanças institucionais criada por Streeck e Thelen (2005), embora robusta para análises comparadas e calcadas em evidências empíricas, não explica as fontes das mudanças. Assim, a investigação sobre a questão da mudança institucional dos fundos de pensão será parametrizada pelo modelo de Mahoney e Thelen (2010), que agrega potencial explicativo à tipologia contida em Streeck e Thelen (2005) e consegue dar um passo além da mera caracterização e classificação dos tipos de mudanças institucionais.

E com o intuito de verificar a consistência da tensão apontada por Grün (2009) entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC e se tal tensão contribui de alguma forma para o processo de mudança institucional, esta relação será tomada também como parâmetro para se atingir o objetivo geral da pesquisa. Ressalte-se que deste campo (de tensão) ocorrem as externalidades de impacto no financiamento da inovação e do progresso tecnológico da economia.

Assim, é possível listar os objetivos geral e específicos da pesquisa.

1.2.1. Objetivo Geral

Investigar o processo de mudança institucional no segmento dos fundos de pensão brasileiros com a chegada de novos dirigentes após 2003.

1.2.2. Objetivos Específicos

Para que o objetivo geral seja alcançado, a pesquisa será parametrizada por dois objetivos específicos:

- a) Destacar a movimentação de atores e suas estratégias no contexto dos fundos de pensão no Brasil desde os anos 1990, com base no modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010);
- b) Verificar as características da interação entre os fundos de pensão e o mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) no sistema financeiro brasileiro.

A dissertação está estruturada em 5 capítulos. Além desta introdução, o capítulo 2 apresenta o referencial teórico da pesquisa, onde são discutidas a abordagem de variedades do capitalismo, o modelo de mudança institucional de Mahoney e Thelen (2010) e o processo de financiamento à inovação na ótica schumpeteriana. O capítulo 3 destaca a metodologia aplicada no desenvolvimento do trabalho, enquanto os resultados e a discussão estão apresentados no capítulo 4. No capítulo 5 são feitas as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo estão propostas as teorias que irão fundamentar a pesquisa. Na seção 2.1 são apresentadas as principais características da abordagem de variedades do capitalismo (VoCs) e seus desdobramentos analíticos para o caso dos países em desenvolvimento. A investigação do processo de mudança institucional dos fundos de pensão no Brasil será realizada à luz do modelo de Mahoney e Thelen (2010), descrito na seção 2.2. Por fim, na seção 2.3, são discutidos os principais aspectos teóricos do financiamento aos processos de inovação na ótica schumpeteriana.

2.1. VARIEDADES DO CAPITALISMO

A abordagem sobre Variedades de Capitalismo – VoC surge do esforço de reinterpretação do processo de globalização e representou uma das proeminentes críticas à perspectiva globalista uniformizadora no campo da economia política comparada. A obra de Hall e Soskice (2001) é considerada um marco que oferece uma interpretação analítica alternativa à literatura dominante desde os anos 1980 que sustentava a tese da convergência das economias inseridas no capitalismo mundial. Baseada em hipóteses e conceitos particulares, a abordagem de VoC de Hall e Soskice (2001) dedica atenção às formas como as instituições de cada país interagem para configurar tipos particulares de capitalismo. As seções a seguir apresentam as principais características da abordagem de VoC.

2.1.1. Antecedentes

As clássicas medidas de ajuste consubstanciadas no Consenso de Washington em 1989 serviram de farol a vários países durante a década de 1990⁶. Diante de resultados questionáveis, foram revisitadas dez anos depois pelo Fundo Monetário Internacional e

⁶ As 10 medidas previstas no Consenso de Washington são: a) disciplina fiscal visando eliminar o déficit público; b) mudança das prioridades em relação às despesas públicas; c) reforma tributária; d) taxas de juros determinadas pelo mercado; e) taxa de câmbio competitiva, também determinada pelo mercado; f) liberalização comercial; g) liberalização dos investimentos diretos estrangeiros; h) privatização das empresas públicas; i) desregulamentação das atividades econômicas; e j) garantias de direito de propriedade (Williamson, 1990).

culminaram na segunda geração de agenda de reformas⁷. No entanto, ainda que o foco tenha se alterado para a importância das regras e instituições na mediação das relações entre Estado, mercado e sociedade e mesmo para medidas de combate à pobreza, o receituário permanecia genérico, uniformizador e convergente a um padrão único de desenvolvimento econômico (CONDÉ, 2009). Tratava-se de um aprofundamento do Consenso de Washington, com a clara justificativa de que “(...) Sem estas reformas, os benefícios do primeiro ciclo de reformas podem esgotar-se em breve” (TANZI, 2000, p.23).

Na virada para os anos 2000, as diretrizes baseadas no fundamentalismo do Consenso de Washington e na segunda geração de reformas perdem força. Os questionamentos à sustentação teórica e à implementação da agenda de reformas orientadas para o mercado se mostraram cada vez mais intensos, desconfortáveis com a insuficiência explicativa das abordagens que insistiam no argumento da convergência das economias.

As críticas se apoiavam na observação da realidade e se dividiam em duas linhas. De um lado, foram vários os resultados de insucesso. A aplicação do receituário pró-mercado resultou em baixos níveis de crescimento, elevação dos níveis de pobreza e da vulnerabilidade externa em diferentes partes do mundo. Por outro lado, experiências bem-sucedidas foram verificadas justamente nos países que buscaram caminhos e soluções próprias e preservaram margens significativas de autonomia na condução de suas reformas⁸ (CONDÉ, 2009; DINIZ, 2010).

Diniz (2010) recupera brevemente o debate que se propôs a repensar os rumos do desenvolvimento capitalista após o auge do período das reformas orientadas para o mercado, e elenca as principais rotas de fissura com aquela perspectiva. O argumento geral era que se a globalização implica restrições, também teria o efeito de capacitar governos a responder aos desafios externos.

Em primeiro lugar, tais respostas ocorrem por meio das instituições domésticas e a elite governante, que são responsáveis por administrar a inserção de suas economias na ordem internacional em função de interesses próprios, o que remete à noção de defesa da soberania nacional. A elaboração de políticas para lidar com a abertura econômica implica, assim, uma nova concepção de governabilidade, envolvendo as esferas interna e externa.

⁷ Textos de referência da agenda de reformas de segunda geração do FMI podem ser encontrados no endereço <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/>.

⁸ São vários os exemplos de insucesso e em países com características bem distintas em todo o mundo: Peru, Bolívia, Argentina (o *crack* argentino em 2002), Rússia e República Tcheca. Como casos de sucesso, podem ser citados Polônia e China (CONDÉ, 2009; DINIZ, 2010).

Em segundo lugar, ressalta-se a capacidade dos governos na busca de alternativas próprias, que favoreçam os interesses nacionais, por menores que sejam os graus de liberdade associados à globalização. Outro ponto refere-se ao questionamento do receituário único, da validade e eficácia de uma agenda uniforme de aplicação padronizada e universal. Por fim, a rejeição aos pressupostos da convergência e uniformização das economias, indicando-se que, ao contrário, houve diversidade das estratégias de caminhos e respostas econômicas de vários países (DINIZ, 2010).

Neste contexto emergem as ideias sobre estratégias diversificadas de desenvolvimento e inserção na economia global, onde a literatura sobre variedades do capitalismo ganha destaque e representa um ponto de inflexão.

2.1.2. A Abordagem da Variedade de Capitalismo

A tese principal da abordagem de VoC considera que, por causa de arranjos institucionais e suas complementaridades específicas, os capitalismos reagem de maneira distinta frente a pressões competitivas por maior desempenho e eficiência. Assim, é possível destacar três elementos fundamentais do modelo de Hall e Soskice (2001): a centralidade do papel da *firma*, as *complementaridades* institucionais e os modos de *coordenação*.

As *firmas* interagem estrategicamente com outros agentes (sindicatos, indivíduos, organizações, governo etc.), como na perspectiva da teoria dos jogos, e o movimento gerado por tais conexões, assim como da reação das firmas frente à concorrência internacional ou mudanças tecnológicas, deve ser analisado como um comportamento agregado da economia.

Em segundo lugar, a noção de *complementaridade*⁹ supõe que as economias nacionais são formadas por conjuntos independentes e complementares de instituições que encontram-se em constante interação. Os efeitos interativos se traduzem em lógicas diferenciadas de configuração da ação econômica. A maneira particular pelo qual as complementaridades e os efeitos por elas produzidos se estruturam são fundamentais para mostrar como as instituições explicam a variedade econômica do capitalismo (REZENDE, 2010).

Por fim, a abordagem de VoC destaca uma série de esferas relacionadas a *modos ou problemas de coordenação* que as firmas enfrentam ao elaborar suas estratégias de atuação.

⁹ Rezende (2010, p.214) ilustra o conceito de complementaridade da seguinte forma: “um conjunto de instituições X é considerado complementar a outro Z, no contexto de um dado sistema S, quando a presença de X gera resultados positivos para Z, e, por outro lado é funcional para a performance do sistema.”

Como a estratégia das firmas varia entre as nações, pelas diferentes complementaridades, são necessárias também diferentes respostas (CONDÉ, 2009).

Hall e Soskice (2001) descrevem cinco esferas em que ocorrem dilemas de coordenação. Em primeiro lugar, as *relações industriais*, onde o problema consiste em como coordenar negociação salarial, condições de trabalho e níveis de produtividade. Na esfera da *qualificação profissional e educação*, o problema é garantir a competência adequada da força de trabalho e definir o nível de investimento em capacitação de cada firma. Em terceiro lugar, é na esfera da *governança corporativa* que ocorrem as definições sobre acesso a financiamentos e garantias de retorno para os investidores. Em quarto, as formas de coordenação na esfera das *relações interfirmas* buscam assegurar uma demanda estável para os produtos, oferta adequada de insumos e o acesso à tecnologia, de forma a evitar os riscos de exploração em *joint ventures* e vazamento de informações privadas. Por último, na esfera das *relações com empregados (intrafirmas)* o desafio das firmas é coordenar questões de disciplina, confiança mútua, competências adequadas e cooperação dos empregados em suas atividades, mitigando assim os problemas de risco moral e seleção adversa.

A partir do modo como as firmas resolvem os problemas de coordenação associados a estas cinco esferas, Hall e Soskice (2001) afirmam que as economias nacionais podem ser comparadas. Assim, desenvolvem uma tipologia para análise de formas de organização e funcionamento dos arranjos institucionais entre nações. Distinguem dois modelos de capitalismo, as Economias Liberais de Mercado (*Liberal-Market Economies – LMEs*) e as Economias Coordenadas de Mercado (*Coordinated-Market Economies – CMEs*) que, para os autores, constituem tipos ideais nos pólos de um espectro no qual várias nações com características mistas também podem ser classificadas.

Nas Economias Liberais de Mercado – LMEs predomina a coordenação das atividades econômicas por meio da hierarquia interna das firmas e pelos arranjos competitivos de mercado, onde as variações de preços relativos definem o processo de coordenação econômica, com pouca margem para estratégias de laços cooperativos. Os agentes econômicos apresentam comportamento individualista, competitivo e se relacionam de forma impessoal e descontínua sob uma regulação pouco comprometida com regras de solidariedade ou mecanismos distributivos. Hall e Soskice (2001) utilizam o caso dos Estados Unidos como referência deste tipo de modelo.

Já nas Economias Coordenadas de Mercado – CMEs, a coordenação está associada a outros mecanismos que não o mercado, como relacionamentos de colaboração e confiança

recíproca entre os agentes e garantias baseadas em reputação. Neste modelo, a organização do processo econômico é repleta de laços externos ao ambiente de mercado e o equilíbrio alcançado decorre da interação estratégica entre as firmas e outros atores. O caso da Alemanha é utilizado pelos autores como exemplo de CME.

É certo que tais características básicas presentes nos dois tipos de economias consideradas na abordagem original de VoC não esgotam a quantidade de variáveis que podem ser analisadas à luz da tipologia. A consolidação dos estudos de Hall e Soskice (2001) em sua Introdução às VoCs possibilitou o desenvolvimento de uma vasta agenda de discussões e pesquisas que buscam conferir maior flexibilidade às diferentes economias para planejar e implementar suas configurações institucionais (MOURÃO, 2011). A seguir, são destacados outros aspectos que distinguem as economias coordenadas e liberais e que serão especificamente úteis aos propósitos da pesquisa.

2.1.2.1. Processos de Inovação: Radical x Incremental

Hall e Soskice (2001) tratam dos aspectos relacionados ao processo inovativo nas economias e defendem que o contexto institucional impacta o desenvolvimento de inovações, a depender do tipo de especialização de cada país. Nas economias coordenadas, as inovações tendem a ser *incrementais*, enquanto as economias liberais favorecem o desenvolvimento de inovações *radicais*.

Nas economias liberais, as *inovações radicais* são favorecidas pela existência de mercados de trabalho flexíveis, onde a contratação de mão-de-obra capacitada com habilidades específicas e ajustes mais profundos no processo de trabalho não acarretam em custos elevados. Tal estrutura do mercado de trabalho está ligada a um modelo de governança corporativa com autonomia gerencial e um mercado de capitais sólido e estruturado de forma a permitir a migração de recursos entre projetos. A combinação destes fatores favorece, assim, as inovações radicais, que envolvem rápido avanço de tecnologias sobretudo nas áreas como biotecnologia, semicondutores, software e fomentam novos produtos e processos produtivos.

Já nas economias coordenadas, o arranjo institucional favorece as *inovações incrementais* para a manutenção da competitividade dos setores chave da economia, em especial ligados à produção de bens de capital e de consumo duráveis, mais elaborados. As relações estáveis de trabalho e a obtenção de competências específicas de trabalhadores nas firmas e setores econômicos beneficiam as alterações contínuas, de pequena escala, na linha

de produtos e nos processos produtivos. Essa inovação incremental é propiciada também por um tipo de governança corporativa que promove um estreito relacionamento, de confiança recíproca, entre clientes e fornecedores e por estruturas de financiamentos com perfil de longo prazo, o que favorece a cooperação entre as firmas e com outros atores importantes como institutos de pesquisa (HALL e SOSKICE, 2001).

2.1.2.2. Concepção dos Interesses Constitutivos das Firms

Refere-se às visões distintas sobre o conjunto de atores que constituem as firmas. As economias liberais tendem a proteger a figura do acionista em detrimento de outras categorias, enquanto as economias coordenadas priorizam a perspectiva coletiva e constroem mecanismos de garantia jurídica e direitos de participação seja para acionistas, credores ou mesmo aos trabalhadores. Assim, a proteção a credores se transforma em outra característica na tipologia de VoC, onde países de economias liberais são menos favoráveis aos credores (*debt-friendly*) e países de economias coordenadas são tipicamente protetores dos credores (*creditor-friendly*) (SCHAPIRO, 2009).

2.1.2.3. Sistemas de Proteção dos Investidores

Os dois modelos comportam distintos mecanismos de defesa dos interesses dos investidores. Com uma perspectiva mais jurídica, Schapiro (2009) indica que nas economias liberais, o instrumental de proteção dos investidores favorece as ações individuais, condizentes com a lógica de adversariedade. Os acionistas que se sentem prejudicados em seus interesses tem o poder de questionar individualmente decisões administrativas.

Por outro lado, nas economias coordenadas a proteção dos acionistas é feita por meios coletivos de solução das disputas, predominando instâncias de barganha coletiva internas à sociedade ao invés de confrontos individuais. As contestações ocorrem no contexto da governança corporativa, que propicia uma concertação entre grupos sociais e acionistas onde estes últimos são apenas uma parte e não necessariamente a mais relevante na disputa de interesses.

Assim, diferentemente do confronto via voluntarismo individual das economias liberais, a proteção aos investidores nas economias coordenadas ocorre por mecanismos relacionais entre credores e acionistas. A dinâmica favorece ao estabelecimento de relações de

longo prazo entre esses atores, o que possibilita também uma constante fiscalização dos agentes financeiros sobre o desempenho das firmas captadoras de recursos (SCHAPIRO, 2009).

2.1.2.4. Organização dos Sistemas Financeiros

As diferentes formas de proteção aos investidores apresentadas no item anterior remetem a outra tipologia específica, criada por Zysman (1983), que trata dos sistemas financeiros dos países desenvolvidos. A trajetória histórica de desenvolvimento econômico das nações implicou variadas configurações para suprir a necessidade de oferta de créditos e capitais para os investimentos de mais longo prazo. Assim, Zysman (1983) propõe a classificação de três modelos distintos de sistema financeiro relacionados a padrões de financiamento.

O primeiro modelo engloba os Sistema de Mercado de Capitais – SMC, que estão baseados no mercado de capitais com recursos alocados por preços estabelecidos em mercados competitivos (ex. EUA e Inglaterra). Utilizam-se de financiamento direto, por meio de títulos lançados no mercado de capitais e as instituições financeiras possuem natureza privada e segmentada ou pulverizada.

O segundo modelo, Sistemas de Crédito Privado – SCP, são baseados em crédito bancário privado (ex. Alemanha). A existência de instituições financeiras privadas é o ponto em comum com o primeiro modelo, SMC, mas o financiamento ocorre de forma indireta, por meio de empréstimos, e tem natureza concentrada.

Por fim estão os Sistemas de Crédito Governamental (ou público) – SCG, baseados em crédito com os preços básicos administrados pelo governo (ex. França e Japão). Assim como o segundo modelo, SCP, o financiamento é indireto, por empréstimos, e a natureza concentrada, mas com a diferença de ter como principal agente de fomento as instituições estatais (MARINHO, 2004).

O quadro 1 a seguir sintetiza as diferenças entre os três modelos de sistemas financeiros descritos por Zysman (1983):

Quadro 1 – Principais Aspectos de Modelos de Sistemas Financeiros

Aspectos	Tipos de Sistema Financeiro		
	SMC - Mercado de Capitais	SCP - Crédito Privado	SCG - Crédito Governamental
Financiamento	Direto	Indireto	Indireto
Instrumento	Títulos	Empréstimos	Empréstimos
Natureza da Instituição Financeira	Privada	Privada	Pública
Estrutura do Sistema Financeiro	Segmentada	Concentrada	Concentrada

Fonte: Hermann e Studart apud Marinho (2004)

Ao associar a tipologia para sistemas financeiros de Zysman (1983) à tipologia de VoCs de Hall e Soskice (2001), é possível indicar que as economias liberais – LME correspondem ou envolvem o sistema de mercado de capitais - SMC, enquanto as economias coordenadas - CME podem envolver tanto o sistema de crédito privado - SCP quanto o de crédito governamental – SCG (SORIA e SILVA, 2011).

O quadro 2 ilustra esse exercício de encontro das tipologias de Zysman (1983) e de Hall e Soskice (2001).

Quadro 2 – Variedades de Capitalismo e Tipos de Sistemas Financeiros

Variantes de Capitalismo	Tipo de Sistema Financeiro
Economias Liberais de Mercado - EML	Mercado de Capitais – SMC
Economias Coordenadas de Mercado - EMC	Crédito Privado – SCP
	Crédito Governamental - SCG

Fonte: SORIA e SILVA (2011)

Nesta perspectiva que une as tipologias de Zysman (1983) e de Hall e Soskice (2001), vale destacar que os bancos atuam em ambos os modelos de VoCs, sendo que nas economias liberais (associada aos sistemas de mercado de capitais – SMC) a intermediação financeira do setor bancário é de breve maturação, ou seja, os bancos possuem perfil de agentes financeiros de curto prazo.

Já nas economias coordenadas com sistemas de crédito privado – SCP, o ambiente regulatório é moldado para que os bancos sejam os principais operadores de financiamento de

longo prazo. Em contraponto ao ambiente concorrencial das economias liberais, percebe-se nessas economias coordenadas processos de concentração bancária que conferem ao setor robustez e relativa estabilidade para captação de recursos, aspectos decisivos para que possam garantir a intermediação de operações financeiras de mais longo prazo.

Por fim, as economias coordenadas associadas a sistemas de crédito governamental – SCG são similares àquelas baseadas em créditos privados – SCP, dado que o crédito bancário é o principal instrumento de financiamento. No entanto, distinguem-se pelos protagonistas do processo de financiamento, no caso as instituições público-estatais, e não o setor bancário privado. Neste modelo, as instituições se organizam na forma de bancos de desenvolvimento e os bancos públicos atuam em vários setores da economia (agricultura, construção civil, indústria etc.), como provedores de investimentos de longo prazo (SORIA e SILVA, 2011; SCHAPIRO, 2009).

2.1.3. Principais Críticas à Abordagem de Variedades de Capitalismo

Os modelos de capitalismo e, de forma adjacente, de organização financeira descritos até o momento não esgotam as alternativas encontradas por todos os países. Tais modelos “ideais” foram desenvolvidos com base em economias centrais como EUA, Alemanha, Japão, França. São tipologias que refletem um espectro de realidades e constituem um forte campo de pesquisa, mas longe de formarem consenso e estarem isentas de críticas.

Uma das críticas recorrentes refere-se à limitação da polaridade do modelo VoC em representar tipos variados de arranjos econômicos. Assim, outras tipologias foram apresentadas com o objetivo de captar a diversidade de capitalismos, especialmente ampliando o leque de países e regiões. Amable (2003), por exemplo, a partir da identificação de complementaridades em cinco esferas (competição de mercado, nexos salário e mercado de trabalho, governança corporativa, proteção social e educação e treinamento), descreve cinco modelos de capitalismo: de mercado, social democrata, continental europeu, mediterrâneo e asiático.

A fraca capacidade para explicar a realidade da América Latina constitui outra importante crítica à abordagem VoC. Condé (2009) e Delgado (2008) consideram Schneider (2007) uma das poucas exceções que procuraram classificar o ambiente latino-americano a partir dos mesmos fundamentos de Hall e Soskice (2001) e sem recorrer à ideia de modalidade mista, como Hall e Soskice indicaram para outras economias. Schneider (2007)

desenvolve o conceito de *economias de mercado hierárquicas*, um tipo específico latino-americano caracterizado por baixos níveis de qualificação de mão de obra, gargalos de financiamento, combinação entre empresas familiares e multinacionais e com fracas relações sindicais.

Mas a perspectiva apresentada por Schneider (2007) não supre outra lacuna apontada na perspectiva VoC, que é o papel do Estado nas economias, em especial as economias em desenvolvimento. Para Condé (2009, p.12), “(...) o Estado, em particular, é quase um elemento exógeno que entra por toda parte nas relações de complementaridade, mas, ao mesmo tempo, não tem posição central em quase lugar algum”. Na mesma linha, Diniz (2010) afirma que para os países em desenvolvimento, a visão de natureza mais política e institucional é fundamental nas análises sobre os capitalismo dos países em desenvolvimento. Delgado (2008) considera que a abordagem de VoC não chega a excluir o Estado de seu marco analítico, mas ele não é central. Assim, sugere recuperar o seu papel na análise e propõe a formulação de um modelo específico para o Brasil, que teria assim as características de uma *economia de mercado de coordenação liberal-corporativa*, com destaque para a interação entre o Estado e o mundo empresarial:

O poder do Estado é relevante para o *enforcement* das condições em que se processa a interação estratégica das empresas. Seu peso na estrutura econômica de países com diferentes configurações institucionais – e o papel que seu poder regulatório e a magnitude do gasto público desempenham na determinação da própria dinâmica do mercado – não autoriza, a nosso juízo, seu confinamento à condição de uma entidade, *entre outras*, que participam do processo de interação. No Estado, e em seus diferentes *lugares*, por seu turno, forjam-se atores cuja presença e atuação afetam de forma decisiva o comportamento de outros atores relevantes. (DELGADO, 2008, p.2/3).

Esta recuperação da centralidade da política e do Estado é especialmente importante para reforçar o programa de pesquisa das VoCs (Condé, 2009). Neste sentido, o trabalho de Lazzarini (2011) representa uma valorosa contribuição dentre as tentativas de caracterização do capitalismo brasileiro e suas idiossincrasias. Lazzarini (2011) utiliza o termo *capitalismo de laços* como retrato de um

(...) emaranhado de contatos, alianças e estratégias de apoio gravitando em torno de interesses políticos e econômicos (...). Trata-se de um modelo assentado no uso de *relações* para explorar oportunidades de mercado ou para influenciar determinadas decisões de interesse. Essas relações podem ocorrer somente entre atores privados, muito embora grande parte da movimentação corporativa envolva, também, governos e demais atores na esfera pública. (LAZZARINI, 2011, p.3/4).

Os elementos existentes no capitalismo de laços descrito por Lazzarini (2011) convergem para o que o autor denomina de “mundo pequeno”, isto é, aglomerações interligadas por alguns poucos atores conectores. Neste “mundo pequeno”, proprietários firmam laços societários cruzados e constituem conjuntamente sociedade em conglomerados empresariais. Os consórcios (vários proprietários associados a um mesmo projeto) e as pirâmides de controle (proprietários com participações em uma empresa intermediária que, por sua vez, agrega posições em diversas outras) são dois instrumentos típicos das redes societárias no Brasil que favorecem o surgimento das aglomerações. E os principais conectores dessas aglomerações são atores ligados direta ou indiretamente ao governo. No caso brasileiro, o BNDES e os fundos de pensão das estatais são os mais influentes agentes de conexão (LAZZARINI, 2011). Esta perspectiva será explorada ao longo desta pesquisa, considerando o caso específico dos fundos de pensão.

Finalmente, Rezende (2010) questiona a capacidade da abordagem de VoC em explicar questões relacionadas a mudança institucional. Assim, com base em um conjunto de críticas e refinamentos que emergiram na literatura, explora alternativas teóricas e analíticas para conceder poder explicativo aos modelos institucionalistas sobre os processos de mudança. Rezende (2010) reúne quatro dimensões que tocam nos pontos críticos dos modelos de VoC para explicação da mudança institucional, sendo que para cada dimensão elege um trabalho representativo.

A primeira crítica é representada por Boyer (2005), que questiona a tipologia bipolar da VoC em caracterizar a diversidade de capitalismos, conforme já mencionado; a segunda crítica é oferecida por Deeg e Jackson (2007), que concentram seus argumentos no conceito de instituição utilizado na VoC; a obra de Becker (2007) aborda a funcionalidade excessiva dos modelos VoC e propõe a introdução do conceito de sistemas abertos para análise dos processos de mudança a partir das instituições; por último, Rezende (2010) cita o trabalho de Streeck e Thelen (2005), que atribuem um viés conservador a grande parte da literatura de VoC na medida em que se verifica uma prevalência analítica de continuidade sobre a

mudança nesses modelos. As explicações da abordagem de VoC baseadas em mudanças exógenas e não graduais, na visão de Streeck e Thelen (2005), caracterizam o principal problema a ser discutido.

A proposta de Rezende (2010) é particularmente útil aos objetivos desta pesquisa. O papel desempenhado pelos fundos de pensão na economia constitui elemento chave na dinâmica do capitalismo brasileiro e sua análise se insere nas abordagens de VoC. E dentre as dimensões elencadas por Rezende (2010) para suprir a carência explicativa de VoC para mudança institucional, julga-se adequada a utilização de um modelo que tenha aderência empírica e poder explicativo das mudanças.

Neste sentido, e conforme salientado no capítulo introdutório, será feita uma adaptação à proposta de Rezende (2010) e o modelo de Streeck e Thelen (2005) será substituído nesta pesquisa pelo modelo de Mahoney e Thelen (2010), que revisa e supre a carência explicativa sobre as fontes das mudanças de Streeck e Thelen (2005), indo além da caracterização e classificação dos tipos de mudanças institucionais¹⁰. O detalhamento deste modelo será apresentado na próxima seção.

¹⁰ Conforme ressalta Ferrari (2010), a tipologia apresentada por Streeck e Thelen (2005) é importante mas não lança luz sobre as fontes das mudanças institucionais. Ou seja, a simples classificação e caracterização das mudanças carece de potencial explicativo. Para superar essa deficiência é preciso abordar questões sobre (i) como as propriedades institucionais que permitem mudanças; (ii) como essas propriedades orientam a ação daqueles atores que fomentam a mudança; (iii) como conceitualizar esses atores; e (iv) que tipos de estratégias derivam do ambiente institucional. A proposta de Mahoney e Thelen (2010) para trabalhar com essas questões é considerar uma abordagem das instituições baseada em distribuição de poder e no conceito de *compliance*.

2.2. MUDANÇA INSTITUCIONAL

O referencial adotado para a investigação dos processos de mudança institucional nesta pesquisa tem como base o modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010). Os autores tomam como ponto de partida para suas formulações a percepção de que, uma vez criadas, as instituições mudam frequentemente de maneira sutil e gradual ao longo do tempo. Muito embora pequenas modificações em regras vigentes possam resultar em alterações relevantes nos comportamentos e resultados institucionais alcançados, para Mahoney e Thelen (2010) a análise dos processos graduais de mudança consiste em objeto pouco considerado por estudiosos contemporâneos.

A seguir, são apresentadas as principais críticas de Mahoney e Thelen (2010) às perspectivas que desconsideram ou conferem pouca importância às transformações graduais das instituições, seguidas das principais ideias para o desenvolvimento de um modelo que considera este tipo de mudança. Por fim, é feita a descrição do modelo proposto pelos autores.

2.2.1. Mudanças Radicais: Insuficientes para um Modelo Geral

Para Mahoney e Thelen (2010), as abordagens predominantes dos processos de mudança institucional têm privilegiado, sobretudo, o estudo de processos radicais de transformação institucional, que seriam deflagrados pela mera ocorrência de choques externos. Nesta interpretação, representada em particular pelos modelos de equilíbrio pontuado, espera-se que os processos de transformação institucional sejam marcados, com maior frequência, pela vigência de longos períodos de estabilidade ocasionalmente interrompidos por rupturas de caráter mais ou menos abruptas.

Em crítica às concepções predominantes entre partidários do pensamento institucionalista contemporâneo, Mahoney e Thelen (2010) assinalam que, dentre os adeptos do institucionalismo sociológico, a atribuição de caráter inconsciente aos atos de adesão a convenções e *scripts* pré-existentes torna, de fato, a ocorrência de choques externos a única fonte concebível de mudanças. No caso dos estudos de escolha racional, a ênfase na estabilidade decorre, de outro modo, de escolhas metodológicas bastante precisas. A percepção das instituições contemporâneas como mecanismos intrinsecamente auto-reforçáveis e a excessiva disseminação dos exercícios de estática comparativa seriam,

segundo os autores, as razões mais evidentes para a usual desconsideração de fontes endógenas de mudança.

A insatisfatória abordagem do institucionalismo histórico para as fontes endógenas de mudanças também é criticada por Mahoney e Thelen (2010). No caso, a limitação decorre da ênfase atribuída sobre o mecanismo de *path dependence* à investigação dos condicionantes da persistência de resultados e padrões institucionais específicos. Os autores afirmam que, invariavelmente, a literatura referente aos institucionalismo histórico converge suas explicações sobre mudanças para os mesmos inconvenientes dos modelos descontínuos, onde estabilidades históricas são periodicamente pontuadas por momentos críticos. São argumentos que “obscurecem as fontes endógenas de mudança e incentiva a conceber a mudança como algo que envolve o ‘colapso’ de um conjunto de instituições e sua substituição por outro” (MAHONEY e THELEN, 2010, p.7).

Assim, Mahoney e Thelen (2010) afirmam que estes três tipos de institucionalismo (segundo classificação de Hall e Taylor, 2003) fornecem boas respostas para explicar a estabilidade das instituições ao longo do tempo, bem como o impacto de choques exógenos ou mudanças institucionais abruptas. No entanto, nenhum destes modelos pode ser considerado um modelo geral de mudança, especialmente que consiga unir a compreensão da presença tanto de fontes exógenos como endógenos de mudança.

2.2.2. As Ideias do Modelo Mahoney-Thelen

O desenvolvimento do modelo de Mahoney e Thelen (2010) parte da premissa que, se as instituições são transformadas não apenas em resposta a choques exógenos ou mudanças abruptas, então a definição de suas propriedades básicas deve conter algum elemento dinâmico que permita tal mudança. Os autores apontam nas instituições importantes mecanismos de distribuição de poder e recursos políticos e afirmam que isto representa um ponto em comum com os três tipos de institucionalismos de Hall e Taylor (2003). Assim, afirmam que qualquer arranjo de regras ou expectativas formais ou informais redundam em modificações mais ou menos significativas dos padrões de repartição de poder e recursos prevaletentes.

Atribuir às instituições características distributivas de poder e recursos políticos permite a Mahoney e Thelen (2010) explicarem o processo de criação e continuidade das instituições. A distribuição heterogênea de recursos entre distintos atores faz com que

diferentes instituições sejam criadas, e elas irão refletir a combinação, muitas vezes conflitiva, das motivações desses atores. A resultante da diversidade de forças e motivações dos atores é um arranjo institucional. Tal arranjo, por sua vez, pode não refletir os objetivos de um grupo em particular e sim resultados não antecipados e mesmo pouco associados aos padrões de repartição de poder e recursos das coalizões (litigantes ou ambigualmente coordenadas).

Desta forma, diferente de elementos “auto-reforçáveis”, as instituições guardam em si componentes dinâmicos, frutos de coalizões relativamente duráveis, ainda que em permanente contestação e, portanto, sujeitos a mudança. Para Mahoney e Thelen (2010), os processos de estabilidade e transformação institucional são percebidos, assim, como fenômenos inexoravelmente relacionados. Entendem que muito embora a continuidade represente, em numerosas circunstâncias, manifesta preferência das coalizões dominantes, esse resultado apenas será garantido pela eficiente mobilização de suporte político e pelo equacionamento favorável dos problemas de ambiguidade existentes.

Mahoney e Thelen (2010) chamam a atenção para dois fatores adicionais menos óbvios dos processos de mudança institucional. O primeiro deles surge com a constatação de que os atores políticos atuam, correntemente, em múltiplas frentes institucionais. Decorre assim a possibilidade de que a mobilização de recursos em um dado contexto institucional pode influenciar os resultados dos conflitos distributivos em outro conjunto de instituições.

O segundo ponto, relativamente próximo ao anterior, consiste na possibilidade de organização de coalizões minoritárias insatisfeitas pela intensidade dos constrangimentos impostos ao longo do tempo pela coalizão dominante. Este possível cenário de “elites divididas” ou “união de grupos subordinados” favorece a capacidade de mobilização dos grupos desfavorecidos a ponto de aumentarem seu poder e capacidade de romper os arranjos institucionais vigentes, gerando pressão por mudança.

Além das características distributivas de recursos e poder associadas às instituições, um traço especialmente destacado do modelo de Mahoney e Thelen (2010) é expresso pelas questões de cumprimento das (ou adequação às) regras institucionais (*compliance*). Aqui, uma vez mais, os autores demarcam o distanciamento de sua abordagem em relação às perspectivas dos institucionalismos sociológico e de escolha racional, visto tratar-se, no primeiro caso, de problema simplesmente não formulado e, no segundo, de questão referente à esfera das deliberações estratégicas dos atores individuais.

Para Mahoney e Thelen (2010) o estudo do problema de *compliance* é tido como crucial para a investigação dos fenômenos da estabilidade e da transformação institucional.

Esta característica decorre, segundo os autores, não apenas da natureza intrinsecamente contestável das regras institucionais mas, igualmente, dos níveis de ambiguidade e das possibilidades de reinterpretção que lhes são associadas. Assim, mudanças podem resultar da organização de coalizões que buscam uma determinada interpretação das regras institucionais (considerando que haja ambiguidade) e sua consequente aplicação.

A ambiguidade é percebida, a rigor, como traço indelével de toda regra institucional, sendo, portanto, inverossímil a sua eliminação por recurso a meros expedientes de formalização. Desta forma, considerar *compliance* como uma variável gera algumas implicações descritas por Mahoney e Thelen (2010).

A primeira implicação refere-se à possibilidade de que iniciativas de mudança sejam seguidas por movimentos de acomodação passíveis de amortecerem ou redirecionarem os resultados inicialmente obtidos. Segundo, a proposição de serem as regras institucionais entidades portadoras de significados implícitos resulta, de outro modo, na possibilidade da verificação de mudanças mesmo na ausência de alterações em regras formais vigentes. Outro ponto refere-se aos limites cognitivos dos próprios atores em relação de processamento de informações, dado que dificilmente conseguem antecipar todas as possíveis situações futuras de aplicabilidade das regras. Por fim, os autores chamam a atenção para o fato de que as regras, após criadas, comumente são aplicadas e executadas por outros atores que não os formuladores, o que abre espaço para que a mudança ocorra na fase de implementação (MAHONEY e THELEN, 2010).

Em resumo, Mahoney e Thelen (2010) defendem que a característica distributiva de recursos e poder das instituições guarda em si as possibilidades de mudança. As transformações graduais emergem precisamente das “brechas” entre as regras e a sua interpretação ou das regras e a sua aplicação. Este seria o espaço analítico que as outras concepções de instituições excluem por definição.

O destaque para a questão de *compliance* abre caminho para a teorização sobre os atores e as coalizões que impulsionam a mudança institucional. A introdução do conceito de *compliance* relativiza a distinção simplista entre “vencedores” e “perdedores” no espaço analítico. Quando a aplicação das regras institucionais gera contestação ou quando seu significado é ambíguo, o interesse dos atores na continuidade institucional pode ser mutável. Desta forma, além da dicotomia “vencedores” e “perdedores”, novas categorias podem ser identificadas, assim como padrões de coalizão e conflitos políticos que podem favorecer a

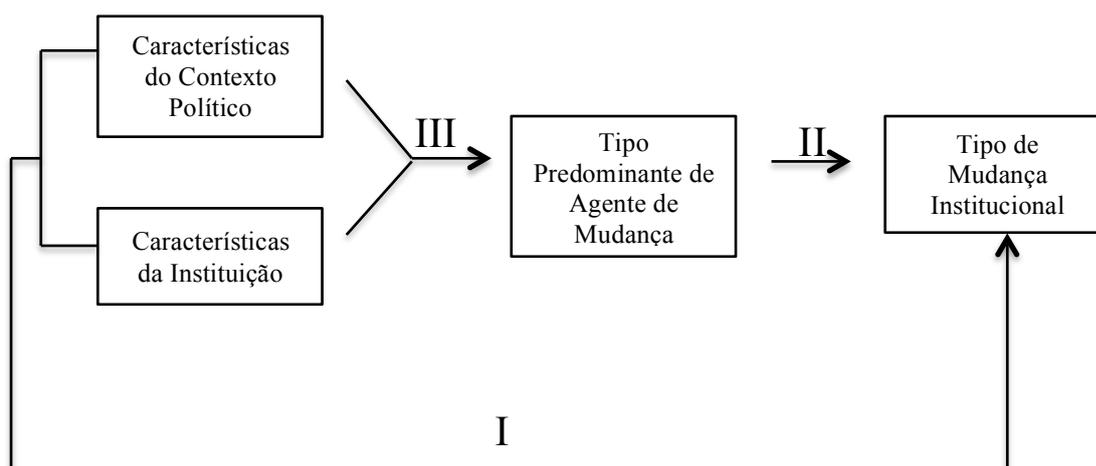
existência e o tipo de mudança institucional. O item a seguir detalha o modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010).

2.2.3. Descrição do Modelo Mahoney-Thelen

O modelo de Mahoney-Thelen (2010) é organizado de forma bastante clara acerca de suas variáveis e os mecanismos de causalidade entre elas. Para os autores, as mudanças institucionais dependem do contexto político e das características institucionais, que por sua vez moldam o tipo de agente e suas estratégias para gerar mudança. Assim, é possível identificar a variável dependente (mudança institucional), as variáveis independentes (contexto político e características institucionais) e a variável interveniente do modelo (tipo de agente e suas estratégias de mudança).

Os autores se concentram em três principais conexões causais entre as variáveis, indicadas na figura 1 a seguir. A conexão I associa diretamente as variáveis independentes (contexto político e características institucionais) com a variável dependente (mudança institucional), enquanto as conexões II e III relacionam as variáveis independentes e dependente com a variável interveniente, que são os tipos de agentes e suas estratégias de mudança. A seguir, serão descritas as variáveis e as conexões do modelo.

Figura 1 – Modelo de Mudança Institucional de Mahoney-Thelen



Fonte: Mahoney e Thelen (2010)

2.2.3.1. A Variável Dependente

Para detalhar seus tipos de mudança institucional, Mahoney e Thelen (2010) se baseiam na tipologia apresentada por Streeck e Thelen (2005) e concentram em quatro tipos de mudanças institucionais: por *deslocamento* (*displacement*), por *acréscimo em camadas* (*layering*), por *deslizamento* (*drift*) e por *conversão* (*conversion*).

As mudanças institucionais por *deslocamento* ocorrem quando as regras existentes são eliminadas e novas regras são introduzidas, seja de forma gradual ou brusca. Os autores citam como exemplo as revoluções, onde podem ser verificadas desagregações rápidas e repentinas de instituições e a substituição por outras. Mas mudanças por deslocamentos também podem derivar de processos lentos, com grupos anteriormente desfavorecidos conseguindo com que novas regras “corroam” lentamente as antigas até que estas possam ser deslocadas.

A mudança por *acréscimo em camadas* ocorre quando novas regras são inseridas junto ou por cima das regras anteriores. Nesse caso, as regras existentes são complementadas, revistas ou alteradas (ao contrário do deslocamento, onde as novas regras rivalizam com regras antigas até suprimi-las). Diferentemente das mudanças tipo deslocamento, em que os atores que questionavam a antiga estrutura possuem força suficiente para impor suas regras e substituir as antigas, no acréscimo em camadas os defensores do *status quo* não conseguem bloquear as novas regras. Antigas e novas regras passam a conviver e pequenas mudanças se acumulam em *camadas*.

O *deslizamento* acontece quando mudanças no próprio ambiente alteram o impacto das regras existentes. Como a alteração é apenas no impacto das regras (devido às mudanças nas condições externas), elas permaneçam as mesmas. Entretanto, os atores, ao não responder a essas mudanças externas e ajustar as instituições para que elas tenham novamente os mesmos impactos, fazem com que ocorra uma transformação institucional.

A *conversão*, por fim, ocorre quando há mudanças na interpretação ou aplicação das regras existentes. Em oposição ao deslizamento, na conversão, o espaço entre as regras e sua aplicação real não é ocasionado pela negligência dos atores frente à mudança no ambiente, mas produzido pelos próprios atores explorando ativamente as ambiguidades inerentes às instituições. Os atores se reposicionam de maneira a reorientar as instituições para novos objetivos, funções ou propósitos. A conversão pode ocorrer também em virtude da

incorporação de novos atores ou rearranjos de poder entre os atores, que buscam usar (e não desmantelar) as antigas instituições de novas maneiras, explorando suas ambiguidades.

2.2.3.2. As Variáveis Independentes e a Conexão I

Como já mencionado, Mahoney e Thelen (2010) consideram que o contexto político e as características das instituições afetam o tipo de mudança institucional. No entanto, afirmam que a questão chave é estabelecer os critérios relacionados a cada variável independente que sejam relevantes para explicar os tipos de mudança institucional, e levantam duas questões. Os defensores do *status quo* possuem fortes ou fracas possibilidades de veto? As instituições em análise oferecem oportunidades aos atores para exercerem discricionariedade na aplicação ou na interpretação das regras?

2.2.3.2.1. Variável Independente 1: Contexto Político

No modelo de Mahoney e Thelen (2010), a existência de veto é o principal critério de análise da variável do contexto político. No caso, consideram-se atores com possibilidades de veto (*veto players*) ou pontos de veto (*veto points*). Tais possibilidades de veto, seja sobre as regras ou sobre sua aplicação, dependem de os atores envolvidos terem acesso a meios institucionais ou extrainstitucionais de bloqueio à mudança.

Em um contexto político com várias possibilidades de veto, é pouco provável que os agentes de mudança mobilizem recursos e formem uma coalizão para *deslocamento* das regras institucionais. Ademais, considerando que o veto se refere tanto às regras em si quanto à sua aplicação, será difícil ocorrer mudança por meio de *conversão*. Desse modo, em cenários com alta possibilidade de veto, são esperadas mudanças por meio de *deslizamento* ou por *acréscimo em camadas*, uma vez que esses tipos de mudança não dependem de mudanças diretas nas regras ou em sua aplicação.

No caso, o *acréscimo em camadas* pode ocorrer pois a alta possibilidade de veto não impede necessariamente que novos elementos venham à tona. Já a mudança por *deslizamento* ocorre em função da fraca ou inexistente reação dos atores a uma mudança ambiental. Como eles não ajustam as instituições a esta mudança ambiental para que sejam mantidos os mesmos impactos, ocorre a mudança. O esforço para adaptação das antigas regras ao novo ambiente é diretamente proporcional à possibilidade de veto, de modo que é mais provável

que os *veto players* bloqueiem mudanças nas regras do que se esforcem para ajustar as regras a uma mudança externa.

2.2.3.2.2. Variável Independente 2: Características da Instituição

A segunda variável independente trata de discricionariedade, ou seja, das diferenças na extensão em que as instituições são suscetíveis a interpretações divergentes e a variações na aplicação de suas regras. O fato de considerar as instituições a partir de uma abordagem distributiva implica aceitar que a *compliance* é uma variável que pode mudar ao longo do tempo. Na prática, o grau de discricionariedade dos atores varia de acordo com características institucionais, demonstrando assim diferenças entre instituições.

Mahoney e Thelen (2010) afirmam que são muitas as fontes de variação da discricionariedade, desde os tipos de comportamento regulados pelas regras e a complexidade destas regras até a extensão dos recursos mobilizados. No entanto, ressaltam que o modelo não se ocupa com essas questões, bastando reconhecer as variações na extensão da discricionariedade dos atores na interpretação ou implementação das regras institucionais.

As diferenças nos níveis de discricionariedade irão dimensionar essa variável independente na explicação dos modos de mudança institucional. Assim, mudanças do tipo *deslizamento* e *conversão* são menos prováveis em contextos institucionais com baixos níveis de discricionariedade. As *conversões* são verificadas quando as regras são ambíguas o suficiente para permitir interpretações distintas e até mesmo concorrentes, e os *deslizamentos* acontecem quando há espaços entre a interpretação das regras e sua aplicação (muitas vezes por negligência dos atores).

Já as mudanças institucionais por *deslocamento* e *acréscimo de camadas* não se baseiam na exploração das ambiguidades das regras, que não se alteram. No *acréscimo em camadas*, as antigas instituições permanecem válidas, mas alteradas com a introdução de novas regras. Nas mudanças por *deslocamento*, as instituições anteriores são simplesmente substituídas, seja de forma abrupta ou gradualmente, e a mudança ocorre independente dos níveis de discricionariedade.

A síntese das relações entre as variáveis contidas nesta conexão I estão no quadro 3 a seguir:

Quadro 3 – Características das Instituições e do Contexto Político nas Mudanças Institucionais

		Características das Instituições	
		Baixo Nível de Discricionariedade na Interpretação / Aplicação das Regras	Alto Nível de Discricionariedade na Interpretação / Aplicação das Regras
Características do Contexto Político	Fortes Possibilidades de Veto	Acréscimo em camadas	Deslizamento
	Fracas Possibilidades de Veto	Deslocamento	Conversão

Fonte: Mahoney e Thelen (2010)

2.2.3.3. A Variável Interveniente e a Conexão II

Mahoney e Thelen (2010) entendem que o imperativo da construção de tipologias sobre processos de continuidade e mudança institucionais deriva, sobretudo, da natureza ambígua das regras correspondentes, bem como da necessidade de distinção das estratégias de longo e curto prazo dos atores envolvidos.

Para superar a dicotomia simplista entre vencedores e perdedores, Mahoney e Thelen (2010) sugerem a existência de quatro tipos básicos de atores, cuja caracterização pode ser feita a partir de duas questões norteadoras. Os atores buscam preservar as regras institucionais existentes? Os atores seguem as regras institucionais?

Assim, os quatro tipos de atores são: (i) *insurgentes*, que negam o *status quo* institucional e não querem cumprir as regras atuais; (ii) *simbiontes*, que são próximos das instituições e preservam e exploram o *status quo* tendo em vista ganhos privados; (iii) *subversivos*, que procuram substituir as instituições, mas sem romper suas regras; e (iv) *oportunistas*, que exploram as ambiguidades na interpretação ou aplicação das regras e acabam por refazer as regras existentes de forma diferente à intenção de seus formuladores. O quadro 4 a seguir resume esta descrição.

Quadro 4 – Tipos de Agentes de Mudança

Tipo de Agente de Mudança	Procuram Preservar as Regras da Instituição	Seguem as Regras da Instituição
Insurgentes	Não	Não
Simbiontes	Sim	Não
Subversivos	Não	Sim
Oportunistas	Sim / Não	Sim / Não

Fonte: Mahoney e Thelen (2010)

Cada tipo de ator relaciona-se a um tipo de mudança institucional, uma vez que os distintos interesses e comportamentos dos agentes de mudança quanto à continuidade institucional implicam diferentes padrões de mudança. Ou seja, diferentes tipos de agentes de mudança surgem em determinados contextos institucionais e, se bem sucedidos, determinados tipos de mudanças institucionais acontecem.

Os atores *insurgentes* são aqueles que assumem, abertamente, seu interesse pela eliminação das instituições ou regras vigentes. Surgem, frequentemente, em contextos institucionais em que grupos de atores padecem intensos e prolongados processos de marginalização institucional. Relacionam-se, especialmente, com os processos de mudança de tipo *deslocamento* e, quando exitosos, com episódios de transformação institucional radical.

A classe dos atores *simbiontes* é composta, por sua vez, por duas categorias distintas, a saber: (i) os *parasitas* e (ii) os *mutualistas*. A primeira categoria é formada por atores cujo empenho de preservação da ordem institucional vigente é motivado, sobretudo, pela ânsia de obtenção de dividendos materiais ou políticos de caráter privado. A atuação desses atores é, sempre, ofensiva aos princípios institucionais declarados e contribuem, portanto, para a erosão a longo prazo das regras correspondentes. Os *simbiontes parasitas* tendem a surgir em contextos marcados por baixos níveis de adesão a regras, e estão associados, com maior frequência, aos processos de mudança institucional referidos como *deslizamento*. Já os *simbiontes mutualistas* são definidos como aquela categoria de atores que, muito embora se beneficie, igualmente, de regras formuladas por outrem, exploram brechas interpretativas com o objetivo de reafirmarem os princípios subjacentes às normas em questão. Eles contribuem, correntemente, para o fortalecimento das instituições que integram.

Os *subversivos*, por sua vez, são atores também interessados no deslocamento de regras específicas, mas que, no entanto, não as descumprem durante seus correspondentes

períodos de vigência. Esses atores atuariam, em verdade, no sentido do acobertamento de suas preferências e, sempre que possível, da incorporação (superposição) de novas regras ao quadro normativo vigente. Em decorrência desse fato, estão associados, mais frequentemente, aos processos de *acréscimo em camadas*.

Os atores *oportunistas*, por fim, são aqueles dotados de preferências ambíguas, e também interessados na ocorrência de mudanças. Reconhecendo o caráter custoso da consecução de mudanças procuram, no entanto, a exploração de brechas das regras vigentes. Estão associados, frequentemente, aos processos de mudança por *conversão*.

2.2.3.4. A Conexão III

Por fim, Mahoney e Thelen (2010) apresentam proposições que sintetizam os tipos de ambiente em que diferentes agentes podem surgir e prosperar. Nesse sentido, as variáveis institucionais e o contexto político são fatores explicativos para o tipo de mudança institucional e também para o tipo de agentes de mudança (a variável interveniente). Assim, após a devida compreensão das conexões anteriores, a conexão III relaciona a variável interveniente tanto com as variáveis independentes quanto à dependente e resume todo o modelo de Mahoney e Thelen (2010) de mudança institucional.

O quadro 5 a seguir apresenta as variáveis referentes às três conexões do modelo, conforme figura 1.

Quadro 5 – Características das Instituições, Contexto Político e Tipos de Agentes nas Mudanças Institucionais

		Características das Instituições	
		Baixo Nível de Discrecionabilidade na Interpretação / Aplicação das Regras	Alto Nível de Discrecionabilidade na Interpretação / Aplicação das Regras
Características do Contexto Político	Fortes Possibilidades de Veto	- Acréscimo em camadas - Subversivos	- Deslizamento - Simbiontes Parasitas
	Fracas Possibilidades de Veto	- Deslocamento - Insurgentes	- Conversão - Oportunistas

Fonte: Mahoney e Thelen (2010)

Os *insurgentes* podem surgir em qualquer ambiente, mas são mais propensos a aparecer em contextos caracterizados por baixa discricionariedade e poucas possibilidades de veto. A manutenção do status quo é menos provável, pois seus defensores não estão bem posicionados para combater os esforços dos insurgentes, ocorrendo assim o *deslocamento* das instituições.

Os *simbiontes parasitas* aparecem em ambientes com as características opostas às dos *insurgentes*: altos níveis de discricionariedade e de possibilidades de veto, o que contribui para a manutenção do status quo. A elevada discricionariedade favorece um espaço para releitura das regras vigentes. Nesse contexto, é mais provável que ocorram mudanças amparadas em novas interpretações ou aplicações das regras, ou seja, mudanças por *deslizamento*.

Os *subversivos* emergem em ambientes com baixos níveis de discricionariedade e alta possibilidade de veto. Este cenário torna difícil a prevalência de estratégias que busquem o abandono das antigas instituições ou em novas interpretações. Neste ambiente, as mudanças acontecem por dentro do sistema, gerando *acréscimo de camadas* de novas instituições às já existentes.

Por último, os *oportunistas* tendem a aparecer em ambientes com alta discricionariedade de aplicação das regras e com baixa possibilidade de veto. Assim, havendo mobilização de atores para mudança, é provável que tenham êxito. Dado que existem espaços a explorar entre a interpretação e a aplicação das regras, os agentes provavelmente não necessitam buscar estratégias insurgentes para deslocar as instituições. Ao invés de se oporem às instituições, eles apenas exploram esses espaços e geram mudanças do tipo *conversão*.

Com a aplicação do modelo de Mahoney e Thelen (2010) ao caso dos fundos de pensão no Brasil, espera-se iluminar o contexto e a movimentação dos atores em um contexto de importantes transformações da configuração do capitalismo brasileiro. Essas mudanças passam também pelo papel dos fundos de pensão no financiamento da inovação e progresso tecnológico da economia e, neste sentido, a próxima seção trata dos principais aspectos teóricos do financiamento aos processos de inovação na ótica schumpeteriana.

2.3. FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO NA ÓTICA SCHUMPETERIANA

É comum encontrar na literatura a afirmação de que a dimensão financeira dos processos de inovação não tem recebido a devida atenção, especialmente considerando que tal relação foi central no pensamento de Schumpeter sobre a importância da inovação no desenvolvimento econômico. Melo (2009) afirma que as pesquisas sobre os sistemas nacionais de inovação, por exemplo, têm privilegiado o papel das instituições e os processos de aprendizado e geração de conhecimento nas empresas, deixando em segundo plano a questão do financiamento. Freeman e Soete (2008) realizou um *survey* sobre a agenda de pesquisa neoschumpeteriana e não encontrou lugar de destaque para o financiamento, assim como Levine e Zervos (1998 apud Melo, 2009), que também identificaram essa lacuna na teoria. O’Sullivan (2005) utiliza por várias vezes o termo “negligência” ao se referir à postura dos economistas contemporâneos sobre a relação entre finanças e inovação¹¹.

Para explicar os determinantes do desenvolvimento econômico, Schumpeter considera como ponto de partida uma economia em equilíbrio, que se caracteriza pela ausência de variação (ou desenvolvimento), embora não necessariamente de crescimento. O sistema neste estado também é chamado de “fluxo circular”, na medida em que ocorrem apenas trocas simples, ou seja, o valor dos fatores de produção corresponde ao valor do produto, não havendo excedente. O ambiente é de pleno emprego e o processo de produção é sincronizado, sem mudanças estruturais. Não existem inovações e moeda e crédito não possuem relevância (CHIEZA; AMBROS, 2006). Nas palavras de Schumpeter:

Em qualquer período econômico existe a tendência a voltar ao caminho já percorrido e a obter uma vez mais os mesmos valores. E mesmo quando essa regularidade é interrompida, sempre permanece alguma continuidade; pois mesmo que as condições externas mudem, não se trata nunca de fazer algo completamente novo, mas apenas de adaptar às novas condições o que já vinha sendo feito. O sistema de valores que for estabelecido e as combinações que forem dadas serão sempre ponto de partida para cada novo período econômico e têm, por assim dizer, um pressuposto a seu favor. (SCHUMPETER, 1997, p.53).

¹¹ O’Sullivan (2005) sugere que uma alternativa interessante para minimizar este distanciamento entre finanças e inovação seria propiciar uma aproximação intelectual entre economistas financeiros e evolucionários. Neste sentido, várias pesquisas têm procurado aliar as teorias de Schumpeter (e neoschumpeterianos) e Keynes (e pós-keynesianos). Um bom exemplo pode ser encontrado em Paula (2011).

Para Schumpeter, este estado estacionário da economia é rompido apenas com a introdução de inovações no sistema. As inovações seriam resultado da ação do empresário inovador munido de crédito, ou seja, somente por intermédio da combinação desses três fatores – inovação, empresário inovador, crédito – se inicia o processo de desenvolvimento econômico (CHIEZA; AMBROS, 2006). Na ótica schumpeteriana, o processo inovativo acarreta novas combinações de forma descontínua e irreversível, gerando desequilíbrios no fluxo circular no sentido ascensional e, portanto, fomentando o desenvolvimento.

Aqui vale destacar o papel do crédito. Na ótica schumpeteriana, os bancos criam moeda e concedem o poder de compra necessário aos empresários inovadores para que eles tenham oportunidade de executar a inovação. Em especial, o crédito ganha em relevância ao financiar empresários que não obtiveram acumulação pretérita ou não dispõem de seus próprios meios de produção. O crédito torna-se, assim, um pilar do processo inovativo e do desenvolvimento econômico, sendo o “complemento monetário da inovação” (PAULA, 2011). Para Schumpeter,

(...) o crédito é essencialmente a criação de poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário (...). Através do crédito, os empresários obtêm acesso à corrente social dos bens antes que tenham adquirido o direito normal a ela. (...) A concessão de crédito opera nesse sentido como uma ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens de que necessita: significa confiar-lhe forças produtivas. É só assim que o desenvolvimento econômico poderia surgir a partir do mero fluxo circular em equilíbrio perfeito. E essa função constitui a pedra angular para a moderna estrutura de crédito. (SCHUMPETER, 1997, p. 111).

Um ponto a se observar é que Schumpeter não considera necessária a existência de poupança prévia para que haja a oferta de crédito bancário, isto é, o investimento é realizado com adiantamento de recursos financeiros (via crédito bancário) cujos correspondentes recursos reais ainda não existem. Desta forma, o investimento não apenas precede o crescimento, mas possui uma dinâmica própria, inicialmente em busca de oportunidades de lucros elevados (inovação) e em seguida se espalhando (difusão da inovação) (CASTRO, 2008). Nas palavras de Schumpeter,

[...] como a inovação é descontínua e envolve uma mudança considerável e no capitalismo concorrencial é tipicamente incorporada as novas firmas, ela exige grandes gastos antes do aparecimento de qualquer renda, razão pela qual o crédito se transforma num elemento essencial do processo. E não podemos recorrer a poupança a fim de explicar a existência de um fundo do qual venham surgir esses créditos, pois tal procedimento implicaria a existência de lucros prévios. (SCHUMPETER, 1984 apud PAULA, 2011, p. 4).

Toda essa relação entre os bancos e os empresários tomadores de crédito ocorre no mercado monetário, bem caracterizado por Schumpeter:

O mercado monetário é sempre, por assim dizer, o quartel-general do sistema capitalista, do qual partem as ordens para as suas divisões individuais, e o que ali é debatido e decidido é sempre em essência o estabelecimento de planos para o desenvolvimento posterior. Todas as espécies de requisitos de crédito vêm a esse mercado; nele todas as espécies de projetos econômicos travam relação uns com os outros e lutam por sua realização; todas as espécies de poder de compra, saldos de toda sorte, fluem para ele a fim de serem vendidos. (SCHUMPETER, 1997; p. 127).

Percebe-se que o sistema financeiro possui papel estratégico para propiciar as condições necessárias ao processo inovativo, dado que o financiamento viabilizado pelos bancos é o responsável pela capitalização dos projetos do empresário inovador, fomentando a produção de pequenas empresas e, conseqüentemente, a inovação na esfera produtiva.

Vale ressaltar a postura criteriosa dos bancos em todo o processo, pois se por um lado o empresário recorre aos bancos para obter crédito para os seus projetos inovadores, por outro os bancos selecionam aqueles que lhes são mais interessantes e que serão implementados. Ou seja, compete ao empresário schumpeteriano, além da própria idealização da inovação, também a tarefa de tornar aquela inovação desejável e viável não somente ao mercado, mas também para as instituições financeiras que potencialmente irão conceder o crédito necessário para realizarem seus projetos (VIEIRA, 2008).

Exaustivamente decantada na literatura econômica, a dinâmica do desenvolvimento econômico schumpeteriano apresentada até este momento, baseada principalmente no livro Teoria do Desenvolvimento Econômico, de 1911, recebeu novo tratamento pelo próprio Schumpeter anos mais tarde, em seu Capitalismo, Socialismo e Democracia, de 1942. Não pelo aspecto da importância da inovação no processo, mas pela minimização da relação entre

crédito bancário e as pequenas empresas inovadoras como determinante do desenvolvimento econômico. Um novo entendimento surge a partir da percepção de que existem etapas de desenvolvimento cujos gastos para promover inovações são de tal magnitude que somente grandes empresas estariam aptas a realizá-los. Tal característica é típica do capitalismo trustificado e, nesses casos, a atividade inovativa deixa de ser dominada de novas empresas e passa a ser dirigida por atividades de grandes grupos industriais e gastos vultosos tornam-se determinantes para o desenvolvimento econômico (PAULA, 2011; VIEIRA, 2008).

Para O’Sullivan (2005), o fato de Schumpeter outrora ter sublinhado o papel dos bancos e considerado o processo de criação de crédito como o “complemento monetário da inovação” e anos mais tarde sequer mencioná-los representou uma radical mudança em sua perspectiva. Na mesma linha, Paula (2011) explica que tais mudanças verificadas no pensamento de Schumpeter entre sua Teoria do Desenvolvimento Econômico, de 1911, e seu Capitalismo, Socialismo e Democracia, de 1942, refletem o contexto de cada época, onde o primeiro recebera influência ainda de um capitalismo competitivo típico do século XIX e o segundo se baseou no capitalismo trustificado do século XX.

Schumpeter conferiu destaque às grandes empresas como (novas) protagonistas do processo inovativo também por serem capazes de assumir elevados riscos diante de projetos com retornos incertos. A capacidade de autofinanciamento das grandes empresas permite que se arrisquem em investimentos de inovações tecnológicas de longo prazo sem garantias de sucesso.

Se a relação entre finanças e inovação não conquistou o devido destaque nas pesquisas posteriores a Schumpeter, como já apontado anteriormente, é possível, no entanto, destacar relativos consensos a respeito dos principais entraves que o processo de financiamento de inovações enfrenta. Corder e Salles-Filho (2006) afirmam que, independente da procedência dos recursos (público ou privado), a dinâmica do financiamento de inovações difere daquela destinada ao financiamento convencional, especialmente em função dos riscos e incertezas envolvidos. Os riscos envolvem aspectos como a incapacidade dos investidores em antecipar o resultado (sucesso ou fracasso) do investimento, a incerteza sobre o tempo de retorno, incerteza em relação à aceitação no mercado e ausência de garantias ao investidor. São características inerentes ao financiamento em atividades inovativas que as distingue daquele investimento tradicionalmente produtivo, baseado em tecnologias preexistentes.

Dosi (1988 apud Paula, 2011, p.8) afirma que não é possível conhecer de antemão qualquer resultado proveniente da introdução de uma inovação: “(...) o que é procurado não

pode ser conhecido com qualquer precisão antes da atividade própria de pesquisa e experimentação, de modo que resultados técnicos (e ainda mais comerciais) dos esforços de inovação dificilmente podem ser conhecidos ex ante (...).” Sicsú e Albuquerque (1998) consideram que, além das incertezas características das decisões empresariais convencionais, os investimentos inovadores incorporam também uma nova incerteza fruto do processo inventivo. Uma decisão convencional de compra de um bem de capital, por exemplo, enfrenta incerteza quanto à demanda pela mercadoria a ser fabricada. Por outro lado, se o empresário decide contratar uma equipe de pesquisadores para inventar uma máquina para produzir a mesma mercadoria, surgem novas incertezas: a pesquisa pode resultar ou não à construção da nova máquina, ou a máquina pode se mostrar não competitiva. Para Sicsú e Albuquerque (1998; p. 677) “[o] esforço de P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), portanto, pode ser considerado um investimento de caráter especial, um investimento embebido de incerteza.”

Hall (2002) aponta importantes entraves que podem elevar os custos ou inviabilizar o financiamento da inovação. A questão da informação assimétrica que envolve os projetos de inovação implica em considerar que as empresas podem ser resistentes em revelar suas ideias inovadoras para o mercado, mas ao agir desta forma reduzem também a qualidade dos sinais necessários aos investidores em relação ao conhecimento do projeto. Neste caso, o risco é de elevação do custo do financiamento externo para as empresas inovadoras.

Outro ponto levantado por Hall (2002) refere-se ao risco moral e custos de agência envolvidos no financiamento de um empreendimento inovador. Empresários que porventura não possuam perfil gerencial ou não estejam alinhados com as expectativas de ganho do investidor podem comprometer o projeto, gerando prejuízos ao fornecedor do crédito. Os custos de monitoramento associados à mitigação desses aspectos podem ser demasiadamente altos a ponto de tornar inviável a iniciativa de financiamento.

Hall (2002) destaca também a resistência de bancos e outras instituições em concederem crédito a empresas inovadoras pois estas dificilmente conseguem gerar garantias concretas, uma vez que o ativo gerado por este investimento é intangível. Os investidores preferem ativos físicos (tangíveis) como lastro dos empréstimos e em geral são relutantes em conceder crédito quando o projeto é intensivo em pesquisa & desenvolvimento (P&D).

Tais aspectos relacionados à problemática do financiamento à inovação resultam invariavelmente, como já mencionado, em restrição de crédito e elevação do custo do capital. Sicsú e Albuquerque (1998) baseiam-se nos modelos de Minsky para sintetizar a questão. Afirmam que dois tipos de riscos estão envolvidos quando uma empresa recorre a uma

instituição financeira para conseguir crédito: o risco do empresário (ou tomador de empréstimo) e o risco do prestador. No caso do primeiro, a existência do risco se deve pela convivência entre uma dívida concreta que terá de honrar e um fluxo totalmente incerto de rendimentos futuros. Este risco, entretanto, é subjetivo, não previsto em “contratos”. Já o risco do prestador é previsto em contratos de financiamento e é resultado da avaliação de que o retorno do empréstimo que concederá poderá ser nulo ou desprezível. Quando o financiamento em questão envolve um projeto inovador, tanto o risco do tomador quanto do prestador intensificam e verifica-se uma tendência de retração dos financiamentos em inovação em relação a projetos de investimento em bens de capital. Em tais situações, Sicsú e Albuquerque (1998) prevêem a predominância do autofinanciamento das empresas para seus projetos inovadores. Os autores sugerem que um sistema financeiro ideal-funcional seria aquele em que houvesse instituições redutoras de incerteza de inadimplência, isto é, que fossem capazes de reduzir os riscos de tomadores e prestadores.

O’Sullivan (2005) também aborda a questão do autofinanciamento, indicando que existe uma maior inclinação por parte das empresas intensivas em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em utilizar fundos internos (autofinanciamento) do que as demais empresas. No entanto, o porte das empresas inovadoras se mostra determinante em relação à capacidade de enfrentar os entraves inerentes ao processo inovativo (risco, incerteza). As pequenas e novas empresas inovadoras estão mais fortemente sujeitas aos constrangimentos financeiros, o que torna o custo do capital mais elevado comparado às empresas de maior porte (PAULA, 2011). Na mesma linha, o estágio de desenvolvimento de uma empresa inovadora determina os desafios em relação ao financiamento. Neste sentido, a tendência é que o financiamento externo se concentre nas empresas cujas etapas do processo inovador encontram-se mais avançadas, isto é, onde a incerteza já tenha se reduzido a níveis aceitáveis (O’Sullivan, 2005).

Percebe-se que os problemas associados ao financiamento da inovação são mais aparentes para pequenas e novas empresas com perfil inovador e sem recursos próprios (Hall, 2002). Essas empresas se constituem o grupo mais vulnerável aos obstáculos do processo de financiamento. Na impossibilidade de contar com fontes internas, vários autores destacam o papel do financiamento governamental na forma de subsídios e/ou redução de impostos ou mesmo crédito a custos baixos oferecidos por fontes públicas. Outra alternativa refere-se ao capital de risco, que depende de um mercado de capitais desenvolvido ou em expansão e que especialmente na forma de fundos do tipo Private Equity e Venture Capital (PE/VC) podem

mitigar os entraves relacionados ao financiamento. Trata-se de fundos especializados com perfil privado, gestão profissionalizada que possui elevado nível de conhecimento a respeito da indústria a ser investida, o que contribui para reduzir os problemas de informação assimétrica e perigo moral (CORDER; SALLES-FILHO, 2006; HALL, 2002; PAULA, 2011).

O objetivo desta seção foi recuperar o pensamento de Schumpeter sobre o processo de inovação e, em especial, o papel do crédito no financiamento da atividade inovadora, assim como identificar os principais entraves a respeito do financiamento da inovação. Ao final foi destacada a alternativa do mercado de risco como opção de financiamento às pequenas empresas com perfil inovador.

3. METODOLOGIA

A pesquisa teve como objetivo investigar o processo de mudança institucional dos fundos de pensão brasileiros após a chegada de uma nova coalizão política ao governo federal em 2003. Neste contexto, emergiram aos postos de direção e conselhos de gestão dos fundos de pensão sindicalistas e ex-líderes sindicais, o que representou uma conformação inédita entre trabalhadores e o mercado financeiro, via fundos de pensão. Trata-se, assim, de um estudo de caso que procurou investigar em que medida este cenário implicou em mudanças institucionais no segmento dos fundos de pensão. O objetivo da pesquisa qualitativa foi explanatório/preditivo, com corte longitudinal e com a aplicação de um modelo para verificação de efeitos causais que lhe confere um desenho correlacional.

A pesquisa foi realizada em duas etapas. A primeira fase do trabalho consistiu na revisão da literatura. Sob uma perspectiva ampla, o trabalho se posiciona entre as discussões sobre variedades do capitalismo e suas vertentes para o caso dos países em desenvolvimento. Neste sentido, o suporte da abordagem foi considerado adequado para iluminar as peculiaridades da configuração do capitalismo brasileiro, onde o Estado possui especial relevância e os fundos de pensão se destacam por suas complementaridades institucionais e capacidade de coordenação na economia.

A teoria sobre processos de mudança institucional foi concentrada na proposta de Mahoney e Thelen (2010). O modelo proposto pelos autores foi aqui considerado por superar uma das fragilidades analíticas indicadas por Rezende (2010) à abordagem de variedades de capitalismo, que consiste em seu baixo potencial explicativo sobre processos de mudança institucional.

Finalmente, o conjunto teórico da pesquisa tratou da ótica schumpeteriana para o financiamento da inovação. Os elevados recursos e a capacidade de investimento em ativos de longo prazo fazem dos fundos de pensão importantes agentes propulsores da inovação e progresso tecnológico em vários países. O caso brasileiro de financiamento à inovação não foge à regra, mas tem apresentado contornos específicos devido, entre outros fatores, às particularidades associadas ao processo de mudança institucional dos fundos de pensão, o que justificou a investigação do tema nesta pesquisa.

A segunda etapa do trabalho consistiu na aplicação do modelo de Mahoney e Thelen (2010) para o caso dos fundos de pensão. Foram utilizados dois instrumentos de pesquisa: a

pesquisa documental e uma entrevista semi-estruturada (Anexo I). Na pesquisa documental foram analisados diversos artigos acadêmicos, livros, material de imprensa e sites relacionados a fundos de pensão e mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC). Na fase documental, a pesquisa se valeu especialmente do material empírico produzido em trabalho de campo por Jardim (2009) e Grün (2003). A perspectiva sociológica desses dois autores no tratamento das transformações do mundo sindical e sua convergência com o espaço financeiro motivou a presente investigação do tipo de mudança institucional que poderia ocorrer no segmento dos fundos de pensão. O material empírico de Jardim (2009) foi produzido em trabalho de campo entre 2005 e 2006, enquanto parte da pesquisa empírica de Grün (2003) foi realizada no final dos anos 1990. Assim, para captar uma percepção mais recente, optou-se por complementar essas fontes secundárias com uma entrevista semi-estruturada.

A entrevista semi-estruturada foi realizada junto a atores que ocupam ou já ocuparam postos técnicos e/ou políticos, em alto nível gerencial e técnico, nos segmentos previdenciário e do mercado financeiro, além de especialistas de instituições de pesquisa. A entrevista semi-estruturada teve o formato de cinco perguntas e foi enviada por mensagens de correio eletrônico. Dentre cinquenta e seis participantes pré-selecionados que receberam o questionário, quatorze retornaram. Destes, dois responderam de maneira genérica, não se detendo às perguntas, sendo assim excluídos da amostra.

Os doze entrevistados válidos foram agregados em quatro grupos distintos. Esta divisão foi realizada de forma a estabelecer alguma identidade entre eles e meramente para fins de simplificação da análise (quadro 6):

- *dirigentes da situação*: atores que atuaram como gestores no governo Lula. Inclui nível de ministros, secretários, diretores e coordenadores-gerais;
- *dirigentes da oposição*: atores que atuaram com gestores no governo Fernando Henrique Cardoso e/ou em governos estaduais de partidos de oposição durante o governo Lula. Inclui nível de ministros, secretários e assessores especiais;
- *dirigentes de fundos de pensão*: atuais dirigentes de fundos de pensão;
- *especialistas*: atores de institutos de pesquisa e especialistas do mercado financeiro.

Quadro 6 – Entrevista da Pesquisa: Classificação dos entrevistados

Categoria	Entrevistado
Dirigente da Situação	1
	2
	3
Dirigente da Oposição	1
	2
	3
Dirigente de Fundo de Pensão	1
	2
	3
Especialista	1
	2
	3

Fonte: Elaboração própria

A primeira pergunta da entrevista semi-estruturada procurou captar a percepção dos entrevistados sobre a existência de mudança institucional nos fundos de pensão. A ideia foi que a análise das respostas pudesse complementar o material empírico das fontes secundárias. Já as demais perguntas foram direcionadas para a relação dos fundos de pensão como o mercado de PE/VC. Desta forma, procurou-se suprir a carência de informações sobre esta interação, limitação que pode estar relacionada com o fato de se tratar de uma atividade recente e ainda em estruturação – portanto carente de coleta sistemática de informações – e também pela natureza da atividade. Uma vez que o mercado estudado é de participações privadas, as informações também acabam por ser de cunho privado, a despeito das normas reguladoras sobre transparência e divulgação.

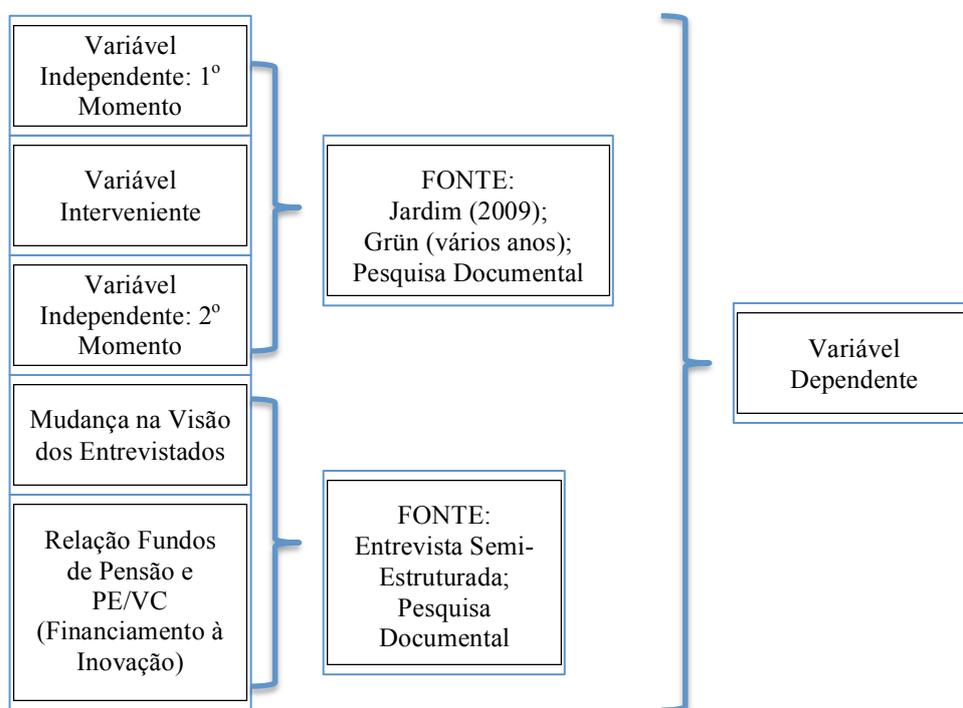
Assim, a aplicação do modelo de Mahoney-Thelen foi realizada por meio da análise de conteúdo das fontes secundárias complementadas pela fonte primária (entrevista semi-estruturada). Por fim, a variável dependente (tipo de mudança institucional) foi discutida na parte conclusiva do trabalho. Optou-se por separar a análise das variáveis independentes (contexto político e características da instituição) em dois momentos distintos. O primeiro período considerou a fase de tramitação no Congresso Nacional dos projetos que originaram as Leis Complementares n. 108/2001 e 109/2001 e toda a fase pré-eleitoral até a eleição do presidente Lula. O segundo momento contemplou a fase pós-2003, com os agentes sindicais já instalados no segmento de fundos de pensão. Entre estes dois momentos, procurou-se

identificar o tipo de agente de mudança (variável interveniente) que estaria emergindo naquele contexto. A discussão até este ponto foi baseada na pesquisa documental e nas fontes secundárias.

Os resultados da entrevista semi-estruturada constituíram uma complementação à análise proporcionada pelas fontes secundárias, de modo a captar uma visão atual dos entrevistados sobre o tema. Conforme mencionado, a primeira pergunta da entrevista procurou captar diretamente a percepção sobre a existência de mudanças. Já o restante das perguntas (da segunda a quinta pergunta) se concentrou em obter dos entrevistados suas impressões sobre a interação dos fundos de pensão com o mercado de PE/VC, um campo com elevado potencial de transformações e um dos objetivos específicos da pesquisa. Nesta fase também foi utilizada a pesquisa documental.

Por fim, a discussão sobre a existência e os tipos de mudança institucional foi realizada na conclusão do trabalho, obtendo-se assim a caracterização da variável dependente do modelo. A figura 2 a seguir sintetiza o método utilizado na pesquisa.

Figura 2 – Desenho da pesquisa: aplicação do Modelo Mahoney-Thelen



Fonte: Elaboração própria

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este capítulo apresenta os principais resultados gerados pela aplicação do modelo de mudança institucional de Mahoney e Thelen (2010) no caso dos fundos de pensão brasileiros, feita com base na pesquisa documental e nas fontes primária e secundária do material empírico. A discussão dos resultados é feita ao longo de todo o capítulo.

No breve histórico apresentado a seguir já é possível identificar importantes movimentos dos principais atores e características institucionais e do contexto que nortearão as seções seguintes, quando o modelo é efetivamente aplicado.

4.1. BREVE CONTEXTO HISTÓRICO

A origem dos fundos de pensão remete à Lei n. 6.435, de 1977, que criou e institucionalizou os fundos de pensão como captadores de poupança. O objetivo adjacente da Lei n. 6.435/77 foi estimular o crescimento do setor de maneira que pudesse direcionar seus investimentos para aplicações na bolsa de valores (PAIXÃO, 2006). Até então, os antigos montepios, cuja origem remonta ao período imperial, eram os protagonistas no campo de previdência complementar.

O período de desenvolvimento dos fundos de pensão, especialmente nos anos 1980, foi caracterizado pela consolidação de um grupo dirigente oriundo das equipes de direção das empresas estatais patrocinadoras. Os fundos de pensão se tornaram, nas palavras de Grün (2005b, p. 25), “uma espécie de ‘exílio dourado’, que aplacava as tensões das ‘guerras de palácio’ típicas das grandes empresas (em particular as estatais), em que o grupo ora dominante tem força suficiente para impor seu mando na administração, mas não para demitir seus oponentes”. Nesta fase, a consolidação dos fundos de pensão passa também pela criação de uma entidade representativa dos interesses do segmento, a Associação Brasileira de Previdência Privada – ABRAPP, que terá os propósitos de representação, capacitação e legitimação do setor.

O grupo dirigente, que passa a se autodenominar “sistema” (dos fundos de pensão), busca fixar uma imagem que marque o caráter específico dos fundos de pensão no contexto do mercado financeiro: o horizonte de longo prazo de suas obrigações (aposentadorias, pensões) e o perfil de investimentos de mais longa maturação. Assim, o “sistema” procura

diferenciar sua gestão de outros agentes do mercado, como o segmento bancário, e defende que os fundos de pensão tenham seu funcionamento apoiado pelo governo federal (principalmente via tratamento fiscal diferenciado) (GRÜN, 2003).

Com este cenário, e aliado ao crescimento natural do volume de recursos provenientes das contribuições de seus participantes, a fase que vai da criação até o início dos anos 1990 representa a tentativa do sistema de fundos de pensão em delimitar suas fronteiras e buscar a sua legitimação. Por outro lado, foi um período em que a imagem dos fundos de pensão sofreu considerável desgaste devido a escândalos corporativos e dificuldades de gestão financeira. Acusados de favorecer enriquecimentos ilícitos, os fundos não estavam sujeitos a uma fiscalização adequada do poder público. Os critérios técnicos nos cálculos dos planos de benefícios eram débeis, assim como os mecanismos de correção monetária em períodos inflacionários, o que levou a várias destas entidades à falência ou insolvência, prejudicando seus participantes (JARDIM, 2009).

No início dos anos 1990, com o governo Collor, os fundos de pensão participaram das primeiras privatizações que começariam a ocorrer no Brasil. Entretanto, sofreram novamente desgaste por terem sido alvo de cobiça do esquema de corrupção engendrado no governo federal, que direcionava os recursos para empreendimentos diversos das reais finalidades dos fundos de pensão. Grün (2003) aponta esta tentativa de deslegitimar o caráter diferenciado dos investimentos dos fundos como um dos primeiros momentos em que determinados atores buscam ocupar o espaço conquistado pelo sistema.

Durante o governo FHC, a reforma do sistema de previdência que culminou com a emenda constitucional n. 20, de 1998, além de ter resultado em profundas alterações na previdência básica, administrada pelo INSS, e também no regime de previdência dos servidores públicos, atualizou a legislação do segmento da previdência complementar. A emenda alterou a redação do art. 202 da Constituição de modo a dedicá-lo inteiramente à previdência complementar, o que exigiu a elaboração de duas leis complementares, que viriam a ser as Leis Complementares n. 108/2001 e 109/2001, sancionadas ainda no governo FHC e que atualmente regulam o segmento de previdência complementar no Brasil (PAIXÃO, 2006). Vale ressaltar que a fase de tramitação dos respectivos projetos de lei no Congresso Nacional apresentou importantes indícios da participação do então grupo de oposição liderado pelo PT, conforme será analisado mais adiante.

Outro aspecto relevante no governo FHC foi a participação central dos fundos de pensão no programa de privatizações, que foram viabilizadas especialmente pela criação de

consórcios onde os fundos tinham papel crucial. Mas à despeito da utilização dos fundos de pensão nas privatizações, uma outra política do governo FHC, a de fortalecimento do setor bancário, indicou uma preferência maior do governo pelo fomento da previdência aberta, oferecida pelos bancos, do que pela previdência fechada, representada pelos fundos de pensão (JARDIM, 2009).

Os fundos de pensão foram, assim, centrais e funcionais no campo econômico, mas não gozaram do devido prestígio no período FHC. Grün (2005a) exemplifica este ponto chamando atenção para um novo grupo de atores que emerge no contexto, o dos banqueiros/financistas, em especial do ramo de investimentos. Durante as privatizações, este grupo se aproxima dos fundos de pensão como “parceiros” e passa a conviver com os dirigentes tradicionais dos fundos nos conselhos de administração das empresas privatizadas. Esta relação envolve conflitos, tensões e alguns escândalos noticiados pela mídia e que contribuíram para criação de comissões parlamentares de inquérito - CPI (em 1991 e em 1995) no Congresso Nacional¹².

Novamente se visualiza um grupo – financistas – buscando conquistar o espaço do “sistema” e com um discurso de pretensa maior formação técnica para definir os rumos do segmento. Mas desta vez, em paralelo, um outro grupo também demonstrava interesse nos fundos de pensão: as lideranças sindicais. No caso, o argumento principal utilizado por esses atores era o da legitimidade dos próprios trabalhadores em gerirem a sua poupança previdenciária.

O despertar do interesse dos sindicalistas pelo tema dos fundos de pensão tem origem na “crise” de agenda sindical ocasionada pelo processo de reestruturação produtiva e mudanças no mercado de trabalho dos anos 1990. O arrefecimento de tradicionais bandeiras como salário, jornada de trabalho e dos mecanismos de greves e paralizações típicas nos anos 1970 e 1980 levou à busca de alternativas, dentre as quais os fundos de pensão¹³. Assim, com o argumento principal de que a condução da poupança dos trabalhadores deve ser feita pela própria categoria, a investida dos sindicalistas ao posto de dirigentes dos fundos de pensão seria, para eles, um desdobramento natural do mandato de representação dos empregados das empresas da esfera sindical para a esfera (da previdência) privada (GRÜN, 2003).

¹² O caso ilustrativo foi o acordo que os fundos de pensão foram direcionados a aceitar com o Banco Opportunity na criação do consórcio que participou do leilão da Telebrás (posterior Telemar) em 1998 (GRÜN, 2005b).

¹³ Outras pautas passariam a entrar na agenda sindical, como a articulação com outros movimentos sociais (terra, moradia, justiça), temas relacionados a gênero, raça e educação do trabalhador, incorporação de práticas alternativas de negociação e organização, como as câmaras setoriais, orçamentos participativos, dentre outras (JARDIM, 2009).

Chega-se, então, a um panorama onde o “sistema” se vê acuado¹⁴ entre dois grupos distintos de atores. De um lado, os financistas, que se intitulam mais técnicos e com capacidade administrativa mais qualificada que a dos dirigentes tradicionais dos fundos de pensão. De outro, os líderes sindicais, que se dizem moralmente mais legítimos para administrar os recursos dos fundos.

Neste ponto é oportuno recuperar que o objetivo desta dissertação é justamente aproximar a lente sobre este campo de tensão. A ideia é verificar que tipo de mudança institucional nos fundos de pensão pode ter ocorrido com a já conhecida chegada dos sindicalistas aos postos dirigentes dos fundos de pensão a partir do primeiro governo Lula. A próxima seção apresentará as variáveis da narrativa à luz do modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010), detalhado no capítulo 2, que será reforçado pela análise de consistência da tensão sugerida por Grün (2009) envolvendo os novos dirigentes e os financistas. Esta investigação será ilustrada com o caso dos investimentos dos fundos de pensão no mercado de Private Equity e Venture Capital, alternativas do mercado de risco cujos recursos são relevantes para o financiamento da inovação e progresso tecnológico do país.

4.2. APLICAÇÃO DO MODELO MAHONEY-THELEN

4.2.1. Variáveis Independentes - 1º Momento

A tramitação dos projetos de lei que resultaram nas Leis Complementares n. 108/2001 e 109/2001 é tomada, nesta modelagem, como ponto de partida na análise da movimentação de atores ligados ao movimento sindical em direção aos fundos de pensão. Sancionadas ainda no governo FHC, em 2001, as duas leis representam o alicerce atual da regulação do setor e substituíram aquela vigente desde 1977. O fato relevante é que, durante a fase de tramitação no Congresso Nacional, o interesse do PT na matéria foi decisivo para a sua aprovação, com os então deputados petistas José Pimentel e Ricardo Berzoini assumindo a relatoria dos projetos que seriam convertidos em lei. O depoimento de José Pimentel ilustra este evento:

¹⁴ O material empírico de Grün (2003), fruto de trabalho de campo realizado entre 1997 e 1999, aponta um posicionamento defensivo dos dirigentes tradicionais dos fundos e de extrema incerteza em relação a sua situação profissional.

Desde 1995 o Partido dos Trabalhadores e sua bancada federal têm tido o cuidado de promover o debate sobre a questão previdenciária. Naquele período, em 1995 e 1996, houve uma Comissão Parlamentar de Inquérito para discutir os fundos de pensão e a previdência complementar. Dela resultou uma série de sugestões que foram incorporadas nas leis complementares 108 e 109 (...). Após a Emenda 20 – à qual o PT entregou uma emenda global substituta, que foi rejeitada no congresso nacional -, apresentamos três projetos de lei disciplinando a previdência complementar. Desses três projetos, o de número 10 teve como coordenador o atual ministro Ricardo Berzoini e dele resultou a lei complementar 109, que é a da previdência privada aberta. Eu coordenei o grupo de trabalho do projeto de lei complementar 8, que resultou na lei complementar 108, sobre os fundos de pensão. E esses dois projetos foram aprovados na câmara com apenas quatro votos contrários. A Lei complementar 108 deu maior transparência aos fundos de pensão. (Pimentel, 2003 apud Jardim, 2009, p.43).

A posição estratégica dos deputados petistas como relatores dos projetos de lei favoreceu os *lobbies* de setores interessados na aprovação da nova legislação para a previdência complementar, especialmente em função da possibilidade de criação da previdência associativa (ou instituidor)¹⁵. Um exemplo de *lobby* neste sentido se materializou na “Carta de Brasília”, encaminhada ao presidente FHC como resultado do “Encontro dos Dirigentes de Entidades Representativas de Participantes de Fundos de Pensão”, ocorrido em 2001 com a ativa participação do Sindicato Nacional de Entidades Fechadas de Previdência Privada – SINDAPP. Dentre os vários signatários da “Carta de Brasília”, estavam os deputados José Pimentel, Ricardo Berzoini, além de Luiz Gushiken, ex-deputado petista, todos de origem sindical.

Além da já mencionada possibilidade de criação da modalidade de fundo de pensão associativo, que efetivamente só foi regulamentada no início do governo Lula, em 2003, as Leis Complementares n. 108/2001 e 109/2001 introduziram inovações no sistema que seriam estrategicamente incorporados ao discurso sindical e no programa de governo petista nas eleições de 2002. Dentre as principais alterações, destacam-se a obrigatoriedade da participação dos associados nos conselhos deliberativo e fiscal dos fundos; a portabilidade (a possibilidade do participante migrar sua reserva para outro plano de previdência, seja fechado

¹⁵ Esta modalidade estende a previdência complementar para trabalhadores ligados a alguma instituição representativa, como cooperativas, sindicatos, associações, órgãos de classe e outras entidades de caráter classista, profissional ou setorial (MPS, 2012). Ou seja, ao invés do requisito de vínculo laboral, como tradicionalmente está baseada a previdência básica e aquela dos fundos de pensão existentes até então, o foco desta modalidade está no vínculo associativo do participante.

ou aberto); a configuração mínima das entidades, que devem ser compostas por conselhos deliberativo, fiscal e diretoria executiva; regras sobre atribuições, mandatos e responsabilização dos dirigentes, introdução da modalidade de plano baseados na contribuição definida, dentre outros (MPS, 2012).

Trechos do programa de governo de Lula para as eleições de 2002 já indicavam os planos da coalizão petista para os fundos de pensão. Representam bons indícios de que, com Lula eleito, a variável de contexto político no modelo Mahoney-Thelen se relacionaria com fraca possibilidade de veto a mudanças de *status quo* no setor:

Quanto ao terceiro pilar da previdência brasileira, a previdência complementar (...) deve ser entendida também como poderoso instrumento de fortalecimento do mercado interno futuro e forma de poupança de longo prazo para o crescimento do país. É necessário crescimento e fortalecimento dessa instituição por meio de mecanismos de incentivos. (Programa de Governo do PT, 2002 apud Jardim, 2009, p. 58).

A democratização da gestão dos fundos e a regulamentação da previdência associativa, já autorizada na Lei Complementar n. 109/2001, também foram explicitados no programa de governo:

(...) É imprescindível que seja revisto e aprimorado todo o sistema regulatório da previdência complementar, uma vez que ele tem se mostrado, em alguns de seus aspectos, inibidor do crescimento do setor. A gestão paritária, pelos participantes e patrocinadores, é um fator de segurança e credibilidade para o sistema. A democratização e fortalecimento da Secretaria de Previdência Complementar, também devem ser objetos dessas mudanças. A regulamentação dos novos fundos de pensão, com foco no estímulo à sua difusão beneficiará notável contingente de participantes atualmente excluídos desse sistema. (Programa de Governo do PT, 2002 apud Jardim, 2009, p. 58).

Como ressalta Jardim (2009), para aqueles que perceberam tais sinalizações no programa de governo petista em 2002, o papel que os fundos de pensão viriam a ter no governo Lula não deveria causar qualquer surpresa.

Ainda na fase eleitoral, vale destacar o apoio do próprio “sistema”, ou parte representativa dele, à candidatura de Lula. Jardim (2009) apurou um documento-manifesto assinado por 193 dirigentes vinculados a 39 fundos de pensão em claro apoio ao candidato

Lula e com críticas ao tratamento do governo FHC conferido ao segmento de fundos de pensão. Um dos signatários do manifesto, Sérgio Rosa, então diretor da PREVI, o maior fundo de pensão da América Latina, passaria à direção executiva da PREVI nos oito anos seguintes à eleição de Lula, sendo substituído apenas no governo Dilma.

[Fernando Henrique Cardoso] tomou medidas contrárias aos fundos de pensão e aos seus associados, gerando instabilidade e insegurança para o sistema, colocando em risco o cumprimento dos compromissos com os participantes e com a sociedade (...) cientes da importância que o Governo federal exerce para o futuro dos fundos de pensão, e cientes de que apenas o candidato Lula assumiu compromissos com pleno desenvolvimento desse sistema, com sua democratização e com os direitos dos participantes, não poderíamos deixar de nos manifestar nesse momento de tamanha importância. (ANAPAR, 2002 apud Jardim, 2009, p. 59).

Para conseguir interlocutores e tranquilizar o mercado financeiro, dois fatos extremamente simbólicos marcam a estratégia de campanha presidencial de Lula em 2002. A chamada *Carta aos Brasileiros*, onde o então candidato Lula se compromete a honrar compromissos assumidos em governos anteriores nos mercados interno e externo, e a histórica visita de Lula à Bovespa, quando defendeu a popularização do mercado de capitais. Jardim (2009) lembra que a imprensa apelidou o momento como “a queda do muro de Berlim”. O depoimento do presidente da Bovespa é ilustrativo:

Foi a primeira vez que recebemos, em 112 anos de Bolsa, um candidato com visão esquerdista e um sindicalista como ele. É uma ruptura. Lembro-me muito bem: uns cinco anos atrás, o PT esteve numa manifestação em que a Bovespa foi apedrejada. (Isto é, 2002 apud Jardim, 2009, p. 115).

É claro que a inédita aproximação entre dois símbolos até então praticamente antagônicos estava envolvida de interesses mútuos. De um lado, a estratégia petista para governar o país, e de outro uma Bovespa que tentava se recuperar do esvaziamento do mercado de ações no Brasil, que tinha sentido nos anos anteriores uma grande migração de investidores para outras praças no mundo.

Com a eleição de Lula, o novo governo procura novos interlocutores para seus projetos, dentre dirigentes tradicionais dos fundos de pensão, setor bancário, executivos do sistema financeiro, e também continua o canal de diálogo com as lideranças sindicais, antigos

interlocutores. Para esses, o governo recém eleito sugere novas estratégias, como a aproximação com o mercado financeiro e, principalmente, a criação e gestão de fundos de pensão associativos.

O incentivo à criação de fundos de pensão associativos, vale lembrar, representava uma demanda das principais lideranças sindicais petistas desde a tramitação dos projetos de lei que culminaram nas Lei Complementares n. 108/01 e 109/01, onde um dos relatores foi o então deputado Ricardo Berzoini e, não por coincidência, veio a ser o primeiro ministro da Previdência Social do governo Lula. A disseminação do conceito de previdência associativa passou a ser realizado nas publicações e discursos oficiais. Um trecho da cartilha do Ministério da Previdência Social sublinha bem a necessidade de criação de uma “cultura associativa”:

O aproveitamento da identidade de grupo (vínculo associativo) para uma finalidade previdenciária tem inúmeras vantagens, dentre elas o estreitamento da relação entre a direção dessas entidades e seus associados, custos de administração menores, incentivos fiscais e maior rentabilidade. (MPS, 2003 apud Jardim, 2009, p. 60).

Nesta fase, o novo governo buscou também criar um ambiente positivo e marcar pontos de distinção com o governo FHC por meio de uma ostensiva retórica de transparência e fiscalização, sempre exaltando a necessidade da boa governança corporativa na gestão dos fundos de pensão. A fala do ministro Ricardo Berzoini é ilustrativa: “Podemos assegurar a quem trabalha na formação da poupança previdenciária de longo prazo que este é um horizonte muito mais previsível e muito mais administrável que tínhamos há um ano atrás.” (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 62).

O elevado capital político conquistado pelo novo governo após a eleição conferiu oportunidade de enviar ao Congresso Nacional duas propostas de reforma constitucional consideradas impopulares, as reformas tributária e previdenciária. Paralelamente, o governo lançava alguns programas de campanha de forte apelo social, como o Fome Zero e o Programa Primeiro Emprego. Na mesma linha, formatava e discutia programas que buscavam a “inclusão social via mercado”, como as Parcerias Público-Privadas, o Programa Nacional de Microcrédito, o Banco Popular e a possibilidade dos trabalhadores utilizarem o FGTS para aquisição de ações na bolsa de valores. O desfecho destes e de vários outros programas verificados nos anos seguintes foi bem variado, com casos de sucesso e fracasso. Mas foi nesse contexto que verificou-se o esforço discursivo do novo governo para rotular e

disseminar a política de fundos de pensão como um dos grandes projetos sociais daquela gestão. E a estratégia foi capitaneada pelo próprio presidente Lula:

(...) Estejam certos que nunca na história deste país se discutiu tanto sobre fundos de pensão, como vamos discutir nesses próximos anos. Primeiro, tentando incentivar as mais diferentes categorias de trabalhadores do nosso país a criarem o seu próprio fundo. E isso é um trabalho, eu diria, de uma grandeza incomensurável. Segundo, discutindo mais seriamente com nossos parceiros de outros países que também participam de fundos de pensão, para que a gente possa fazer parcerias e muitos investimentos em nosso país. Terceiro, para que a gente discuta de uma vez por todas, como os fundos possam ajudar a resolver parte dos problemas que parecem insolúveis no nosso país (...) os fundos de pensão podem começar a pensar que o seu papel daqui para a frente deverá ser mais nobre, do ponto de vista social, do que foi até os dias de hoje. (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 125).

Neste depoimento, Lula busca sublinhar o caráter diferenciado dos investimentos dos fundos de pensão no mercado, atribuindo-lhe uma “missão social”:

(...) Temos que discutir a utilização social desse dinheiro [os fundos]. O investimento não pode buscar apenas o retorno financeiro. Os fundos têm como premissa básica a sustentabilidade das pensões e não podem investir para perder. Têm que ganhar. Muita gente do meu Governo vai viajar e conversar com os fundos de pensão de outros países. (Valor Econômico, 2003 apud Jardim, 2009, p. 128).

Aqui, Lula indica aos trabalhadores a importância de se controlar recursos no mundo globalizado, indicando a necessidade de aproximação com o mercado financeiro:

Neste mundo em que mercados invisíveis determinam a subida ou a queda de um país, o crescimento ou a falência de uma empresa, o trabalhador precisa ter um instrumento maior que o direito à indenização ou à greve. Ter dinheiro é parte do poder no mundo globalizado e capitalista. (Valor Econômico, 2003 apud Jardim, 2009, p. 129).

Sobre os fundos de pensão associativos, previstos na Lei Complementar n. 109/2001 e regulamentados em 2003, Lula encabeça a disseminação da novidade:

Os fundos hoje no Brasil não representam praticamente nada (...) tem apenas US\$ 60 bilhões, quase nada até pela quantidade de trabalhadores organizados que existem no Brasil (...) Sonho com o dia em que a OAB será um grande fundo. (Valor Econômico, 2003 apud Jardim, 2009, p. 129).

É interessante verificar como os discursos de Lula buscam também pautar a atuação dos sindicatos, seus antigos interlocutores, na convergência com as diretrizes do novo governo:

(...) O tempo de sindicalismo de contestação já passou (...) embora eu possivelmente tenha me notabilizado por isso. Agora a história está a exigir tanto dos trabalhadores como dos empresários uma outra cabeça, uma outra forma de comportamento (...) o movimento não pode mais agir, ou não deveria agir mais, como minha turma agiu na década de 1980. Afinal de contas, são passados vinte e poucos anos e houve uma revolução comportamental na sociedade (...) o sindicato precisa compreender o papel que tem os fundos de pensão. (Valor Econômico, 2003 apud Jardim, 2009, p. 127).

Na mesma linha, Lula sugere aos sindicatos que extrapolem os antigos limites de atuação:

Nem tudo se resume a 1%, a 2%, a 10% de aumento de salário. O que nós precisamos é criar um outro padrão de relacionamento entre o Estado e a sociedade (...) eu estou convencido de que o movimento sindical brasileiro tem de (...) extrapolar os limites do sindicalismo. (Folha de São Paulo, 2003 apud Jardim, 2009, p. 128).

O discurso de Lula incita os sindicatos a olharem para os fundos de pensão como locus de atuação sindical no mercado financeiro, pois permitem que seus investimentos tenham uma conotação social que não seria possível obter de outros agentes no mercado:

Entendemos que este é o momento em que precisamos repensar o papel, primeiro, da atuação do movimento sindical no mundo, se vamos continuar a fazer sindicalismo como fazíamos no século passado, se as mudanças que houve no mundo não significaram nada no nosso comportamento, em função de um mercado financeiro cada vez mais voraz, os fundos de pensão terão ou não um papel, embora como aplicadores, mas um papel em que a aplicação tenha uma visão social que não

poderemos cobrar, obviamente de um banco particular ou de um fundo particular, mas poderemos discutir com os fundos de pensão. (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 128).

E na campanha de divulgação da previdência associativa, Lula pediu que os sindicatos superassem os entraves corporativos:

(...) sete dos meus ministros integram um grupo de trabalho que discute com os sindicalistas uma nova forma de comportamento (...) peço que os sindicatos extrapolem as barreiras corporativistas. (Folha de São Paulo, 2003 apud Jardim, 2009, p. 128).

Este conjunto de fragmentos discursivos do presidente Lula conferiu a tônica da atuação dos principais atores na disseminação dos propósitos do governo para o segmento da previdência complementar fechada no Brasil. Como exemplo, neste trecho de uma cartilha editada pelo Ministério da Previdência em 2003, a vinculação da previdência complementar com expressões como “desenvolvimento sustentável”, “capital produtivo”, “geração de empregos”, “práticas sociais e ambientais corretas”, reforça a busca – ao menos discursiva – por um enquadramento novo e diferenciado do segmento dos fundos de pensão:

(...) A previdência complementar permite a canalização de recursos para o financiamento de projetos que objetivem favorecer o desenvolvimento sustentável do país. Um grande número de investimentos importantes para o país, mas cujo prazo de retorno inviabiliza o interesse dos investidores tradicionais, poderá ser obtido a partir das carteiras de longo prazo da EFPC (...) através dessa iniciativa, investimentos que mantenham o foco no capital produtivo poderão ser viabilizados, gerando empregos a partir da criação de empresas que tenham práticas sociais e ambientais corretas, que respeitem os direitos trabalhistas e que mantenham a ética na sua atuação nos mercados. (MPS, 2003 apud Jardim, 2009, p. 126).

Na mesma linha, as publicações do Ministério da Previdência apontam para um novo horizonte para o papel do desenvolvimento dos fundos de pensão no desenvolvimento econômico e social:

Estamos deflagrando um novo ciclo de crescimento da poupança previdenciária brasileira. Além dos benefícios proporcionados diretamente aos participantes desses planos de previdência, o Brasil terá mais recursos de longo prazo para investimentos na atividade produtiva, na infra-estrutura e na ampliação do crédito. (MPS, 2003 apud Jardim, 2009, p. 127).

O esforço em conferir transparência na gestão dos fundos de pensão e possibilitar a participação dos trabalhadores foi sublinhada pelo então ministro Ricardo Berzoini:

(...) devemos construir uma previdência complementar adequada através, predominantemente, de entidades fechadas, com uma gestão transparente e democratizada, sem medo da participação dos trabalhadores na gestão. É preciso avançar com firmeza na transparência tão desejada por nós. (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 126).

O ministro Berzoini destaca o papel estratégico que os fundos de pensão e as cooperativas de crédito possuem na política de governo, na medida em que ambos podem ser considerados instrumentos democráticos de gestão da poupança dos trabalhadores:

Uma com uma característica mais de relação poupança/crédito, a outra com a característica da poupança previdenciária, com uma interligação, já que os fundos de pensão também fazem empréstimo aos participantes. (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 126).

O sucessor de Berzoini no Ministério da Previdência, Amir Lando, segue na mesma linha de disseminação da política para o setor, em especial o incentivo à criação da previdência associativa:

A ampliação do acesso aos fundos de pensão foi um compromisso assumido pelo Presidente Lula (...) por meio do vínculo associativo, milhões de trabalhadores brasileiros, representados por seus sindicatos, cooperativas ou associações poderão constituir suas poupanças previdenciárias. (Fundos de Pensão 2003 apud Jardim, 2009, p. 127).

E contando com o apoio da ABRAPP, principal interlocutora do sistema de fundos de pensão, o governo realizou vários eventos para disseminar a nova “cultura previdenciária” junto aos sindicatos:

O Governo, através da SPC, está desenvolvendo um intenso esforço de esclarecimento das lideranças sindicais e associativas. Ao mesmo tempo em que editou vários manuais e cartilhas explicativas, vem promovendo uma série de seminários para difundir a cultura previdenciária associativa. Desde o ano passado [2003] já foram promovidos quase duas dezenas de eventos, reunindo mais de 1300 dirigentes de sindicatos, de associações e cooperativas. (Entrevistado da ABRAPP apud Jardim, 2009, p. 129).

Até este ponto, a narrativa e os fragmentos apresentados possibilitam iluminar características das variáveis independentes do modelo Mahoney-Thelen aplicado ao sistema de fundos de pensão. Neste primeiro momento cronológico – aqui considerado a partir da movimentação dos deputados petistas na tramitação dos projetos que viriam a regular o setor, passando pela fase de campanha eleitoral e chegando no início do governo Lula – o que se observa é um contexto francamente favorável, do ponto de vista político, para fortalecer o setor dos fundos de pensão e imprimir uma mudança de imagem. Como afirma Jardim (2009, p.62), “Se de um lado o setor de fundos de pensão ajudou a eleição de Lula, de outro, uma vez eleito, Lula deu robustez ao sistema de fundos de pensão.”

Na fase pré-eleitoral, os principais fatores com potencial de mudança foram a movimentação prévia de atores da coalizão petista na formatação das novas regras, o apoio de parte do sistema de fundos de pensão à candidatura Lula e o movimento de conversão sindical que estava em curso. Após a eleição, com a devida coordenação baseada na figura do próprio presidente, verificou-se a disseminação de um discurso adequado tanto para a atividade finalística dos fundos de pensão, isto é, a cobertura previdenciária aos trabalhadores para futuro pagamento dos benefícios, como para a atividade meio, ou seja, os investimentos dos recursos que irão suportar o pagamento dos benefícios futuros. No primeiro caso, a retórica direcionava-se para o aumento da proteção social, da cobertura previdenciária, dos direitos do trabalhador. Já sobre os investimentos, o discurso sublinhava a necessidade de critérios de responsabilidade social, transparência, investimentos produtivos e, principalmente, participação dos trabalhadores na gestão.

Neste sentido, lembrando que a variável relacionada a contexto político considera fortes ou fracas possibilidades de veto a movimentos de mudança, pode-se dizer que no período de efervescência eleitoral até o início do governo Lula, as indicações de veto ou pontos de veto a tentativas de mudanças institucionais nos fundos de pensão foram baixas. Por sua vez, para a segunda variável independente do modelo, é possível apontar discricionariedade mais na interpretação do que propriamente na aplicação das regras vigentes para os fundos de pensão. Em outras palavras, e conforme também desconfia Jardim (2009), as mudanças parecem mais internas ao campo sindical – para se convencerem da nova bandeira de atuação, e portanto alteraram a interpretação sobre o papel os fundos de pensão e como poderiam lhes ser útil – do que externas (nos próprios fundo de pensão).

Portanto, sob a ótica do modelo de Mahoney e Thelen (2010), tem-se até o momento um cenário de baixa possibilidade de veto a mudanças e alto nível de discricionariedade na interpretação (e não na aplicação) das regras (ou do papel) dos fundos de pensão. Conforme os autores ressaltam, a combinação destas variáveis independentes favorecem o surgimento de tipos de agentes de mudança, conforme será visto na próxima seção.

4.2.2. Variável Interveniente

O ambiente descrito na seção anterior se mostrou fértil para que especialmente o segmento sindical desenvolvesse um potencial de mudança. Conforme já discutido, a necessidade de novas bandeiras do movimento sindical a partir da década de 1990 encontrou na temática dos fundos de pensão um importante campo para atuação. Longe de representar uma alternativa natural de luta, a relação entre sindicalistas e os fundos de pensão é repleta de tensões e contradições. Mas o fato é que lideranças políticas do PT com forte ligação com o movimento sindical assumiram o papel estratégico de construir e disseminar justificativas de ordem política, social e moral para incitar a aproximação dos dirigentes sindicais com a temática dos fundos de pensão.

O material empírico apurado por Jardim (2009) revela uma importante apostila utilizada em cursos de formação chamados *Previdência Complementar e Regime Próprio*, ministrados pela Central Única dos Trabalhadores – CUT entre os anos de 2000 e 2003 para pelo menos mil sindicalistas a cada ano. A apostila, assinada pelo então deputado petista Luiz Gushiken e pelo professor Reinaldo Gonçalves, da UFRJ, foi responsável pela formação de vários sindicalistas e se constituiu como um instrumento de “difusão ideológica” acerca do

papel dos fundos de pensão e sua relação com o sindicalismo. O forte teor ideológico, de fato, é utilizado na apostila, como pode ser visto no seguinte fragmento:

Devemos atentar para o seguinte fato: os trilhões de dólares, produto do esforço previdenciário de trabalhadores desenvolvidos ao longo de várias décadas, que estão a girar no mercado financeiro mundial atualmente se encontram mais próximos da categoria de predadores de mercado do que de alavancadores do progresso social. Esta adesão aos princípios de um capitalismo especulativo jamais encontrou resistência doutrinária à altura, sobretudo porque ainda persiste omissão e confusão ideológica dos representantes dos trabalhadores na questão relativa aos fundos de pensão. (Gushiken e Gonçalves, 2002 apud Jardim, 2009, p. 185).

A evocação da legitimidade e autoridade moral dos representantes dos trabalhadores para conduzirem os destinos de suas poupanças previdenciárias é claramente registrado na apostila:

A propriedade de recursos previdenciários, por ser primordialmente do trabalhador, (...) deve outorgar a suas entidades representativas condição moral plena e legitimidade política suficiente para interferirem em seus processos de controle e aplicação. (Gushiken e Gonçalves, 2002 apud Jardim, 2009, p. 186).

E aqui, dois alertas com viés catastrófico feito aos sindicalistas caso não se interessem pelo tema dos fundos de pensão. Para um grupo que demandava novas bandeiras e frentes de atuação, parece que a oferta chegava bem instrumentalizada:

O erro da omissão diante da possibilidade de interferência neste processo real e atual da financeirização e desta singular oportunidade de comando sobre vultuosas somas poderá se transformar em irreparável prejuízo, não só aos trabalhadores, mas quiçá e muito provavelmente, a toda a sociedade. (Gushiken e Gonçalves, 2002 apud Jardim, 2009, p. 187).

Devido à ganância especulativa inescrupulosa e com seus intermináveis processos de crise, existe a possibilidade, não remota, que este monumental volume de recursos, oriundos do sacrifício de milhões de trabalhadores vir a se transformar num gigantesco pesadelo para estes mesmos trabalhadores. (Gushiken, 2002 apud Jardim, 2009, p. 156).

Jardim (2009) utiliza a expressão “moralização e/ou domesticação do capitalismo via sindicatos” para resumir este teor simbólico da justificativa dos sindicalistas para se aproximarem dos fundos de pensão e se legitimarem como seus gestores. A expressão “se você não pode destruir seu inimigo, junte-se a ele” contempla, afirma Jardim (2009), boa parte das entrevistas realizadas pela autora. A naturalidade com que os sindicalistas passam a tratar das questões relacionadas a fundos de pensão, presença sindical no mercado financeiro e na bolsa de valores é claramente observável nos depoimentos, como por exemplo deste sindicalista da Força Sindical:

Antigamente a Bolsa de Valores era vista como um capital selvagem, como uma atitude maléfica, hoje nós já percebemos de outro jeito, inclusive o Presidente da Bolsa é uma pessoa que tem feito conosco ações sociais, a relação da Bolsa de Valores, Força Sindical, Forçaprev e de todos os trabalhadores, é muito bem vinda. (Entrevistado da Força Sindical apud Jardim, 2009, p. 155).

Na mesma linha, outro sindicalista sinaliza sua estratégia: “Eu particularmente penso que é super positivo o sindicato dialogar com o mercado financeiro e tentar se infiltrar, porque os tempos mudaram, porque nós estamos em outro momento da história.” (Entrevistado do Sindicato dos Bancários de Campinas/CUT apud Jardim, 2009, p. 156). Um entrevistado da ABRAPP resume o sentimento de mudança e postura da mentalidade dos sindicatos, que passam a enxergar nos fundos de pensão uma causa de luta trabalhista:

Já houve resistência por parte dos fundos de pensão especialmente nas décadas de 1980 e 1990, quando líderes sindicais mais à esquerda viam nos fundos de pensão, de modo geral, um instrumento da privatização da Previdência Social. Hoje, compreende-se claramente que a previdência complementar é um duplo benefício para o trabalhador, na medida em que não apenas assegura uma renda maior na previdência, como fortalece a poupança interna e, conseqüentemente, os investimentos, e assim, contribui para a criação de empregos. (Entrevistado da ABRAPP apud Jardim, 2009, p. 152/153).

Nesses dois depoimentos, percebe-se a dinâmica do “auto convencimento” de que participar de alguma forma do mercado financeiro é, no mínimo, uma obrigação das causas sindicais:

Você não derrubou o sistema, (...) você tem tantos interesses representados lá dentro, então, por que não? O sindicalista lá dentro [Bolsa de Valores, mercado financeiro] vai bater e falar ‘espera aí, que isso aqui também tem a ver com a sociedade’. (Entrevistado da Banesprev apud Jardim, 2009, p. 154).

Foi-se o tempo que a esquerda achava que o mercado financeiro era bicho papão, hoje a gente conversa. Eu estou vendo em todas as centrais desde a mais de esquerda até a mais da direita. (Entrevistado do Sindicato dos Bancários de Campinas/CUT apud Jardim, 2009, p. 155).

Assim, a antiga visão do confronto entre capital e trabalho começa a ceder espaço para a necessidade de convivência e da negociação, com a ideia subjacente da redução das assimetrias em prol do desenvolvimento do país:

A relação capital e trabalho é uma equação que tem de ser resolvida de forma razoável (...), não adianta o capital querer achar que é mais importante que o trabalho e vice-versa, os dois têm a sua relevância e tem a sua importância, mas se não tiverem voltados para as suas questões básicas do crescimento do país, que é diminuir essas diferenças absurdas que temos, realmente nós vamos ficar patinando (...), a empresa pode ter lucro, mas vai ter que gerar emprego, vai ter que dar benefício para o trabalhador. (Entrevistado da Força Sindical apud Jardim, 2009, p. 155).

Os depoimentos apontam para uma nova abordagem feita pelos sindicalistas em relação ao mercado financeiro e, especificamente, os fundos de pensão. Conforme apurou Jardim (2009), os sindicalistas, historicamente desconfiados em relação ao mercado, não parecem mais desconfortáveis em falar e mesmo acreditar em um possível virtuosismo dos fundos de pensão como instituições provedoras de solidariedade e proteção social.

Em sua análise sociológica, a autora aponta que uma mudança de convenção cognitiva como parece ter ocorrido com muitos sindicalistas requer, dentre outros fatores, um trabalho cotidiano de reforço da crença. Ademais, os vários eventos (seminários, cursos, congressos, intercâmbios etc.) promovidos pelas centrais sindicais e pelo próprio governo cumprem, em geral, “o papel de socialização e mesmo de ritualização, o que de certa forma ajuda a construir a cooperação entre os atores sociais envolvidos e, como consequência, a manter a ‘ordem social’ e estimular a solidariedade no grupo.” (JARDIM, 2009, p. 157).

Ainda com base nos depoimentos, é possível identificar a ideia de que, para os sindicalistas, os fundos de pensão constituem um veículo interno ao mercado financeiro que pode ser conduzido contra os malefícios do próprio mercado, como a especulação e os investimentos não produtivos. Neste novo contexto sindical, ocupar os espaços é fundamental, como se vê neste depoimento: “se o sindicato não se interessar por fundos de pensão, outro órgão vai fazê-lo. É necessário ocupar este espaço em prol do trabalhador e de sua poupança.” (Entrevistado Banesprev apud Jardim, 2009, p. 159).

Neste sentido, o principal mecanismo do ideal sindicalista para que os fundos de pensão atuem em favor dos trabalhadores (e de suas poupanças) passa a ser a necessidade de se influenciar a política de investimentos dos fundos. Este ponto é particularmente importante, pois será frequentemente utilizado como estratégia de argumentação e participação dos sindicalistas nos conselhos dos fundos de pensão.

Conforme apurado por Jardim (2009), a apostila dos cursos ministrados pela CUT reforça que os investimentos dos fundos de pensão devem ter como premissa a responsabilidade social, um perfil ético, direcionado a atividades produtivas que garantam a geração de emprego e sem exposição a grandes riscos. De fato, a exposição dos sindicalistas a um discurso com este teor reforça a construção de suas convicções para atuação na área. Nestes fragmentos de uma cartilha da ABRAPP, verifica-se o reforço desta linha discursiva¹⁶:

(...) Investimentos que mantenham o foco no capital produtivo poderão ser viabilizados, gerando empregos a partir da criação de empresas que tenham práticas sociais e ambientais corretas, que respeitem os direitos trabalhistas e mantenham a ética na exploração do mercado. (ABRAPP, 2003 apud Jardim, 2009, p. 186).

O papel estratégico que os fundos de pensão geridos por instituidores e seus participantes podem exercer, é o de dar prioridade a investimentos que promovam a geração de emprego e o desenvolvimento produtivo do País, sem perder a visão da finalidade previdenciária dos recursos. (ABRAPP, 2003 apud Jardim, 2009, p. 186).

Em suma, percebe-se que a construção do discurso e das crenças dos sindicalistas foi direcionada para que, dado o papel preponderante dos fundos de pensão no mercado financeiro, coubesse aos sindicalistas administrá-los de maneira a exercer disciplinamento e

¹⁶ Mesmo que vários dos fragmentos de publicações ou de depoimentos estejam relacionados com a modalidade de previdência associativa, considera-se que eles acabam por reforçar a estratégia de atuação para todo o sistema dos fundos de pensão.

evitar possíveis consequências danosas do processo de financeirização aos trabalhadores. É o que Jardim (2009) denomina de “moralização e/ou domesticação do capitalismo”. É interessante como o eufemismo e a dissimulação ganham espaço no contexto. O discurso de moralização supõe que existam aspectos imorais, ilegítimos. Ao justificarem a necessidade de “moralizar” o capitalismo, os sindicalistas desviam de possíveis relações mercadológicas de ganho, lucro e rentabilidade. O olhar sociológico de Jardim (2009) a permite concluir que “portanto, o discurso de moralização faz parte de um tratamento simbólico que permite que o envolvimento sindical no mercado financeiro saia do espaço do ‘ilegítimo’ (ganho especulativo, financeirização) para o espaço do ‘legítimo’.” (JARDIM, 2009, p. 186).

Em seu trabalho de campo, Jardim (2009) percebe um “tabu dos cálculos e dos lucros”, o que explica a dissimulação dos sindicalistas no interesse em aspectos “do mercado” como rentabilidade e lucros e o eufemismo da “moral e humanização do capitalismo”, surgindo daí o discurso do socialmente responsável e do investimento ético. Para Jardim (2009, p.186), “essa ruptura (ou conjunção) entre investimento especulativo e investimento ético é, no sentido de Bourdieu, uma ‘operação mágica’, que tenta transmutar uma atividade econômica em atividade social” ou “a clara transfiguração de atos econômicos em atos simbólicos, que é feita pelo trabalho de ‘eufemização’.” (JARDIM, 2009, p.188).

Durante o período eleitoral de 2002 e ao longo do governo Lula, foi possível identificar que o trabalho de construção do ideário que propiciou aos sindicalistas sustentar a defesa, divulgação, expansão e consolidação dos fundos de pensão foi realizada por alguns atores estratégicos, um “núcleo duro” a quem Jardim (2009) denominou de “elite sindical dos fundos de pensão”. Foram pessoas que realizaram um trabalho cotidiano contando com o apoio do governo federal e de instituições diversas que atuam no segmento de fundos de pensão. Essa “elite” é composta, em geral, por sindicalistas com trajetória vinculada ao setor bancário de São Paulo, mas também dos setores eletricitário e de telecomunicações, além de militantes históricos do PT (SORIA e SILVA, 2011). O quadro 7 a seguir apresenta os principais nomes segundo a origem e o papel desempenhado desta elite sindical identificada por Jardim (2009) em seus trabalho de campo e atualizada para o segundo governo Lula por Soria e Silva (2011).

Quadro 7 – Elite Sindical: Principais Interlocutores nos Fundos de Pensão no Governo Lula

Nome	Cargo*	Atuação	Trajatória
Lula	Presidente da República	-Regulamentação das LCs 108/01 e 109/01 -Propõe que o movimento sindical repense comportamento / diálogo com mercado financeiro -Aprovação dos fundos de pensão para servidores na reforma de 2003	Ex-sindicalista (metalúrgico do ABC); líder das greves de 1978-80
José Pimentel	Deputado Federal (PT); Ministro da Previdência Social	-Relator da Comissão da Reforma da Previdência Social de 2003 -Apoiou Chapa do PT nas eleições da Previ em 2002	Ex-bancário (BB); ex-sindicalista; deputado federal
Ricardo Berzoini	Deputado Federal (PT); Ministro da Previdência Social	-Atuou como Ministro da Previdência durante a Reforma de 2003 -Atuou como deputado federal na aprovação das LCs 108/01 e 109/01 -Apoiou Chapa do PT nas eleições da Previ em 2002	Foi presidente do sindicato dos bancários de SP e presidente da Confederação Nacional dos Bancários
Antônio Palocci	Ministro da Fazenda	-Tido como “ala conservadora” -Estimula diálogo com mercado financeiro	Ex-presidente do sindicato dos bancários de SP
Adacir Reis	Secretário de Previdência Complementar	-Organizador de livro sobre fundos de pensão (2002) -Um dos criadores da Previg (setor energético) -Realizou a reestruturação da SPC	Advogado, especialista em direito previdenciário e previdência complementar; ex-assessor de Gushiken; atuante ativo nos FP; tido pelo sistema como “guardião dos fundos”
Luiz Gushiken	Secretário de Comunicação da Presidência	-Desde 1997 defende a implantação de FP -Ministra cursos sobre FP para a CUT -Proprietário de consultoria em previdência -Apoiou Chapa do PT nas eleições da Previ em 2002	Ex-sindicalista; Ex-presidente do sindicato dos bancários de SP; grande interlocutor dos FP no governo Lula
Guido Mantega	Ministro do Planejamento; Presidente do BNDES; Ministro da Fazenda	-FP como ferramenta da implantação de PPP	Professor/economista; Assessor econômico do Partido dos Trabalhadores e de Lula
José Dirceu	Chefe da Casa Civil	-Escreveu artigos na imprensa e participou de seminários organizados pelo PT em defesa dos fundos de pensão	Atuou no movimento estudantil; foi deputado estadual e federal; foi presidente do PT
Aloizio Mercadante	Senador (PT)	-Líder do Senado -Atuou na aprovação da Reforma de 2003 e na aprovação das PPPs -Apoiou Chapa do PT nas eleições da Previ em 2002	Professor de Economia (Unicamp); Assessor econômico do Partido dos Trabalhadores

Fonte: Jardim (2009) e Soria e Silva (2011), com adaptações.

* Cargos ocupados nos dois mandatos do governo Lula

Como era de se esperar, o trabalho de “conversão” dos sindicalistas não se deu de forma homogênea, muito menos sem que houvessem tensões. E dois tipos de conflitos foram claramente identificados no material empírico de Jardim (2009) envolvendo os novos dirigentes sindicais dos fundos de pensão: com os sindicalistas tradicionais e com os dirigentes tradicionais do setor.

No primeiro caso, a tensão aparece pela desconfiança dos dirigentes sindicais tradicionais, ou seja, aqueles que não aderiram às novas propostas de luta sindical, mantendo-se convictos aos antigos valores do grupo que giravam em torno do emprego, salário, jornada de trabalho etc. Para este grupo, a agenda que tem nos fundos de pensão a bandeira de luta rompe com o sentimento de pertencimento, o que leva a evidentes tensões no meio sindical. Jardim (2009) apurou que a diferença regional tem um peso importante neste caso, isto é, em sindicatos fora do sudeste do país, apesar da pauta dos fundos de pensão ser conhecida, não faz parte da agenda prioritária.

O segundo tipo de tensão ocorre pelo fato dos dirigentes tradicionais colocarem em dúvida a capacidade técnica dos dirigentes sindicalistas. Em um ambiente repleto de códigos e especificidades do mercado financeiro, a exigência de *expertise* confere aos dirigentes tradicionais argumentos na disputa de forças. Ainda que o contexto proporcionasse por vezes a parceria na condução dos rumos do setor de fundos de pensão, a disputa pela legitimidade da gestão dos fundos invariavelmente suscitava este tipo de questionamento relacionado à capacitação.

Para contornar esta “violência simbólica”, segundo Jardim (2009), as centrais sindicais passaram a investir cada vez mais na qualificação de seu quadro por meio de cursos e seminários, o que gerou inclusive uma externalidade de fomento de um mercado de consultoria que passou a orbitar em torno dos sindicatos. O movimento de deslocamento dos sindicalistas de seu campo tradicional de atuação para outro – o espaço econômico-financeiro – implicou a preocupação das centrais com investimento em capacitação, como observa Jardim (2009). A complexidade e “aridez” do tema foram apontadas em alguns depoimentos como uma dificuldade, mas dentro da consciência de que era preciso investir em formação do quadro:

A preocupação com formação é grande (...) o debate é novo e o assunto é um pouco árido, então vem a dificuldade de pessoal qualificado até para ministrar os cursos (...) a CUT está preocupada em qualificar cada vez mais trabalhadores para que eles possam ser não só dirigentes, como também para estar entendendo, reivindicando, acompanhando. Porque se você não entende você também não cobra. Precisa formar massa crítica que fique de olho no assunto. (Entrevistado da Banesprev apud Jardim, 2009, p. 214/215).

É uma matéria muito árida. Não é uma matéria tranqüila de se perceber. Nós estamos falando com uma certa tranqüilidade de questões sociais, mas a instrumentalização dessa atividade é altamente técnica. Nós vamos ter banco, vamos ter gestor, vamos ter profissionais que tenham essa capacidade. [É necessário] Não só essa sensibilidade de perceber o alcance de uma atividade que é complexa. (Entrevistado da Força Sindical apud Jardim, 2009, p. 215).

O questionamento dos dirigentes tradicionais quanto à capacidade dos sindicalistas em participarem da gestão dos fundos é identificado nos depoimentos muitas vezes como preconceito. O fragmento a seguir ilustra o tipo de pensamento dos dirigentes tradicionais:

Pesa certo preconceito com o trabalhador na gestão. Imagina trabalhador na gestão, a gente aqui é do mercado e o mercado consegue fazer melhor que o pessoal do sindicato, muito melhor porque somos profissionais do mercado. Tem um preconceito grande. Dá então um debate enviesado quando se fala que o pessoal do sindicato não tem formação para administração e não é bem assim. Não quer dizer que todo pessoal que está no sindicato pode trabalhar com fundo de pensão, mas tem quem pode (...) até porque a lei exige que tenha qualificação para fazer parte do conselho. (Entrevistado do Banesprev apud Jardim, 2009, p. 216).

Imagina se ele não consegue administrar os recursos de fundo de pensão que tem tudo a ver com a situação dele mais para frente, com o futuro dele, então tem um verdadeiro debate meio levado que tem certo preconceito. (Entrevistado do Banesprev apud Jardim, 2009, p. 216).

A defesa contra o preconceito aos sindicalistas vem com a proposta de cursos de capacitação e com a lembrança de que o capital político dos sindicalistas lhe confere a devida legitimidade para compor o corpo dirigente dos fundos de pensão:

Um dos argumentos sempre utilizados para questionar a participação dos trabalhadores nas entidades de previdência, sobretudo no que tange aos investimentos, é sua falta de preparo técnico. Esse argumento revela um preconceito profundo: o trabalhador é capaz de gerar riqueza, mas não teria capacidade para gerir seus recursos, que devem ser entregues a terceiros. A única barreira intransponível para vencer esta questão é o preconceito: se de fato os participantes têm deficiências técnicas, elas podem rapidamente ser sanadas pela simples presença nos cursos, faculdades e centros de formação que proliferam pelo Brasil afora. (Sasseron, presidente da ABRAPP, 2002 apud Jardim, 2009, p. 215/216).

O bem maior que um representante eleito pelos participantes leva à gestão dos fundos é seu compromisso com a defesa dos interesses daquela coletividade. Esse compromisso não se aprende na escola, mas na relação política diária, mediada pelas organizações e entidades de classe. (Sasseron, presidente da ABRAPP, 2002 apud Jardim, 2009, p. 217).

A aceitação e defesa do discurso sobre investimento ético, responsabilidade social, governança corporativa e o papel dos fundos de pensão não significava, necessariamente, ter conhecimento sobre o assunto. “Houve casos em que os informantes não entendiam bem a proposta dos fundos de pensão, mas a defendiam” (JARDIM, 2009, p.212). A consciência que, de fato, o grupo de sindicalistas carece de capacitação no tema para impor sua presença nas discussões aparece neste depoimento de um dirigente da CUT:

Nós, dirigentes da CUT detectamos que o conhecimento sobre o funcionamento dessas novas estruturas previdenciárias ainda é restrito a poucos setores do sindicalismo, fato que não raras vezes, coloca o sindicalista em posição de desnecessária inferioridade em relação aos seus empregadores (...) Por tudo isso, temos a certeza de que a implantação dos referidos cursos de formação contribui para tornar o movimento sindical mais apto na luta por uma previdência justa, capaz de oferecer tranquilidade futura aos trabalhadores. (Gushiken e Gonçalves, 2002 apud Jardim, 2009, p. 217).

Esta tensão envolvendo dirigentes sindicais e dirigentes tradicionais ocorre, em boa medida, no campo da governança corporativa. Trata-se de um espaço que se mostrou extremamente apropriado para encapsular a estratégia e o discurso dos sindicalistas e conferir-lhes a legitimidade necessária para circularem no sistema dos fundos de pensão e no mercado financeiro. De forma simplista, a governança corporativa pode ser definida como conjunto de

dispositivos que procuram estabelecer ou manter uma relação entre acionistas e dirigentes das empresas, considerada satisfatória para os primeiros. Os pilares da governança corporativa seriam, assim, (i) o respeito aos direitos dos acionistas minoritários; (ii) transparência nos procedimentos das empresas; e (iii) possibilidade de aquisição do controle acionário das empresas através da compra de suas ações nos mercados financeiros (GRÜN, 2005a). Mas, além de sua definição, e para entender um componente central das estratégias dos agentes de mudança que aqui estão emergindo, é oportuno fazer um breve histórico de seu desenvolvimento no Brasil e iluminar as configurações que ela tomou nos últimos tempos.

No início dos anos 1990, com a intensa internacionalização dos mercados financeiros, o conceito e as práticas de governança corporativa – um arcabouço idealizado para resolver problemas societários norte-americanos – se generalizaram por vários países desenvolvidos ou em desenvolvimento. No Brasil, alguns fatos foram importantes para traçar os seus contornos nacionais, como a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, em 1995, o fortalecimento da Comissão de Valores Imobiliários – CVM e o lançamento recomendações do órgão sobre a governança corporativa em 2001, assim como o Programa de Incentivos à Adoção de Regras de Governança Corporativa, lançado em 2003 pelo BNDES (GRÜN, 2005a; JARDIM, 2009).

Mas o maior destaque foi a Lei das Sociedades Anônimas - SAs, sancionada no governo FHC, em 2001, que estabeleceu mecanismos que aumentam a transparência das empresas e possibilitam maior acesso dos acionistas às decisões das firmas, permitindo assim a adoção de melhores práticas de governança corporativa. A lei possibilitou também a ampliação da proteção aos acionistas minoritários e portadores de ações preferenciais.

Na fase de redefinição da agenda sindical juntamente com a campanha eleitoral de 2002, o tema da governança corporativa se mostrou ideal para compor o discurso de distinção que o grupo pretendia se ungir. Os princípios da boa governança, como transparência, responsabilidade, prestação de contas, encaixavam perfeitamente na construção da retórica dos sindicalistas. Ademais, é pela governança corporativa que os sindicatos se fazem representados nos conselhos dos fundos de pensão. Por outro lado, era adequada também para a imagem do sistema dos fundos de pensão, que enxergava na governança corporativa uma forma de negar o histórico de má gestão e escândalos que estiveram envolvidos no passado (JARDIM, 2009). Nas palavras de Grün (2005a, p.73), “a governança corporativa aparece como uma questão anfíbia, não contida integralmente na esfera financeira, mas dotada de uma plasticidade que a remetia à esfera cívica.”

A plasticidade a que se refere Grün (2005a) fica clara quando colocada em perspectiva desde quando se discutia a lei das SAs no Congresso. Em um primeiro momento, seus defensores falavam na proteção dos investidores em geral, posteriormente os dirigentes tradicionais dos fundos de pensão também enxergaram a oportunidade de utilizar a boa governança no discurso de proteção aos participantes (ativos e aposentados/pensionistas) do sistema. Por fim, quando abraçada como causa dos sindicalistas, a governança corporativa amplia seu conteúdo - “afinal, o ‘direito de escolher os nossos dirigentes’, a ‘transparência’ e ‘direitos dos minoritários (minorias)’ são conceitos que iniciaram a sua carreira na esfera pública brasileira a partir da luta pela redemocratização dos anos 1970 e 1980. (...) Nos discursos dos grupos de sindicalistas atraídos pelos fundos de pensão, a aproximação entre acionistas minoritários e o povo ganha mais verossimilhança.” (GRÜN, 2005a, p.73).

Em suma, o tema da governança corporativa se mostrou altamente apropriado no processo de “conversão” da agenda sindical em direção aos fundos de pensão. Ao mesmo tempo, a ponte que a candidatura Lula estabeleceu com o mercado financeiro – as já mencionadas *Carta ao Povo Brasileiro* e a visita do candidato à bolsa de valores e a defesa da “poupança sagrada dos trabalhadores” foram extremamente simbólicas – indicava a disposição de grupos historicamente distantes em se aproximarem. Se, por um lado, a candidatura Lula precisava sinalizar disposição em dialogar com o mercado, por outro o mundo financeiro precisava da vitalidade da poupança interna para se proteger contra os segmentos de investimento mais internacionalizados. Assim, encampada pela candidatura Lula e por seu grupo de apoio – em especial o movimento sindical –, a governança corporativa ganha um “tom emocional. (...) ela se transforma numa espécie de *cause célèbre*, empalmada por empreendedores morais, e adquire assim um halo de movimento social contra o qual as resistências latentes (...) podem menos.” (GRÜN, 2004b, p.166).

Os mecanismos de governança corporativa não estão, é claro, isentos de críticas e de casos de insucesso. Apesar de sua veste moderna e funcional para o mundo empresarial, muitas vezes a governança é criticada por servir mais como propaganda de quem teoricamente a incorpora do que efetivamente uma mudança de comportamento no ambiente, conforme ilustrado a seguir:

A expressão governança corporativa corre o risco de tornar-se apenas uma ferramenta de marketing (...) não se muda a cultura de uma empresa pela força de regras e imposições, muitas companhias fazem marketing em cima de algumas medidas de governança, mas ainda podem oferecer grandes riscos. (Willian Cox, especialista em ética e governança, Valor Econômico, 2004 apud Jardim, 2009, p. 80).

Os riscos associados à governança foram amplamente noticiados pela mídia e ocorreram em diversos países. Casos como das americanas Enron e WorldCom e das brasileiras Vasp e Varig são bons exemplos. Além disso, os fundos de pensão aparecem sempre na linha de fogo de negociações suspeitas e pouco transparentes no mercado, como noticiado no caso das privatizações durante o governo FHC e no envolvimento dos fundos Previ, Funcef e Petros no escândalo do mensalão do governo Lula, em vias de julgamento pelo Supremo Tribunal Federal.

Como visto, é no campo da governança corporativa que ocorrem ora convergência de interesses ora tensões e conflitos entre grupos distintos. Aliado a esse quadro, a presença dos sindicalistas nos conselhos de gestão dos fundos de pensão via governança corporativa confere à estratégia dos agentes sindicais contornos ambíguos e contraditórios. Na medida em que assumem posições gerenciais nos fundos, os sindicalistas combinam à sua face de representantes de conflitos trabalhistas também a de proprietários-acionistas de inúmeras empresas as quais os fundos de pensão são sócios.

Apesar de interessante, este ponto é identificado mais como uma polêmica acadêmica, pois na prática o material empírico de Jardim (2009) demonstra que os sindicatos buscam ampliar cada vez mais a participação nas assembleias e conselhos de gestão dos fundos e administrar os recursos acumulados dos trabalhadores participantes. Assim, ao concretizarem a estratégia de gestão dos fundos de pensão, os sindicalistas se revestem de um poder proprietário-credor com potencial de mudança institucional nos fundos de pensão e, de forma ampla, na configuração do capitalismo brasileiro.

Esta seção procurou descrever como agentes com potencial de mudança emergiram em um cenário cujas variáveis independentes indicaram, de acordo com o modelo Mahoney e Thelen (2010), baixa possibilidade de veto a mudanças e alto nível de discricionariedade na interpretação (e não na aplicação) das regras (ou do papel) dos fundos de pensão (conforme seção anterior). Com base na categorização de tipo de agente (variável interveniente) do modelo, algumas leituras podem ser feitas até este momento. Antes, é oportuno lembrar que,

conforme ressaltam Mahoney e Thelen (2010), os atores podem ocupar diferentes papéis em diferentes contextos (por exemplo, um comportamento oportunista em um contexto e insurgente em outro), ou seja, a classificação do tipo de agente se refere aos papéis desempenhados pelos agentes, e não a suas identidades.

Uma primeira leitura pode associar os sindicalistas e a elite sindical a *simbiontes mutualistas*, na medida em que procuraram explorar as características de uma instituição que não criaram - o segmento de fundos de pensão - para um “ganho privado”. No caso, ganho privado no sentido de uma nova bandeira sindical em um período em que a categoria buscava alternativas de atuação. Neste sentido, não tentaram destruir nem desobedecer as regras, mas sim utilizaram-nas a favor de seus interesses.

Outra leitura pode apontar para o tipo *subversivo* dos agentes sindicalistas, segundo a classificação Mahoney e Thelen (2010). Conforme detectado em vários relatos apresentados na seção, expressões como “se não pode derrotar o inimigo, junte-se a ele” ou “lutar contra o capitalismo com suas próprias armas” indicam uma estratégia de atuar dentro do sistema dos fundos de pensão, sem violar suas regras, mas em busca de mudanças institucionais. Os agentes sindicais identificaram que não era possível deslocar rapidamente as regras vigentes, e assim passam a propor pequenas e sucessivas alterações que convivem com as regras existentes. É possível que, caso surja oportunidade, tentem atingir seus interesses com outros arranjos institucionais.

Por fim, é possível identificar também características de agentes *oportunistas* nos sindicalistas e elite sindical, pois a forma como se posicionam quanto aos fundos de pensão é ambígua. Por um lado, parecem não concordar com a configuração tradicional dos fundos de pensão no contexto econômico (associada a má gestão, escândalos, investimentos especulativos, gestão pouco democrática etc.), por outro não buscam eliminar suas regras. Se concordassem, seria contrário a seus ideais. Mas a oposição ao *status quo* pode ter um alto custo e afetar outras relações políticas. Assim, buscam aproveitar as ambiguidades na interpretação dos arranjos dos fundos de pensão para, diante de possibilidades, reposicioná-los de modo a se aproximarem de seus objetivos.

Apesar deste balanço parcial lançar alguma luz sobre o potencial de mudança institucional nos fundos de pensão com a chegada dos sindicalistas a seus quadros de direção, julga-se não ser possível avaliar ainda se esses agentes da mudança foram bem sucedidos, e mesmo que tipo de mudança é possível deduzir de suas atuações. Seria importante verificar como se deu a movimentação destes atores em um momento posterior ao da ascensão sindical

ao comando dos fundos. Em outras palavras, o que é possível deduzir da real participação destes agentes no novo contexto, frente ao que propunham como estratégia? Assim, vale investigar, com base no material empírico do trabalho de campo de Jardim (2009), a configuração das variáveis independentes neste segundo momento do tempo e sua influência nos agentes da mudança. É o que será tratado a seguir.

4.2.3. Variáveis Independentes - 2º Momento

Do ponto de vista político e social, a maior participação dos sindicalistas no segmento dos fundos de pensão após a eleição do presidente Lula, inclusive em cargos de direção, representou, como já discutido, um momento inédito na configuração do capitalismo brasileiro. Com a ambição de transformar as relações capital-trabalho no cenário econômico nacional, via fundos de pensão, a presença sindical no mercado financeiro foi francamente favorecida pelo contexto político daquele momento eleitoral. No entanto, com base no material empírico de Jardim (2009), é possível identificar que os graus de liberdade para colocar em prática a pauta de “moralização e/ou domesticação do capitalismo”, conforme idealizavam, foram extremamente limitados.

Embora discursivamente atuem em defesa do capital produtivo, de investimentos que gerem empregos, da “humanização das finanças em prol dos trabalhadores”, na prática o poder dos sindicalistas se resume à proposição de pautas apropriadas ou criadas pelo movimento sindical, como a responsabilidade social, desenvolvimento sustentável, democratização na gestão dos fundos, investimento ético, dentre outros (JARDIM, 2009). São propostas muitas vezes convergentes e assimiladas pelos demais atores, mas invariavelmente com impactos marginais na política de desenvolvimento do setor.

Os depoimentos a seguir ilustram que a atuação e poder de decisão dos sindicalistas nos conselhos dos fundos de pensão são vistas como limitadas, ainda que sua presença não passe despercebida:

Formalmente os sindicatos não possuem influência nas decisões do Conselho Deliberativo. No entanto, como é provável que estes tenham apoiado os Conselheiros eleitos na eleição, é óbvio que os mesmos acabam por exercer algum tipo de influência do ponto de vista político e até assessoramento técnico aos Conselheiros. (Entrevistado Presidente da Petros apud Jardim, 2009, p. 173).

(...) Poucos são os casos de entidades em que representantes eleitos pelos participantes têm efetivo poder de gestão. (Sasseron, presidente da ABRAPP, 2002 apud Jardim, 2009, p. 174).

A percepção de Lordon (2000 apud Jardim, 2009, p. 174) sobre o restrito poder de influência dos sindicatos fornece pistas sobre os motivos que inibem a atuação desses atores:

Os patrões conscientes do jogo procuram enfraquecer sua expressão. Eles não querem o assalariado gerindo ou controlando a empresa. Controlador formal é somente uma evidência jurídica, longe da realidade. Quem controla realmente as poupanças são os grandes financistas. (Lordon, 2000 apud Jardim, 2009, p. 174).

De fato, o principal ponto de veto às iniciativas e propostas dos sindicalistas parece se mostrar na política de investimentos dos fundos de pensão. Os critérios de rentabilidade são comumente apontados como determinantes para os investimentos dos fundos, conforme afirma o presidente da Petros:

Não vamos deixar de lado os critérios técnicos que norteiam a política de investimentos. Mas, além da preocupação com a necessidade de se rentabilizar, de atingir a meta atuarial, devemos nos preocupar com o consumidor, trabalhadores, Governo e comunidade. (Fundos de Pensão, 2003 apud Jardim, 2009, p. 194).

Na mesma linha, sublinha-se a responsabilidade em se arcar com o pagamento de benefícios aos participantes, objetivo finalístico dos fundos de pensão. Por isso, em última instância, a rentabilidade com baixo risco deve prevalecer sobre qualquer alternativa:

Uma coisa que não se pode perder de vista, é que o foco é pagar aposentadoria aos participantes. O foco é este. Então o fundo tem obrigações com o participante. Tudo o que a gente quer é investimento com rentabilidade e baixo risco em empresa socialmente responsável. Mas o foco é a rentabilidade. (Entrevistado Banesprev apud Jardim, 2009, p. 191).

Os entrevistados parecem não desmerecer o caráter meritório das alternativas de investimento que privilegiam a responsabilidade social, mas indicam que só serão consideradas se convergirem com uma diretriz mais pragmática de rentabilidade, como afirma

o então presidente da Petros: “Se puder casar as duas coisas é melhor, mas não é o mais importante.” (Entrevistado Petros apud Jardim, 2009, p. 191).

Ainda com base nos depoimentos, identifica-se que o caráter técnico das decisões parece mesmo prevalecer sobre propostas que atendam a interesses específicos:

Defendo a melhor gestão dos fundos, e nem sempre a melhor gestão é a do interesse dos trabalhadores. Tenho que olhar custo, questão técnica, atuária, investimento. Em geral, os fundos olham somente para o lado da patrocinadora, eu tento olhar para os dois lados. (Entrevistado da Fundação CESP apud Jardim, 2009, p. 191).

Com o mesmo teor, mais uma ilustrativa posição acerca dos limites do discurso sindical de responsabilidade social: “Acho que a gente tem que levar esse debate totalmente nessa linha, não aplicar simplesmente porque a empresa é responsável.” (Entrevistado Banesprev apud Jardim, 2009, p. 192). Um retrato do que efetivamente ocorre nos conselhos de gestão aparece neste depoimento, que reforça a preponderância do critério de prudência aliada a rentabilidade:

Fazemos uma análise e levamos lá para o comitê de investimento, o comitê de investimento analisa, e normalmente se tem voto contrário dificilmente o diretor financeiro banca fazer o investimento, porque o investimento é de risco e pode dar errado (...) se ele bancou, mesmo com voto contrário e der certo, palmas para ele, mas se der errado, ele vai ser crucificado. É assim, nesse tipo de fundo que tem uma governança legal estabelecida. É difícil você jogar com interesse dos outros a não ser o foco realmente no investimento que vai dar certo, vai garantir a aposentadoria dos trabalhadores (...), é muito difícil. (Entrevistado Banesprev apud Jardim, 2009, p. 192).

O contexto econômico de elevadas taxas de juros se traduz em incentivo para que os fundos concentrem suas reservas em fundos de renda fixa de modo a garantir as metas atuariais, ou seja, para terem mais segurança de que conseguirão honrar seus compromissos com o pagamento de benefícios futuros. Novamente, este cenário aparece em depoimento como uma restrição ao tipo de investimento que os sindicalistas defendem:

A presença dos sindicatos nos faz apontar para este sentido também, com a tese de que os fundos têm que investir na produção e não simplesmente na especulação. Esta é a realidade do Brasil hoje? Não! Eu acho que não é. Se a gente pegar os recursos dos fundos, hoje, 70% dos fundos estão investindo em renda fixa, ou seja, em títulos da dívida pública, ou seja, os fundos são agiotas do Governo. E se tirar a Previ, ela tem quase 60% em investimento, em produção, esta realidade cai para 80%, mas os fundos não têm incentivo para sair deste tipo de investimento. (Entrevistado da ANAPAR apud Jardim, 2009, p. 192).

Sobre este ponto em especial, isto é, a concentração de investimentos dos fundos de pensão em títulos de renda fixa, fundamentalmente títulos da dívida pública do governo, o eufemismo volta a ser utilizado pelos sindicalistas. Conforme apurou Jardim (2009), na tentativa de transparecer um caráter responsável e social de suas ações e dos negócios que participam, utilizam o argumento de que “é preferível que os títulos da dívida pública sejam comprados por eles (os fundos de pensão) do que por ‘capitalistas aventureiros’ que pensam somente no lucro, tal como Daniel Dantas e seus discípulos.” (JARDIM, 2009, p.193). E a autora arrisca: “É possível afirmar que os sindicatos veem como ato heróico o seu envolvimento com fundos de pensão, da mesma forma que veem a compra de títulos públicos como sacrifícios para garantir a tranquilidade da dívida pública do Brasil.” (JARDIM, 2009, p.194).

Em resumo, o material empírico apresentado até o momento indica que as mudanças institucionais promovidas pelos agentes sindicais estiveram mais relacionadas com o mundo interno dos sindicatos do que propriamente dos fundos de pensão. No primeiro caso, os fundos representaram alternativas ao arrefecimento das antigas bandeiras sindicais, e uma nova dinâmica interna aos sindicatos parece ter ganhado força em direção à atuação no segmento financeiro, mesmo com conflitos e contradições.

Por outro lado, os agentes sindicais se depararam com fortes restrições na governança corporativa dos fundos de pensão. Considerando que o cerne do ideário sindical passa pela transformação do campo das finanças em prol do capital produtivo, que envolve determinados tipos mais selecionados de investimentos, pode-se dizer que o *locus* de decisão dos investimentos e os atores ali envolvidos representam o principal ponto de veto à atuação dos sindicalistas.

Mesmo com presença importante nos processos decisórios dos fundos, propiciada pela roupagem da governança corporativa, as estratégias dos agentes sindicais se mostraram dependentes das políticas do mercado financeiro, como a política de taxas de juros e tipos de

investimentos que não guardam relação com as causas sindicais. Os conflitos com os dirigentes tradicionais e financistas no mesmo espaço de atuação parece resultar em consideráveis limites ao poder dos agentes sindicais.

À luz do modelo Mahoney e Thelen (2010), diferente do período pré-eleitoral, neste segundo momento a variável relacionada ao contexto sugere que as ações idealizadas pelos sindicalistas encontram pontos de veto fortes o suficiente para inibi-las ou tornarem seus efeitos marginais ao funcionamento do sistema. Esses pontos de veto são verificados especialmente na governança corporativa que reveste os conselhos de gestão dos fundos, onde também atuam financistas e dirigentes tradicionais, atores que resistem em encampar novidades ou mudanças bruscas na estrutura de investimento dos fundos. Em relação à segunda variável independente, verifica-se a permanência de uma baixa discricionariedade na aplicação das regras, especialmente aquelas relacionadas aos investimentos, que estão sujeitas ao cenário macroeconômico e suas restrições.

4.2.4. Resultados da Entrevista Semi-Estruturada

4.2.4.1. Mudança Institucional na Visão dos Entrevistados

Até este ponto dos resultados da dissertação foram utilizadas fontes secundárias, especialmente o material empírico de Jardim (2009) e Grün (vários anos), como subsídio à aplicação do modelo de Mahoney e Thelen (2010) de mudança institucional. Em complemento, e para verificar em que medida é possível corroborar as conclusões parciais descritas até o momento, será feita a análise das respostas à primeira pergunta de uma entrevista semi-estruturada com cinco questões realizada com atores envolvidos com o tema¹⁷. Oportuno lembrar a primeira pergunta da entrevista: *“Qual a sua percepção sobre o papel dos Fundos de Pensão (especialmente aqueles de patrocínio público) na economia brasileira após a chegada de uma nova coalizão política no governo federal em 2003? É possível identificar mudanças significativas em relação ao período anterior?”*

De certa forma, a percepção geral dos atores sobre esta primeira pergunta pode ser vista também como um terceiro momento da relação entre as variáveis independentes (contexto e características institucionais) e interveniente (agentes de mudança) do modelo, na

¹⁷ As outras quatro questões tratam da relação entre os fundos de pensão e o mercado de Private Equity e Venture Capital e serão analisadas na próxima seção.

medida em que capta uma visão recente dos entrevistados sobre os eventos¹⁸. Assim, o primeiro objetivo específico terá sido atendido na pesquisa. Vale reproduzi-lo novamente: “Destacar a movimentação de atores e suas estratégias no contexto dos fundos de pensão no Brasil desde os anos 1990, com base no modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010)”.

Conforme detalhado no capítulo metodológico, ao todo doze entrevistados responderam as questões e, de forma a estabelecer alguma identidade entre eles e meramente para fins de simplificação da análise, foi feita a divisão em quatro grupos distintos: *dirigentes da situação*, *dirigentes da oposição*, *dirigentes de fundos de pensão* e *especialistas*.

Dentre os doze entrevistados, a maioria (sete) indicou que sim, é possível apontar mudanças no segmento dos fundos de pensão após o novo governo de 2003, enquanto os outros cinco responderam que não enxergam mudanças significativas. A agregação binária (sim/não) foi feita de forma a identificar a existência de posicionamento de grupo, embora alguns entrevistados não tenham sido taxativos em suas respostas. No entanto, nesses casos o vetor da resposta foi facilmente identificado e, assim, classificado como “sim” ou “não” (quadro 8).

Quadro 8 – Percepção quanto à existência de mudança no setor de fundos de pensão a partir de 2003

Categoria	Entrevistado	Vetor de Mudança
Dirigente da Situação	1	Sim
	2	Sim
	3	Sim
Dirigente da Oposição	1	Não
	2	Sim
	3	Sim
Dirigente de Fundo de Pensão	1	Sim
	2	Sim
	3	Não
Especialista	1	Não
	2	Não
	3	Não

Fonte: Questionário aplicado pelo autor.

Conforme o quadro 8, todos os *dirigentes da situação* apontam que houve mudança nos fundos de pensão, assim como a maioria (2/3) dos *dirigentes da oposição*. O detalhe é que, pelo teor das respostas, as causas das mudanças tem características distintas na percepção

¹⁸ Especialmente porque o material empírico de Jardim (2009) foi produzido em trabalho de campo entre 2005 e 2006, enquanto parte da pesquisa empírica de Grün (2003) foi realizada no final dos anos 1990.

dos dois grupos. Os primeiros apontam aspectos relacionados ao fortalecimento institucional, esforços de regulamentação de legislação, aperfeiçoamento de controles e modernização, dentre outros. Já os *dirigentes da oposição* sinalizam que as mudanças estão diretamente relacionadas aos interesses partidários. Ou seja, dois grupos que constatarem mudanças no setor, mas por motivos distintos. Os trechos a seguir ilustram as respostas dos *dirigentes da situação*:

É perfeitamente possível identificar mudanças expressivas na atuação dos Fundos de Pensão nesse período pós-2003. Conquanto nem todas possam ser creditadas, exclusivamente, à troca de governo, esta teve um papel fundamental, por dar curso à reformulação que trouxe de volta o equilíbrio para o sistema. (...) Quanto ao impacto na economia, é notório que os fundos de pensão são hoje o principal investidor institucional no Brasil, na sua melhor acepção, com visão de longo prazo. Respeitada sua autonomia na gestão, os fundos são os grandes investidores em áreas fundamentais, como infraestrutura, comunicações, energia, etc., cumprindo seu papel de rentabilizar a poupança alocada por participantes e patrocinadores com a contribuição para o desenvolvimento do País. Manter um ambiente seguro, que favoreça o bom exercício dessa função, tem sido o foco da atuação do governo desde 2003. (Dirigente da Situação 2)

Entendo que houve um fortalecimento do papel dos fundos de pensão dentro do desenho do modelo de previdência brasileiro. Houve um grande esforço de regulamentação das Leis Complementares e modernização do quadro de regulação e supervisão. Acho que, em consequência, a previdência complementar brasileira hoje está entre as mais modernas da América Latina. (Dirigente da Situação 3).

Outro *dirigente da situação* afirma que a mudança no ambiente dos fundos de pensão tem ocorrido desde 1999, quando a pauta da governança corporativa ganhou uma dimensão mais forte e as instituições passaram a ter mais independência e profissionalização de seus quadros. Ressalta que, mais recentemente, notou uma mudança expressiva no foco dos fundos para projetos de interesse do Estado, mas não consegue identificar se tal mudança reflete oportunidade de mercado ou demanda do próprio governo.

A seguir, trechos das respostas dos *dirigentes da oposição*, que relacionam as mudanças no setor de fundos de pensão à influência da coalizão partidária. Na segunda resposta existe, inclusive, a preocupação com o benefício futuro dos participantes.

A gestão dos fundos já era de conhecimento e interesse do PT, especialmente pela participação de indicados dos trabalhadores (sindicatos) nos conselhos de gestão. A partir do governo petista há uma composição de movimentos entre as ações do Estado e as ações dos fundos com a nítida tentativa de construir soluções de propriedade de capital que mesclam nacionalismo e estatização. Logicamente, a mudança foi expressiva porque o período anterior não enfatizava esta composição, mas apenas o financiamento de operações sob o comando privado, sem identificar a origem do capital. (Dirigente da Oposição 3).

Os fundos de pensão passaram a ser geridos por grupos políticos partidários. As suas decisões seguem esta lógica. Coitados dos participantes, em especial daqueles que receberão os seus benefícios a longo prazo. (Dirigente da Oposição 2).

A maioria (2/3) do grupo formado pelos *dirigentes de fundos de pensão* também apontou mudanças a partir de 2003. Com argumentos que podem ser situados entre aqueles dos grupos anteriores (*situação e oposição*), isto é, com mais distanciamento da fronteira política, um deles chega a apontar as melhorias que precisam ser efetuadas para proteção do setor:

(...) Atualmente os fundos de patrocínio público são os que tem tido maior empenho em investimentos “não tradicionais” (infraestrutura, por exemplo), até pela proximidade com os governos. No entanto, me parece que precisamos atuar no sentido de revestir tais investimentos de arcabouço legal bem como assegurar um mercado com o dinamismo de segurança e liquidez que os fundos precisam para cumprir com os seus objetivos. Sem dúvida nenhuma que os governos que se instalaram a partir de 2003 foram os maiores promotores deste segmento. No entanto, deve-se reconhecer os esforços para dotar o país de um arcabouço regulatório mais moderno, que se configurou com a promulgação das Leis Complementares 108 e 109 de 2001. (Dirigente de Fundo de Pensão 3).

A partir de 2003, pode-se perceber que o governo manifestou maior interesse em acompanhar e até orientar, em alguns casos, os investimentos em determinados setores, para procurar suprir ou viabilizar empreendimentos considerados prioritários para o País. (Dirigente de Fundo de Pensão 2).

Interessante observar que, apesar do quadro de percepções (quadro 8) indicar que existe uma maioria que acredita na existência de mudanças nos fundos de pensão, o grupo de *especialistas* foi unânime em apontar o contrário. Talvez pelo distanciamento analítico que

estes três atores usufruem, o argumento comum é de que os aspectos técnicos predominam e as mudanças são aquelas inerentes ao desenvolvimento do setor, e não relacionadas a mudanças de governo. Essa linha de explicação com teor *path dependence* também se verifica nas respostas dos outros dois entrevistados que compõem o grupo que não aponta mudanças nos fundos de pensão. A seguir, dois trechos de respostas dos *especialistas*:

Houve uma maior participação, em linhas gerais, de pessoas de alguma forma ligada ao movimento sindical, direta ou indiretamente, bem como uma maior ligação com decisões de Governo. Entretanto, em linhas gerais, os grupos menos técnicos foram perdendo influência com o passar do tempo e as decisões continuaram seguindo os padrões técnicos observados em anos anteriores. (Especialista 2)

Não vejo mudança de postura nos fundos públicos antes e após a entrada do PT. O que modificou foram os grupos que passaram a controlá-los, mas a linha geral das políticas parece ser a mesma. Claro que com as modificações naturais que surgem no tempo, dado que já se passaram dez anos. (Especialista 3)

Este *dirigente da oposição* também não aponta mudanças nos fundos de pensão, mas ressalta um tipo de “bloqueio” dos gestores às investidas do governo na utilização dos fundos para interesses alinhados com a coalizão dominante:

(...) incorreu-se por mais de uma vez na tentação de utilizar esses fundos para direcionar investimentos para projetos de interesse da administração. (...) Mas, felizmente, os gestores, sabedores de suas responsabilidades, seguiram o caminho da aplicação prudente e segura e recusaram (até onde se percebe) as solicitações (amplamente noticiadas na imprensa) da administração. (Dirigente da Oposição 1)

Na mesma linha, a resposta deste *dirigente de fundo de pensão* reforça que a atividade finalística dos fundos é o pagamento de benefícios e, portanto, é o que efetivamente influencia em seu desenvolvimento, e não variáveis políticas.

(...) abstraindo eventuais diferenças pontuais de prioridades e/ou de estilo da gestão de cada fundo de pensão, não identifiquei que, como regra, tenha havido mudanças significativas em relação a períodos anteriores, pois o papel ativo dos fundos de pensão em investimentos na economia brasileira está relacionado às necessidades de seu passivo atuarial, e não a aspectos vinculados a coalizões políticas presentes num momento específico. (Dirigente de Fundo de Pensão 3).

Assim, em complemento às fontes secundárias, as respostas a esta primeira questão da entrevista indicaram um “placar apertado” favorável à percepção de que houve mudanças no segmento de fundos de pensão após 2003. Os motivos apontados pelos entrevistados para explicar tais mudanças não são necessariamente os mesmos. Ademais, as justificativas daqueles que não enxergam mudanças significativas no setor vão ao encontro dos resultados encontrados na análise das variáveis independentes no 2º momento da narrativa, isto é, os pontos de veto de ordem técnica são preponderantes e as mudanças, quando ocorrem, tendem a ser marginais ou *dependentes da trajetória* institucional.

No entanto, à luz do modelo de Mahoney e Thelen (2010), que não se satisfaz com as explicações do tipo *path dependence*, já é possível arriscar que o cenário é de um processo de mudança gradual do segmento dos fundos de pensão. O detalhamento do tipo de mudança institucional será apresentado no capítulo conclusivo, que “fecha” a análise do modelo com a caracterização da variável dependente. Antes, porém, é preciso verificar o que o material empírico aponta sobre a interação entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC, tido nesta pesquisa como componente de especial relevância no panorama de mudança institucional dos fundos de pensão.

4.2.4.2. Fundos de Pensão e o Financiamento à Inovação via Fundos de PE/VC

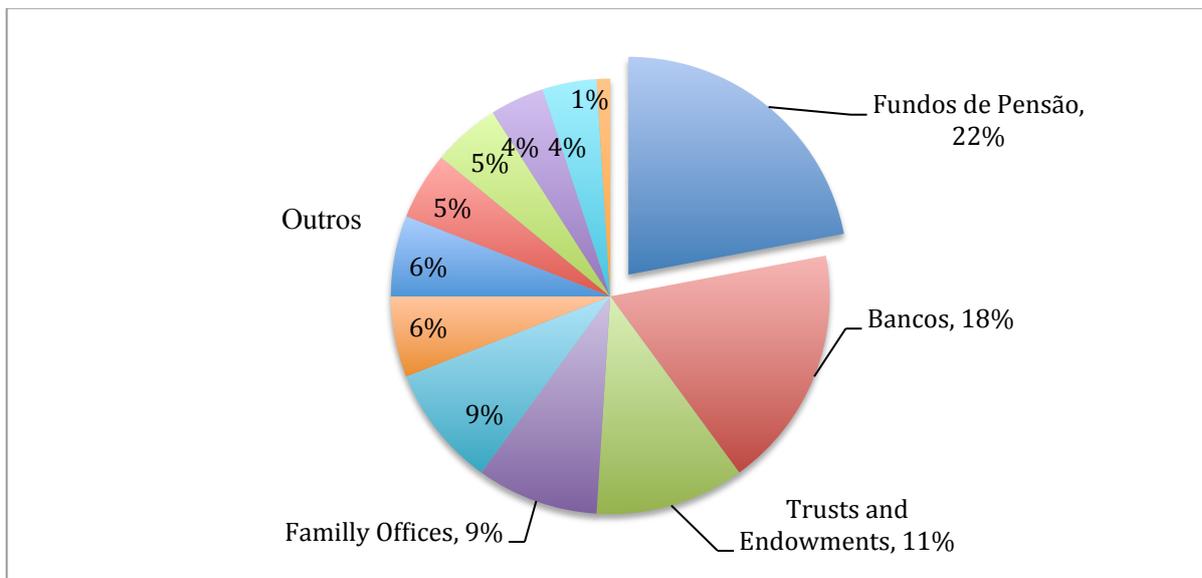
Nesta seção, a análise do processo de mudança institucional dos fundos de pensão será parametrizada pela relação destes com o mercado de PE/VC. Busca-se assim atender ao segundo objetivo específico da pesquisa, conforme descrito no capítulo introdutório da dissertação: verificar as características da interação entre os fundos de pensão e o mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) no sistema financeiro brasileiro. As tensões apontadas por Grün (2009) entre dirigentes sindicais dos fundos de pensão e financistas motivam a investigação da relação dos fundos com o mercado de PE/VC, em especial. Além de carregar significativo potencial de mudança institucional, a interação entre fundos de pensão e PE/VC representa um dos principais mecanismos de desenvolvimento econômico por meio do financiamento de inovações e tecnologia. Neste sentido, sob uma perspectiva mais ampla, volta-se a sublinhar as importantes complementaridades dos fundos de pensão na configuração do capitalismo brasileiro.

A expansão recente do mercado de PE/VC no Brasil chama a atenção. Entre 1999 e 2009, os ativos da indústria brasileira de PE/VC saltaram de US\$ 3,7 bilhões para US\$ 36,1 bilhões, sendo que US\$ 28 bilhões foram incorporados em menos de 5 anos, entre 2005 e 2009. Na comparação internacional, dados de 2008 mostram que a média mundial de ativos sobre o PIB foi de 3,7%. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, países com longa tradição em PE/VC, essa proporção foi de 3,7% e 4,7%, respectivamente. Naquele ano, o Brasil atingiu 1,8% do PIB, quase a metade da média mundial, o que caracteriza ainda uma fase de desenvolvimento deste mercado, mas também em trajetória ascendente, uma vez que em 2009 este indicador aumentou para 2,3% do PIB (ABDI, 2009; GVCEPE, 2008).

Nos Estados Unidos, os fundos de pensão são os maiores investidores da indústria de PE/VC, tendo apresentado uma participação média de 40% na década de 1990, chegando a 50% em 2001. (MEGGINSON, 2004; GVCEPE, 2008). A flexibilização das regras de aplicações dos fundos de pensão na década de 1980 contribuiu sobremaneira para o fortalecimento do setor de PE/VC nos anos seguintes (BAYGAN, 2003 apud ALBERGONI, 2006). Na Europa, o perfil dos investidores em PE/VC difere daquele verificado nos Estados Unidos, com um peso maior para bancos, companhias de seguro e investidores corporativos. Ainda assim, a participação dos fundos de pensão chegou a uma média de 23% no período 2003-2007 (GVCEPE, 2008).

No Brasil, de acordo com os dois únicos censos realizados sobre PE/VC, a participação dos fundos de pensão aumentou de 17,2% em 2005 para 22% em 2009, registrando-se um pico de 24% em 2008 (ABDI, 2009; GVCEPE, 2008). Os exemplos das indústrias de PE/VC nos Estados Unidos, Brasil e mesmo na Europa, onde a participação dos investimentos dos fundos de pensão é inferior à de outros agentes, sugerem que se não existe uma dependência em relação aos recursos dos fundos de pensão, por outro lado a entrada deles neste mercado o fortalece consideravelmente. O gráfico 1 a seguir ilustra este destaque dos fundos de pensão na composição dos principais investidores em PE/VC no Brasil em 2009.

Gráfico 1 – Principais Investidores em Fundos de PE/VC no Brasil (2009)



Fonte: 2º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital (ABDI, 2009)

Em complemento às poucas informações quantitativas existentes sobre a interação entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC, a entrevista aplicada junto a atores especializados resultou em um interessante panorama qualitativo que se mostrou bastante útil na reflexão acerca do papel dos fundos de pensão no financiamento da inovação e, de forma ampla, nos recentes arranjos do capitalismo brasileiro.

Dividida em cinco perguntas, sendo que as respostas à primeira já foram discutidas na seção anterior, a segunda pergunta da entrevista foi a seguinte: *Qual a sua percepção sobre o investimento dos Fundos de Pensão em fundos de risco do tipo Private Equity e Venture Capital?* À exceção de um entrevistado que se mostra pessimista quanto aos benefícios para os participantes, todos os demais formam o consenso de que se trata de um investimento atrativo desde que utilizado como estratégia de diversificação da carteira dos fundos e com bastante critério em função dos riscos associados. Além disso, as respostas convergiram para a necessidade de os fundos buscarem alternativas de investimento como os PE/VC, dada a perspectiva de redução da taxa de juros da economia. Ademais, os PE/VC começam a se mostrar também como alternativas à excessiva ótica dos investimentos dos fundos para a via imobiliária. Foi destacado que a atuação dos fundos de pensão tem sido mais comum na modalidade de Private Equity do que em Venture Capital, dados os maiores riscos associados a este último.

Alguns cuidados também foram apontados pelos entrevistados. Dentre eles, o alerta de que se trata de um mercado que possui um custo de informação muito elevado, pois é preciso

ter uma capacidade analítica e acesso a informações suplementares importantes para poder tomar uma decisão substantiva de investimento em PE/VC. Alguns fundos de pensão já acumularam conhecimento e *expertise* suficiente para interagir com este mercado, mas a maioria ainda não tem a mesma movimentação. Por fim, uma vantagem apontada na entrevista destaca que os investimentos dos fundos de pensão em PE/VC constituem investimento na produção em si, e não em títulos do governo. Tem-se assim investimentos na economia real, quase sempre associados ao crescimento de empresas por meio da diferenciação pela inovação. Adicionalmente, são modalidades de investimento que implementam boas práticas de governança nas empresas. O trecho a seguir ilustra bem esta perspectiva:

(...) comparando um fundo de Private Equity com a opção de investir em ações líquidas do mercado secundário (...) A opção de um investidor pela compra de uma ação líquida pressupõe a capacidade do gestor em antecipar-se na identificação de potencial para se apropriar do valor das empresas. Já a opção de compra de um fundo de Private Equity pressupõe a capacidade do gestor do fundo em gerar valor nas empresas que forem investidas. Assim, para aqueles que têm uma perspectiva positiva de longo prazo para a economia brasileira, de crescimento econômico, a alternativa de geração de valor pode produzir bons resultados, comparativamente a tentativa mais especulativa de apropriação de valor. Isto não significa que um fundo de pensão não deva investir no mercado secundário. Mas os dois tipos de investimento, no mercado secundário (líquido) e em participações (ilíquido) são complementares, com horizontes de tempo e perfis de risco e de retorno distintos, e devem integrar a carteira de investimentos de cada fundo de pensão considerando as necessidades específicas do passivo atuarial e de diversificação do portfólio. (Dirigente de Fundo de Pensão 3).

A terceira questão da entrevista feita aos entrevistados foi: *“Na sua visão, que fatores são determinantes para a decisão dos Fundos de Pensão em investir em fundos do tipo Private Equity e Venture Capital?”* As respostas dos entrevistados, sintetizadas no quadro 9, enriquecem um levantamento prévio feito na fase da pesquisa documental. Para o contexto latino-americano, a Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) apontou alguns fatores determinantes para incentivar os fundos de pensão a investirem no mercado de PE/VC: (i) ambiente regulatório: alterações na legislação que permitam a entrada dos fundos de pensão no mercado de risco, ampliação de limites de investimento; (ii) cenário macroeconômico: trajetória da taxa de juros, expansão da economia e reflexo no melhor poder

aquisitivo, retornos menores em bônus que levam à busca por alternativas de aplicação; e (iii) aspectos demográficos: proporção de participantes mais jovens na carteira dos fundos de pensão, maior disposição de riscos em faixas etárias mais baixas (EMPEA, 2011).

As respostas de dois entrevistados de certa forma agrega ao levantamento da EMPEA uma categoria menos técnica e mais política como responsável pela decisão dos fundos em investir em PE/VC. Um deles aponta “interesses pessoais ou partidários” e outro afirma que “composições de interesses e negociações governamentais para suporte a projetos tem uma grande preponderância”. Na linha da diversificação, outro entrevistado afirma que, estruturalmente, as reservas dos fundos de pensão são de tamanha magnitude que não devem ficar restritas a determinados nichos do mercado de capitais. Por fim, o quadro 9 reúne as respostas mais comuns verificadas na entrevista.

Quadro 9 - Principais Fatores que Incentivam o Investimento dos Fundos de Pensão em Private Equity e Venture Capital (PE/VC)

Principais Fatores que Incentivam o Investimento dos Fundos de Pensão em PE/VC	
Diversificação do risco / Nível de risco	Dinâmica do setor onde a empresa atua
Tempo de maturação do investimento	Liquidez
Desempenho pretérito da empresa	Informação e mudança de mentalidade a respeito do setor de PE/VC
Rentabilidade projetada / potencial de retorno	Adequação da política de investimento
Credibilidade do gestor do fundo PE/VC / Análise do modelo de governança	Estágio de maturação do plano de benefícios (PE/VC mais atrativo para planos em formação de patrimônio e menor para planos maduros)

Fonte: Questionário aplicado pelo autor.

O objetivo da quarta pergunta foi captar o sentimento dos entrevistados quanto a atratividade ou repulsa dos fundos de pensão em relação aos fundos PE/VC: *Qual a sua opinião sobre a postura dos Fundos de Pensão frente a este tipo de investimento nos últimos anos? É possível apontar mudanças significativas em relação a períodos anteriores? Conseguiria apontar perspectivas?* As respostas foram basicamente de ordem técnica e se concentraram em alguns pontos em especial. O primeiro se refere à maior atratividade (“até por necessidade”) em função da queda das taxas de juros e da volatilidade da bolsa de valores. Com as taxas de juros em níveis elevados que o país teve por muitos anos, os fundos de pensão podiam cumprir suas metas atuariais basicamente com a aplicação em títulos de renda

fixa, de baixo risco. O cenário de queda dos juros significa que, para os fundos, “acabou a vida fácil”, nas palavras de um dos entrevistados.

Outro aspecto comum às respostas está ligado ao avanço gradual que inegavelmente se percebe dos fundos de pensão em direção aos fundos de PE/VC. A principal explicação considera o maior conhecimento atual sobre esse tipo de aplicação, pouco difundida no passado. Destacam também que os fundos de pensão tem sido diligentes no acompanhamento dos fundos de PE/VC, diferente das práticas internacionais, onde os investidores não deliberam sobre investimentos e desinvestimentos. No Brasil, os fundos de pensão solicitam participação nos comitês de investimentos dos fundos PE/VC, segundo um dos entrevistados.

As perspectivas para essa modalidade de investimento são positivas e devem aumentar paulatinamente a importância na carteira dos fundos de pensão, segundo a maioria das respostas. Entretanto, ressaltam que a postura tem sido e deve continuar a ser de prudência, dentro dos extremos legais definidos na Resolução CMN n. 3.792/2009, que justamente por fixar limites, “sinaliza o que se espera dos administradores, coibindo-se qualquer aventura maior”.

Sobre o papel dos fundos de pensão no financiamento da economia e, especificamente, via PE/VC, um dos entrevistados se posicionou radicalmente contra, afirmando que a posição dos fundos deve ser em prol da rentabilidade e segurança do participante. E afirma: “Sou contrário ao governo fazer uso dos fundos de pensão para propiciar algum setor ou fazer política industrial”. Uma visão diferente pode ser ilustrada com este trecho:

Sabe-se que nenhuma economia se desenvolve sem que haja empreendedores “apostando” em novas iniciativas. Nesse sentido, os investidores institucionais, incluídos os fundos de pensão, são os parceiros mais evidentes desses empreendedores. As diversas economias globais desenvolveram os mecanismos de apoio a esses visionários, a exemplo dos “investidores anjos”. Os fundos de pensão não podem fazer exatamente esse papel, pelos requisitos de retorno, mas têm uma contribuição fundamental, pela capacidade de “esperar” o tempo certo para colherem os frutos do investimento, desde que mantido o fôlego com as demais alternativas de aplicação dos recursos. As principais mudanças, então, foram o reconhecimento dessa nova realidade. (Dirigente da Situação 2).

Por fim, a quinta pergunta: “*Na sua opinião, o governo federal exerce alguma influência na decisão de investimento dos Fundo de Pensão em fundos de Private Equity e Venture Capital?*” As respostas, se classificadas de forma binária (sim/não) conforme foi

feito para a primeira pergunta, indicam posicionamentos idênticos aos encontrados na primeira questão e ilustrados no quadro 8. A exceção foi de um *especialista* que não respondeu à questão. Assim, de onze respostas, sete indicaram que sim, existe influência, e as outras quatro a posição contrária. Novamente, as respostas positivas apontaram causas diferentes, ou percepções distintas sobre o que seria “influência do governo federal”.

Enquanto os *dirigentes da oposição* indicaram uma conotação de ingerência – “Muita, em demasia” e “Não há dúvida de que sim e não apenas com a ótica de governo, mas também na forma de grupo político” – os três *dirigentes da situação* e um *dirigente de fundo de pensão* consideraram “influência” como a fixação de políticas e a modernização das normas do setor, especialmente no estabelecimento de limites máximos na composição dos portfólios de investimentos. Além disso, ressaltam que “o governo federal faz questão, antes de tudo, de reconhecer e valorizar a independência, a autonomia e a profissionalização na gestão dos fundos (...)”, conforme um *dirigente da situação*. De fato, são visões bem distintas sobre a “influência do governo federal”. Um *dirigente da oposição* isenta o governo federal da influência específica nos fundos de PE/VC, mas alerta:

Pode tentar persuadir, com já tentou, os gestores a aplicarem em empreendimentos considerados importante para a administração. Não acho que seja o caso dos Private Equity ou Venture Capital. O desejo tende a ser maior em grandes projetos de investimento, nos quais o governo tem particular interesse - Belo Monte, Trem de Alta Velocidade, Transposição do São Francisco... (Dirigente da Oposição 1).

Em suma, as respostas sobre a relação entre fundos de pensão e o mercado de PE/VC apuradas mediante a aplicação da entrevista revelaram um interessante mapeamento técnico, baseado em experiências diferentes de atores especializados, mas também apontaram nuances políticas da relação entre o governo federal e as escolhas dos fundos de pensão frente às opções de investimentos, dentre eles os fundos de PE/VC.

O fato do material empírico não ter revelado sinais de tensão entre os dirigentes atuais de fundos de pensão e o mercado PE/VC, ou entre os dirigentes sindicais dos fundos e financistas de PE/VC, conforme já identificado em outro período por Grün (2009), não implica, obviamente, que eles não existam. Até pelas restrições do método de entrevista semi-estruturada e pela amostra reduzida de entrevistados, seria precipitado afirmar que o campo está isento de tensões ou conflitos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo investigar o processo de mudança institucional no segmento dos fundos de pensão brasileiros com a chegada de uma nova coalizão política no governo federal após 2003. Com o início do governo Lula, os fundos de pensão, sobretudo das empresas estatais, passaram a contar com a participação de atores de origem sindical em seus quadros dirigentes e nos conselhos de gestão. Favorecida pelo contexto político, a aproximação de sindicalistas e ex-líderes sindicais com o segmento da previdência complementar foi fruto também de um processo de transformação da atuação e das cognições sindicais. O resultado indicou uma conformação inédita na relação entre trabalhadores e o mercado financeiro, via fundos de pensão.

Sob uma perspectiva ampla, o trabalho se insere nas discussões sobre variedades do capitalismo (VoCs) e seus desdobramentos analíticos para o caso dos países em desenvolvimento. Trata-se de uma abordagem útil para iluminar as peculiaridades da configuração do capitalismo brasileiro, onde a presença do Estado é marcante e os fundos de pensão possuem papel de destaque em termos de complementaridades institucionais e capacidade de coordenação na economia.

A análise do processo de mudança institucional foi realizada com a aplicação do modelo de Mahoney e Thelen (2010). A utilização deste modelo buscou superar uma das carências apontadas por Rezende (2010) à abordagem de variedades de capitalismo, que consiste justamente em sua frágil capacidade explicativa sobre questões relacionadas a mudança institucional.

Por fim, o suporte teórico da pesquisa tratou do financiamento aos processos de inovação na ótica schumpeteriana. Investidores institucionais como os fundos de pensão tem se constituído importantes agentes propulsores da inovação e progresso tecnológico, especialmente em função de seus elevados recursos e capacidade de investimento em ativos de mais longa maturação. O caso brasileiro de financiamento à inovação não é diferente, mas tem apresentado contornos específicos devido, entre outros fatores, às particularidades associadas ao processo de mudança institucional dos fundos de pensão.

A utilização do modelo de Mahoney e Thelen (2010) se mostrou bastante adequada para destacar atores e sua movimentação no contexto dos fundos de pensão no Brasil. Se, por um lado, o horizonte temporal considerado não permite que se caracterize de maneira

categorica o tipo de mudança institucional que tem se verificado nos últimos anos, como Falleti (2009) conseguiu apontar em relação ao sistema de saúde brasileiro, por outro ilumina algumas evidências importantes que possibilitaram responder a pergunta da pesquisa.

Foi visto que, em um primeiro momento (o pré-eleitoral), o contexto foi plenamente favorável à chegada dos agentes sindicais no setor e, com eles, o potencial de mudança da composição dos investimentos e da imagem dos fundos de pensão. Foi um período caracterizado por baixa possibilidade de veto a mudanças e alto nível de discricionariedade na interpretação (e não na aplicação) das regras (ou do papel) dos fundos de pensão. Este ambiente favoreceu a uma atuação dos agentes de mudança (sindicais) que perpassa pelos comportamentos tanto de *simbiontes mutualistas*, como *subversivos* e também *oportunistas*, conforme classificação de Mahoney e Thelen (2010).

Em um segundo momento, já instalados no setor dos fundos de pensão, os agentes sindicais se depararam com fortes pontos de veto para suas iniciativas. As restrições foram em geral de ordem técnica associadas ao foco na atividade finalística de pagamento de benefícios dos fundos e cumprimento de metas atuariais. Os agentes sindicais se viram, assim, dependentes das políticas do mercado financeiro, como a política de taxas de juros e investimentos não produtivos. Trata-se então de um contexto com fortes pontos de veto e permanência de baixa discricionariedade na aplicação das regras institucionais, especialmente aquelas voltadas à aplicação dos recursos e composição dos investimentos.

A análise das respostas à primeira pergunta da entrevista, que procurou captar a percepção dos entrevistados sobre a existência de mudança institucional nos fundos de pensão, de certa forma corrobora os resultados encontrados nas fontes secundárias. A visão predominante dos entrevistados é a de mudança, mas com fortes indicações de restrições (pontos de veto) associadas às características inerentes à atividade-fim do setor, qual seja, a capitalização para pagamento de benefícios. Foi possível também captar dos entrevistados um relativo consenso acerca da importância dos fundos de pensão no financiamento de setores específicos da economia, ainda que apresentem variados pontos de vista em relação ao grau de indução (ou influência) do governo central.

Este último ponto aparenta especial importância pois, em uma perspectiva ampla, pode refletir uma percepção mais atual (de um terceiro momento no modelo) de que houve uma convergência de interesses entre atores com trajetórias distintas que interagem em um mesmo espaço – governança corporativa dos fundos de pensão, conforme já havia apontado Grün (2005a). À despeito dos pontos de veto existentes para um ou outro grupo, a execução

de determinados projetos nacionais parece contar com forte sintonia entre o governo federal e este *locus* de tensões e acordos, convergências e distensões existente nos fundos de pensão, conforme resultados encontrados por Lazzarini (2011).

Por sua vez, a relação dos fundos de pensão com o mercado de PE/VC, repleta de simbolismos pelos atores envolvidos, é representativa e com elevado potencial de influência na dinâmica de mudança institucional dos fundos de pensão. Com base no material analisado, é possível fazer a ilação de que esteja ocorrendo uma maior “boa vontade” de ambas as partes – fundos de pensão e mercado de PE/VC – devido a um tipo de convergência de elites a que o próprio Grün (2005a) se refere. Por um lado, atores que historicamente não se juntam no mesmo espaço social passam a convergir no campo da governança corporativa dos fundos de pensão, sujeitos a acordos ou conflitos, mas reunidos no mesmo contexto. São as elites sindicais, financeiras e políticas, incentivadas pelo governo central a atuarem em sintonia. Por outro lado, um mercado de PE/VC que se modificou ao longo dos anos, incorporou elementos de governança corporativa e se tornou mais atrativo e próximo aos objetivos dos fundos de pensão, diferente daqueles dos anos 1990 (JARDIM, 2010).

Conforme já apontou Grün (2011), os fundos de pensão não tinham boa relação com os fundos PE/VC quando estes começaram a ganhar espaço e funcionalidade na economia, especialmente nos anos 1990, quando participaram ativamente dos processos de privatização. Elevado risco e falta de transparência eram alguns dos motivos alegados. Com o tempo, os fundos de pensão mantiveram suas críticas, mas também apontavam as modificações que poderiam tornar os fundos de PE/VC mais atrativos, especialmente em relação a governança e transparência.

Neste cenário é possível que esteja ocorrendo uma maior aproximação (ou reaproximação) dos fundos de pensão e o mercado de PE/VC. Os dados agregados do setor e o material empírico apresentados no capítulo anterior este quadro. Como foi visto, a maioria de respostas da entrevista considera PE/VC importante para a composição da carteira dos fundos de pensão, nos limites da prudência. Aliado ao cenário de queda da taxa de juros e necessidade de diversificação para atingir as metas atuariais, as perspectivas para a interação dos fundos de pensão com o mercado de PE/VC se mostram bastante favoráveis. Neste sentido, a externalidade natural é o fomento de atividades com perfil inovador na economia e a maior participação dos fundos de pensão na gestão de empresas, reforçando sua centralidade no capitalismo brasileiro.

Finalmente, diante do exposto, chega-se à análise da variável dependente do modelo e cumpre-se o objetivo principal da pesquisa. Conclui-se que o processo de mudança institucional dos fundos de pensão brasileiros encontra-se em andamento e aponta para características do tipo *acréscimo em camadas* e *deslizamento*, segundo a classificação de Mahoney e Thelen (2010).

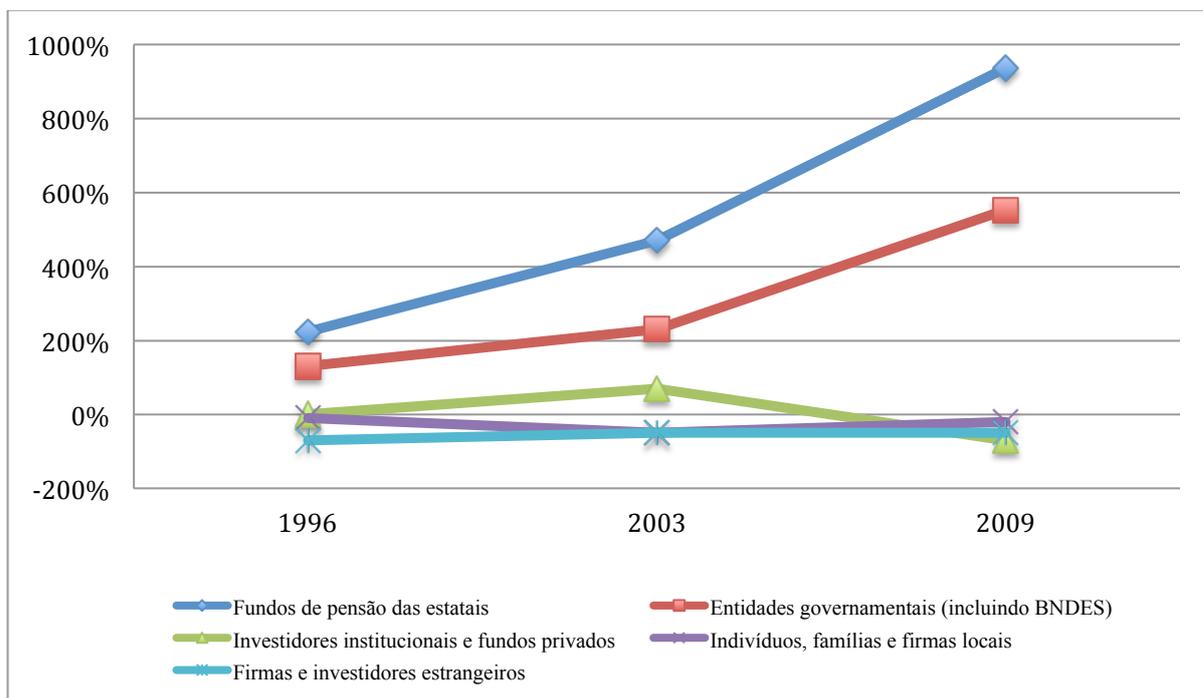
A leitura da ocorrência de mudança por *acréscimo em camadas* pode ser feita na esfera interna dos fundos de pensão e é fruto direto da ação dos agentes sindicais, que passaram a interagir com diferentes atores no campo da governança corporativa dos fundos. A existência de pontos de veto, especialmente de caráter técnico e/ou relacionados a variáveis econômicas como taxas de juros, não impede que os agentes sindicais deixem sua marca e por vezes forcem os demais grupos a levarem em conta suas iniciativas e propostas. É neste campo de tensões e acordos, onde convivem atores com diferentes trajetórias, que germinam as pequenas alterações que passam a conviver com as antigas regras, gerando mudanças que se acumulam em *camadas*.

A mudança por *deslizamento* tem ocorrido sob a ótica da relação dos fundos de pensão com o governo federal. Por definição, este tipo de mudança ocorre em função dos diferentes impactos das regras vigentes devido à transformação do ambiente. No caso, a combinação da mudança do contexto político com a manutenção das características principais dos fundos de pensão (regulação, atividade finalística de pagamento de benefícios) favoreceu a uma maior inclinação das estratégias dos fundos de pensão à agenda do governo central. Este movimento tem sido mais evidente do que aquele verificado nos anos 1990, quando os fundos de pensão participaram do processo de privatização. O governo federal, na medida em que contou com dirigentes sindicais dos fundos de pensão em sintonia com a sua plataforma, assumiu forte possibilidade de veto, o que lhe conferiu um confortável manejo do *status quo* institucional que mais lhe conviesse.

Essa relação entre o governo e os fundos não se mostra unidirecional. Conforme ressalta Lazzarini (2011), os próprios fundos passaram a mostrar um maior ativismo nas empresas nas quais possuem participações societárias e por vezes mobilizam o governo para resolver pendências ou influenciar políticas. Um bom exemplo da mudança institucional por *deslizamento* que tem se verificado nos fundos de pensão pode ser vista no gráfico 2, que ilustra a evolução da sua influência (ou centralidade) na economia¹⁹.

¹⁹ O conceito de influência utilizado por Lazzarini (2011) foi descrito na nota de rodapé 1.

Gráfico 2 – Influência nas Redes de Propriedade Brasileiras – 1996 a 2009



Fonte: Lazzarini (2011, p.29)

Obs. Os valores indicam quanto, percentualmente, a centralidade de cada grupo de proprietários (isto é, o seu grau de conexão com outros donos) se distanciou da centralidade média de todos os proprietários em cada ano. Por exemplo, os fundos de pensão se mostraram, coletivamente, 936% mais conectados que a média dos proprietários brasileiros em 2009 (Lazzarini, 2011, p.29). Para o conceito de influência utilizado por Lazzarini (2011), ver nota de rodapé 1.

Os fundos de pensão, que já eram atores de destaque no arranjo do capitalismo brasileiro, se tornaram ainda mais centrais a partir do governo Lula (Lazzarini, 2011). Se este cenário vai se manter, é difícil prever. Como sugere Grün (2009, p.173):

A ‘prova do pudim’ da nova configuração econômica e social aparecerá num previsível futuro governo federal menos afinado com os políticos oriundos do sindicalismo e dos movimentos sociais e ambientais. Nesse caso, nossos novos atores conseguiriam manter todo ou parte do poder que obtiveram nos últimos anos? Ou seriam tangidos para fora do espaço das elites, o que demonstraria que o seu poder econômico é totalmente dependente do acaso do poder político alcançado nas eleições presidenciais de 2002 e 2006? (GRÜN, 2009, p. 173).

O governo Dilma, por exemplo, já fez alguns movimentos no sentido de imprimir a sua identidade no setor, como por exemplo a substituição de dirigentes sindicais na Previ que dominaram a cena dos fundos de pensão nos oito anos do presidente Lula. Ao mesmo tempo, o governo atual preserva sua sintonia com os fundos de pensão em prol da parceria em

projetos prioritários da agenda presidencial²⁰. Acompanhar o desdobramento deste entrelaçado e fascinante tema é a proposta para futuras pesquisas.

Lazzarini (2011) recupera um trecho de artigo do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso e a sua visão sobre o cenário de protagonismo dos fundos de pensão nos últimos anos:

Estes [os fundos de pensão] são ‘estrelas novas’. Surgiram no firmamento, mudaram de trajetória e nossos vorazes mas ingênuos capitalistas recebem deles o abraço da morte. Com uma ajudinha do BNDES, então, tudo fica perfeito: temos a aliança entre o Estado, os sindicatos, os fundos de pensão e os felizardos de grandes empresas que a eles se associam. (CARDOSO, 2009 apud LAZZARINI, 2011, p.38).

Como observa Lazzarini (2011), o ex-presidente esqueceu de ressaltar que a “aliança” a que ele menciona se reforçou em seu próprio governo e é reflexo do histórico entrelaçamento entre Estado e capital privado no Brasil, registrado por Raymundo Faoro em seu *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*, de 1958. A afirmação de Lazzarini (2011, p.38) sobre o papel dos fundos de pensão no Brasil é, por fim, compartilhada pela visão do autor desta dissertação: “Os fundos de pensão das estatais foram e provavelmente continuarão sendo instrumentos políticos do governo – *qualquer* governo.”

²⁰ Ver, por exemplo Roman, C. “Aerportos leiloados. A volta das privatizações?” Carta Capital, 7 de agosto de 2012.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **A Indústria de Private Equity e Venture Capital - 2o Censo Brasileiro**. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009. 420p.

ALBERGONI, L. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil: Implicações para o Futuro**. 2006. 108f. Dissertação (Mestrado em Política Científica e Tecnológica) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2006.

AMABLE, B. **The Diversity of Modern Capitalism**. Oxford: Oxford University Press, 2003.

AMITRANO, C. R. **Instituições e Desenvolvimento: críticas e alternativa à abordagem de variedades de capitalismo**. 2010. 225f. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2010.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Como criar fundo de pensão a partir de vínculo associativo**. São Paulo: ABRAPP, 2003.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado Estatístico**. São Paulo, ABRAPP, dezembro, 2011.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE FUNDOS DE PENSÃO (ANAPAR). Manifesto de apoio à candidatura de Lula (17/10/02). **Boletim eletrônico**, 2002.

BAYGAN, G. Venture Capital Policy Review: United States. **OECD Science, Technology and Industry Working Papers**, OECD Publishing, 2003.

BECKER, U. Open systemness and Contested Reference Frames and Change: A Reformulation of the Varieties of Capitalism Theory IN **Socio-Economic Review**, (5), 2007.

BOYER, R. How and Why Capitalisms Differ. **Economy and Society**, vol. 34, no 4, pp. 509-557, 2005.

CASTRO, L. B. Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 277-308, junho 2008.

CENTRO DE ESTUDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (GVCEPE). **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital - Relatório de Pesquisa**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Centro de Estudos de Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP, 2008.

CHIEZA, R. A.; AMBROS, J. O. A importância do crédito na visão Schumpeteriana e a experiência gaúcha na busca de alternativas à ampliação do acesso ao crédito para empresas de menor porte. In: III Encontro de Economia Gaúcha, 2006, Porto Alegre/RS. **Anais do Encontro**. Porto Alegre: FEE/PUCRS, 2006.

CONDÉ, E. S. A Rota da Diversidade - Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento. **Ponto de Vista - Perspectivas Sobre o Desenvolvimento**, v. 6, p. 1-29, 2009.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, p. 33-76, 2006.

CORRÊA, V. P.; VIEIRA, E. R. Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais - a influência da regulação e das estruturas de corporate governance e algumas indicações para o caso do Brasil. **Revista Econômica do Nordeste**, Fortaleza, v. 31, n. Especial, p. 936-952, 2000.

DA RIN, M.; PENAS, M. F. The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies. **NBER Working Papers**, Cambridge: National Bureau of Economic Research, Nov. 2007.

DEEG, R.; JACKSON, G. Towards a more dynamic theory of capitalist variety. **Socio-Economic Review**, 5, pp. 149–179, 2007.

DELGADO, I. G. Variedades de capitalismo e Política Industrial: o caso brasileiro em perspectiva comparada. XXI Jornadas de História Econômica (**Anais**). Asociación Argentina de Historia Económica, Buenos Aires, 2008. Disponível em: <<http://xxijhe.fahce.unlp.edu.ar/programa/descargables/delgado.pdf>>. Acesso em ago/2012.

DINIZ, E. Estado, Variedades de Capitalismo e Desenvolvimento em Países Emergentes. **Desenvolvimento em Debate** (INCT/PPED), v. 1, p. 7-27, 2010.

DOSI, G. The nature of the innovative process. In Dosi, G., Freeman, C., Nelson, R., Silverberg, G. & Soete, L. **Technical Change and Economic Theory**. London: Pinter Publishers, 1988.

DRUCKER, P. F. **A revolução invisível: como o socialismo fundos-de-pensão invadiu os Estados Unidos**. Tradução de Carlos A. Malferrari. São Paulo: Pioneira, 1977. 227 p.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY ASSOCIATION (EMPEA). Local Pension Capital in Latin America. **EMPEA Insight**, Washington, July 2011.

FALETTI T. G. Infiltrating the State. The Evolution of Health Care Reforms in Brazil, 1964–1988 in Mahoney, J. and Kathleen T. (eds.). **Explaining Institutional Change: Ambiguity, Agency, and Power**, Cambridge University Press, Chapter 2, 2010.

FERRARI, R. M. **Uma ideia cujo tempo chegou: a institucionalização da avaliação de políticas públicas em educação no contexto do governo federal**. 2010. 234 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de Brasília, 2010.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS (FINEP). Venture Capital. Investimentos Triplicados. **Folha Inovação**, FINEP, n. 27, março 2007.

FREEMAN, C.; SOETE L. **A Economia da Inovação Industrial**. Campinas: Ed. Unicamp, 2008.

GRÜN, Roberto. Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. **Revista Mana**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p.7-38, out., 2003.

GRÜN, R. A evolução recente do espaço financeiro no Brasil e alguns reflexos na arena política. **Revista Dados**, Rio de Janeiro, v. 47, n. 1, p.5-47, 2004a.

GRÜN, R. A sociologia das finanças e a nova geografia do poder no Brasil. **Tempo Social. Revista de Sociologia da USP**, São Paulo, v. 16, n.2, p. 151-176, 2004b.

GRÜN, R. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais** (Impresso), São Paulo, v. 20, p. 67-90, 2005a.

GRÜN, R. O nó dos fundos de pensão. **Revista Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n.73, p.19-31, 2005b.

GRÜN, R. Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI. **Tempo Social** (USP. Impresso), v. 21, p. 153-184, 2009.

GRÜN, R. As disputas e convergências das elites brasileiras diante da crise financeira de 2009: conseqüências empíricas e analíticas. **Revista Pós Ciências Sociais**, v. 15, p. 97-114, 2011.

GUSHIKEN, L; GONÇALVES, R. Os fundamentos de um código de ética para investimentos e as novas perspectivas sindicais em fundos de pensão. In: GUSHIKEN, L. [Org.]. **Previdência complementar e regime próprio**. Indaiatuba: Instituto Integrar, 2002.

GUSHIKEN, L. O papel dos sindicatos na expansão dos fundos de pensão. In: REIS, Adacir [Org.]. **Fundos de pensão em debate**. Brasília, DF: Editora Brasília Jurídica LTDA, 2002, p. 91-97.

HALL, B. H. The financing of research and development. **Oxford Review of Economic Policy**. Oxford University Press, vol. 18(1), p. 35-51, 2002.

HALL, P. A.; SOSKICE, D. **Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage**. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HALL, P. A.; TAYLOR, R. C. R. As três versões do neo-institucionalismo. In **Lua Nova**, no. 58, 2003; p. 193-223.

HERMANN, J.; STUDART, R. O desenvolvimento financeiro e o processo de integração financeira no Mercosul: tendências e perspectivas. In: BAUMANN, R. (Org.) **Mercosul: avanços e desafios da integração**. Brasília: IPEA-CEPAL. 2001. p.397- 437.

JARDIM, M. A. C. **Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de Governo Lula**. São Paulo: Annablume, Fapesp, 2009, 258p.

JARDIM, M. A. C. **O investimento social dos fundos de pensão durante o governo Lula, a construção das crenças de responsabilidade social e sustentabilidade e o recente interesse por investimentos na Amazônia Brasileira**. Brasília: INESC (Relatório de estudo), 2010, 180p.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, 184p.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **The American Economic Review**, v.88, n.3, p.537-558, 1998.

LORDON, F. **Fonds de pension, piège à cons? mirage de la démocratie actionnariale**. Paris: Raisons d'agir, 2000.

MAHONEY, J., THELEN, K. A theory of gradual institutional change. In: **Explaining institutional change: Ambiguity, Agency, and Power**. Cambridge, UK: Cambridge University Press, pp. 1-37, 2010.

MARINHO, J. M. **Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento na perspectiva Pós-keynesiana: uma análise de países selecionados**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas (Cedeplar), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

MEGGINSON, W. Toward a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 8-26, 2004.

MELO, L. M. . Financiamento à Inovação no Brasil: Análise da Aplicação dos Recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT) e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) de 1967 a 2006. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 8, p. 87-120, 2009.

MOURÃO, V. L. A. Variedades do Capitalismo, Sistemas de Inovação e a Política de Ciência, Tecnologia e Inovação. **Ponto de Vista - Perspectivas Sobre o Desenvolvimento**, n. 9, p. 1-35, 2011.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL (MPS). **Previdência Complementar: Plano de Instituidor**. Brasília, MPS, 2003.

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL (MPS). Sítio principal, <www.mps.gov.br/previc.php>. Acesso em agosto de 2012.

O'SULLIVAN, M. Finance and Innovation. In: FAGERBERG, J.; MOWERY, D. C.; NELSON, R. C. (org.). **The Oxford Handbook of Innovation**, Oxford: Oxford University Press, 2005. p. 240-265.

PAIXÃO, L. A. **A previdência complementar fechada: uma visão geral**. 2006. Disponível no site <www.mps.gov.br/previc.php>. Acesso em ago/2012.

PAULA, L. F. R. . Sistema Financeiro e o Financiamento da Inovação: Uma abordagem keynesiana-schumpeteriana. In: 39o Encontro Nacional de Economia ANPEC, 2011, Foz do Iguaçu. **Anais do 39o Encontro Nacional de Economia ANPEC**. Niterói: ANPEC, 2011. p. 1-16.

PIMENTEL, J. Previdência social: aspectos, conceitos, estruturas e fatores condicionantes. In: MARQUES, Rosa Maria et al [Org]. **A previdência social no Brasil**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2003. p. 53-68.

PROGRAMA de governo do PT. **Um Brasil para todos: crescimento, emprego e inclusão social**. Disponível em: <www.pt.org.br>, 2002.

REZENDE, F. C. Argumentos em torno da Mudança Institucional e suas Falhas Analíticas: o caso da governança econômica no capitalismo contemporâneo. **Teoria & Sociedade (UFMG)**, v. 18, p. 200-225, 2010.

RIBEIRO, L. L.; TIRONI, L. F. Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de Private Equity e Venture Capital. **Texto para Discussão IPEA**, Brasília, n. 1280, 2007.

SANTANA, C. H. V. BNDES E Fundos de Pensão – inserção externa das empresas brasileiras e graus de coordenação. **Ponto de Vista – A Análise de Conjuntura do NEIC**, n. 1, p. 1-19, 2008.

SASSERON, J. A ANAPAR e seus desafios. In: GUSHIKEN, L. [Org.]. **Previdência complementar e regime próprio**. São Paulo: Instituto Integrar, 2002.

SCHAPIRO, M. G. **Novos Parâmetros para Intervenção do Estado na Economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento**. 2009. 326 f. Dissertação (Tese em Direito) - Universidade de São Paulo, 2009.

SCHNEIDER, B. R. **Comparing Capitalisms: Liberal, Coordinated, Network and Hierarchical Varieties**. (mimeo) 2007.

SCHNEIDER, B. R. In.: LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011 [p. 188. Texto da 4a capa].

SCHUMPETER, J. A. **The economics and sociology of capitalism**. New Jersey, Princeton University Press, 1991.

SCHUMPETER, J. A. A instabilidade do capitalismo. **Literatura Econômica**, 6(2): 153-190. Publicação original The instability of capitalism, *The Economic Journal*, XXXVII (151), (1928) 1984.

SCHUMPETER, J. A. **Capitalismo, socialismo e democracia**. Rio de Janeiro: Zahar, 1984. 534 p.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico. Uma investigação sobre Lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico.** São Paulo: Nova Cultural, 1997. 238p. (Coleção Os Economistas).

SICSÚ, J.; ALBUQUERQUE, E. M. Financiamento do Investimento em P&D, risco e seguro: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, vol. 52, n. 4, p. 675-696, 1998.

SILVA, R. S. **O desenho institucional do estado sob uma perspectiva temporal: o caso da política regulatória dos fundos de pensão.** 2007. 168 f. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) - Universidade de Brasília, 2007.

SORIA e SILVA, S. **Insersecção de classes: fundos de pensão e sindicalismo no Brasil.** 2011. 426f. Tese (Doutorado em Sociologia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 2011.

STREECK, W.; THELEN, K. **Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies.** Oxford University Press, 2005.

TANZI, V. The role of the State and the Quality of the Public Sector. **IMF Working Paper.** 2000.

VIEIRA, K. P. **Financiamento e Apoio à Inovação no Brasil.** 2008. 112 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal de Minas Gerais, 2008.

WILLIAMSON, J. (ed.). **Latin American Adjustment: How Much Has Happened?** Washington: Institute for International Economics, 1990.

ZYSMAN, John. **Governments, markets and growth: financial system and politics of industrial change.** Ithaca: Cornell University Press, 1983.

ANEXO I

Perguntas enviadas por e-mail aos entrevistados.

1. Qual a sua percepção sobre o papel dos Fundos de Pensão (especialmente aqueles de patrocínio público) na economia brasileira após a chegada de uma nova coalizão política no governo federal em 2003? É possível identificar mudanças significativas em relação ao período anterior?
2. Qual a sua percepção sobre o investimento dos Fundos de Pensão em fundos de risco do tipo Private Equity e Venture Capital?
3. Na sua visão, que fatores são determinantes para a decisão dos Fundos de Pensão em investir em fundos do tipo Private Equity e Venture Capital?
4. Qual a sua opinião sobre a postura dos Fundos de Pensão frente a este tipo de investimento nos últimos anos? É possível apontar mudanças significativas em relação a períodos anteriores? Conseguiria apontar perspectivas?
5. Na sua opinião, o governo federal exerce alguma influência na decisão de investimento dos Fundo de Pensão em fundos de Private Equity e Venture Capital?