



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NA RECONSTRUÇÃO
INDUSTRIAL E DA INFRA-ESTRUTURA URBANA BRASILEIRA
NO SÉCULO XXI

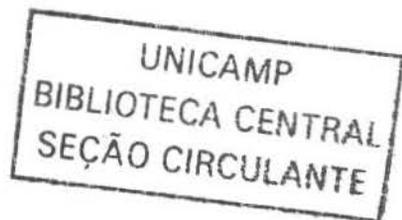
Lício da Costa Raimundo

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas – área de concentração: Teoria Econômica, sob a orientação do Prof. Dr. Luciano Galvão Coutinho.

Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por Lício da Costa Raimundo em 18/12/2002 e orientada pelo Prof. Dr. Luciano Galvão Coutinho.

CPG, 18/12/2002

A handwritten signature in black ink, appearing to be "Lício da Costa Raimundo", written over a horizontal line.



Campinas, 2002

UNIDADE	30
Nº CHAMADA	TUNICAMP R133p
V	EX
TOMBO BCI	53152
PROC.	124103
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	16/04/03
Nº CPD	

CM00181413-1

31B ID 287901

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

R133p Raimundo, Licio da Costa
O papel dos fundos de pensão na reconstrução industrial e da Infra-estrutura urbana brasileira no século XXI / Licio da Costa Raimundo. - Campinas : [s.n.], 2002.

Orientador: Luciano Galvao Coutinho.
Tese - Doutorado – Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Fundos de pensão - Brasil. I. Coutinho, Luciano Galvão. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

“Em mi opinión puede desarrollarse um nuevo ordem social y cabe frenar las tendencias dictatoriales encerradas em las técnicas sociales modernas siempre que nuestra generación tenga el valor, la imaginación y la voluntad necesarias para adueñarse de ellas guiandolas em la dirección adecuadas. Esto debe hacerse inmediatamente, mientras las técnicas sean todavía flexibles y no hayan sido aún monopolizadas por um grupo único. A nosotros nos corresponde evitar los horrores de las democracias anteriores que, a causa de su ignorância de estas tendencias fundamentales, no pudieram prevenir el desarrollo de la dictadura. La misión histórica de este país es la de crear, apoyándose em la base de su continuada tradición de democracia, libertad e reforma espontânea, uma sociedade que funcione de acuerdo com el espíritu del nuevo ideal: la planificación para la libertad.”

Karl Mannheim

“Diagnostico de Nuestro Tiempo”

Fondo de Cultura Economica, México, 8ª. edição. 1986 (1943).

“Não sabemos para onde estamos indo. Só sabemos que a história nos trouxe até este ponto e – se os leitores partilham da tese deste livro – por quê. Contudo, uma coisa é clara. Se a humanidade quer ter um futuro reconhecível, não pode ser pelo prolongamento do passado ou do presente. Se tentarmos construir o terceiro milênio nesta base, vamos fracassar. E o preço do fracasso, ou seja, a alternativa para uma mudança da sociedade, é a escuridão.”

Eric Hobsbawm

“A Era dos Extremos – o breve século XX 1914-1991”

Companhia das Letras, São Paulo. 2ª. edição. 2000 (1994).

20073002

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	p. xiii
INTRODUÇÃO	p.001
CAPÍTULO 1: A NATUREZA DA DINÂMICA CAPITALISTA	p.009
Hilferding e o Capital Financeiro	p.009
A Emergência do Capital Fictício e a Supremacia do Capital Financeiro.....	p.013
Minsky e a Centralidade do Investimento Produtivo e do Sistema Financeiro.....	p.014
Conclusão.....	p.021
CAPÍTULO 2: A NOVA ETAPA DE ACUMULAÇÃO	p.025
Introdução.....	p.025
As Transformações Financeiras Mundiais	p.026
A Liberalização dos Capitais.....	p.027
O Crescimento da Finança Direta e a Transformação dos Bancos.....	p.029
As Transformações da Forma e a Permanência da Natureza do Sistema.....	p.035
A Nova Dinâmica e a Preferência pela Liquidez.....	p.039
CAPÍTULO 3: OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: AGENTES CENTRAIS DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO	p.045
Os Investidores Institucionais	p.045
Investidores Institucionais: Fatores de Crescimento	p.045
Investidores Institucionais: Relevância Contemporânea.....	p.055
A Decisão de Investir, a Estruturação do Financiamento e os Investidores Institucionais ...	p.062
A Tensão entre as Necessidades de Liquidez dos Investidores Institucionais e as Exigências de Longo Prazo para a Consolidação do <i>Funding</i> e do Investimento	p.066
O Papel dos Investidores Institucionais na Convergência dos Sistemas de <i>Funding</i> e a maior relevância dos mercados de capitais	p.069
As Transformações do <i>Corporate Governance</i> na Europa	p.072
Convergência Incompleta e Maior Espaço para os Investidores Institucionais.....	p.075
As Transformações Necessárias.....	p.077

CAPÍTULO 4: OS DETERMINANTES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO	p.083
Os Determinantes Macroeconômicos da decisão de Investimento dos Fundos de Pensão.....	p.086
Os Determinantes Institucionais da decisão de Investimento dos Fundos de Pensão.....	p.093
Os Determinantes Microeconômicos da decisão de Investimento dos Fundos de Pensão .	p.104
Conclusão.....	p.109
CAPÍTULO 5: OS FUNDOS DE PENSÃO E O DIRECIONAMENTO DE RECURSOS PARA INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS	p.115
A Alocação de Portfólio em Investimentos Economicamente Direcionados (IED's) dos Fundos de Pensão: A Experiência Internacional	p.115
A Alocação de Portfólio em Investimentos Economicamente Direcionados (IED's) dos Fundos de Pensão: A Experiência Brasileira	p.125
Fatores de Adoção ou de Repulsão de Investimentos Economicamente Direcionados (IED's) Apontados pelos Fundos de Pensão no Brasil: Resultados da Pesquisa	p.141
Conclusão.....	p.153
Anexo I: Fundos de Pensão no Brasil - Diversificação dos Ativos de Investimento.....	p.155
Anexo II: Questionário de pesquisa.....	p.165
CAPÍTULO 6: OS FUNDOS DE PENSÃO NO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO SÉCULO XXI	p.173
O Padrão de Financiamento de Longo Prazo no Brasil	p.173
As transformações dos anos 90	p.180
A Participação dos Fundos de Pensão no Controle de Grandes Grupos Industriais a Partir dos Anos 90.....	p.185
A Parceria Fundos de Pensão-Capital Privado Nacional: Elos Necessários para a Consecução de uma Estratégia de Reestruturação Industrial.....	p.193
A Parceria Fundos de Pensão-Setor Público na Reconstrução da Infra-Estrutura.....	p.195
A Participação dos Fundos de Pensão na Reconstrução da Infra-estrutura Urbana no Brasil: O Suporte Governamental (A parceria BNDES- fundos de pensão)	p.197

A Participação dos Fundos de Pensão na Reconstrução da Infra-estrutura Urbana no Brasil: Investimentos em Habitação.....	p.201
A Participação dos Fundos de Pensão na Reconstrução da Infra-estrutura Urbana no Brasil: O Modelo de <i>Project Finance</i>	p.205
Conclusão.....	p.212
CONCLUSÃO	p.215
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	p.227

TABELAS

Tabela 1: Taxa Real de Juros nos Países do G-7	p.028
Tabela 2: Correlações entre Rendimentos de Títulos (bonds) Internacionais.....	p.029
Tabela 3: Financiamento Líquido Outorgado Pelos Mercados Internacionais	p.031
Tabela 4: Crescimento das Operações fora-de-balanço (OBS) dos Bancos Americanos....	p.032
Tabela 5: Ativos dos Fundos de Pensão (% do PIB).....	p.054
Tabela 6: Ativos de Cidadãos (<i>Households</i>) Junto aos Investidores Institucionais	p.056
Tabela 7: Mercado Mundial de Instrumentos Financeiros	
Derivativos – Mercados Organizados.....	p.060
Tabela 8: Mercado Mundial de Instrumentos Financeiros	
Derivativos – Mercados Over the Counter (OTC	p.061
Tabela 9: Investidores Institucionais da América do Norte:	
Retornos Sobre o Capital Investido Obtidos com Investimentos Alternativos.....	p.084
Tabela 10: Investidores Institucionais da América do Norte:	
Valores Comprometidos com Investimentos Alternativos	p.085
Tabela 11: Investidores Institucionais da América do Norte:	
Percentual de Portfólio Alocado em Investimentos Alternativos	p.085
Tabela 12: Brasil: Indicadores Macroeconômicos	p.087
Tabela 13: Participação Percentual dos Títulos Públicos no Total dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil	p.091
Tabela 14: Fontes de Capital para Fundos de Capital de Risco nos EUA	p.110
Tabela 15: Investimentos Economicamente Direcionados nos EUA em 1992.....	p.116
Tabela 16: Evolução do Crescimento do Investimento em IED's nos EUA e Canadá.....	p.119
Tabela 17: Fundos de Pensão no Brasil: Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação.....	p.125
Tabela 18: Fundos de Pensão: Investimentos por Entidade - Posição em março de 2002	p.129
Tabela 19: Fundos de Pensão no Brasil: Evolução dos Ativos	p.135
Tabela 20: Participação dos Fundos de Pensão no Programa Nacional de	

Desestatização	p.186
Tabela 21: Participação dos Fundos de Pensão nas Privatizações do setor de Telecomunicações	p.187
Tabela 22: Participação dos Fundos de Pensão nas Privatizações Estaduais	p.187
Tabela 23: Participações Estratégicas de Fundos de Pensão no Capital Ordinário de Empresas em 1998.....	p.189
Tabela 24: Desembolsos de Recursos por parte do Sistema BNDES para Projetos de Infra-Estrutura	p.197
Tabela 25: Disponibilidade de Recursos para Infra-estrutura em 1999.....	p.205

GRÁFICOS

Gráfico 1: Crescimento das Operações fora-de-balanço (OBS) dos Bancos Americanos ...	p.035
Gráfico 2: Total de Ativos Financeiros por Tipo de Investidor Institucional	p.046
Gráfico 3: Taxa Anual Média de Crescimento dos Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais 1991-1999.....	p.051
Gráfico 4: Investidores Institucionais: Taxa Anual Média de Crescimento dos Ativos Financeiros em Carteira por Tipo de Ativo - 1991-1999.....	p.051
Gráfico 5: Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais nos Países da OECD	p.058
Gráfico 6: Evolução da Composição dos Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais dos Países da OECD	p.078
Gráfico 7: Brasil: Fluxo de Investimento Direto Estrangeiro.....	p.090
Gráfico 8: Alocação de Portfólio dos Fundos de Pensão Canadenses e Americanos.....	p.117
Gráfico 9: Participação por Tipo de Fundo no Total dos Investimentos Alternativos nos EUA e Canadá	p.118
Gráfico 10: Retornos Anuais Esperados por Tipo de Investimento	p.119
Gráfico 11: Crescimento dos Investimentos Alternativos nos EUA e Canadá	p.120
Gráfico 12: Alocação de Ativos por Tipo de Investimento Alternativo	p.121
Gráfico 13: Investimentos Alternativos de Fundos de Pensão Públicos.....	p.122

Gráfico 14: Fundos de pensão no Brasil: Evolução dos Investimentos em Fundos de Renda Fixa	p.126
Gráfico 15: Maiores EFPC's - Patrocinadoras Públicas - % dos Ativos de Investimento	p.127
Gráfico 16: Maiores EFPC's - Patrocinadoras Privadas - % dos Ativos de Investimento	p.127
Gráfico 17: Investimentos das EFPC's – diversificação em %.....	p.128
Gráfico 18: Evolução da População das EFPC's.....	p.131
Gráfico 19: Privatização no Brasil: Resultados Anuais.....	p.191
Gráfico 20: Privatização no Brasil: Participação dos Fundos de Pensão	p.191
Gráfico 21: Privatização no Brasil: Participação Percentual dos Fundos de Pensão no Resultado Anual dos Programas Federal (PND e Telecomunicações) e Estaduais	p.192

QUADROS

Quadro 1: Tipos e Fontes de Risco.....	p.040
Quadro 2: Investidores Institucionais	p.045
Quadro 3: Fatores Explicativos do Crescimentos dos Ativos dos Investidores Institucionais	p.052
Quadro 4: Investidores Institucionais: Indicadores de Perfil quanto à Oferta de <i>Funding</i>	p.068
Quadro 5: Características dos Modelos de <i>Funding</i> Baseados no Crédito e Baseados no Mercado de Capitais: Ambiente Externo.....	p.071
Quadro 6: Características dos Modelos de <i>Funding</i> Baseados no Crédito e Baseados no Mercado de Capitais: Governança Corporativa.....	p.074
Quadro 7: Programas de IED: Características Gerais.....	p.123
Quadro 8: Conselho Monetário Nacional: Resolução n. 2.829 de 29 de março de 2001	p.136
Quadro 9: Fatores de Adoção ou de Repulsão de Investimentos Economicamente Direcionados Apontados pelos Fundos de Pensão no Brasil	p.142
Quadro 10: Matriz de Investimentos Alternativos de Fundos de Pensão no Brasil.....	p.152
Quadro 11: Fatores de Adoção ou de Repulsão de Investimentos Economicamente Direcionados Apontados pelos Fundos de Pensão no Brasil	p.222

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, **Prof. Dr. Luciano Coutinho**, pelo apoio e confiança dados ao longo de todo o processo de elaboração desta Tese. Observador atento das transformações contemporâneas, Prof. Luciano, mesmo concomitantemente a tantos outros compromissos de grande importância, soube apontar os caminhos e questionar as escolhas feitas por mim no momento oportuno. Espero poder retribuir-lhe com o meu trabalho futuro em prol das instituições públicas e em especial da Universidade Pública que, assim pretendo, possa continuar sendo minha Casa por muitos anos.

Agradeço às instituições financiadoras deste trabalho. Em primeiro lugar, a **FAPESP**, que garantiu os recursos necessários à consecução desta Tese. Em segundo lugar, a **UNICAMP**, e em especial ao **Instituto de Economia**, que foi sempre um espaço de crescimento pessoal, não apenas no conhecimento acumulado, mas principalmente na reflexão propiciada. Foi a partir desta Casa que percebi mais nitidamente minha condição de ser privilegiado em uma sociedade profundamente desigual. Desse modo, não sinto propriamente orgulho de ter concluído mais esta etapa de minha formação. Sinto que cumpri com uma obrigação e estou, agora, melhor preparado para os desafios que se apresentam pela frente, tanto no âmbito privado quanto, principalmente, no âmbito público.

Agradeço aos professores que me apoiaram ao longo deste percurso. Ao **Prof. Flávio Marcílio Rabelo**, pelo apoio material e pela disposição de ouvir minhas reflexões e dúvidas. Aos **Professores José Carlos de Souza Braga e Ricardo Carneiro**, que pacientemente participaram de minha banca de qualificação e que tantas boas sugestões fizeram. Aos professores **Prof. Wilson Cano, José Carlos da Rocha Miranda, Fernando José Cardim de Carvalho e Ana Rosa Ribeiro Mendonça**, que compuseram a banca examinadora desta Tese.

Ao **Prof. Wilson Cano** devo um agradecimento especial pela confiança depositada e pelas portas abertas, que sem dúvida ampliaram minha compreensão do tema discutido nesta Tese.

Àqueles que gentilmente consentiram em ser entrevistados e que permitiram a divulgação de seus nomes. A **Luis Gushiken**, com quem me aproximei ainda mais dos fundos de pensão nacionais e que tantas novas reflexões proporcionou à minha construção. A **Sérgio Rosa** e **Henrique Pizolatto**, diretores da PREVI, pela paciência e dedicação. A **Devanir da Silva**, superintendente geral da ABRAPP, pela atenção e pelo apoio material. A **Sarah Lechter**, do BNDES, pela disposição e pelo material de pesquisa.

Aos colegas da PMC que mais de perto acompanharam a elaboração deste trabalho e que tiveram que segurar várias “ondas” por isso: **Glauco e Tannuri**.

Aos amigos que sempre se prontificaram a comprar passagens, conseguir dados e contatos e a ler no todo ou partes deste trabalho e que sempre me deram força para continuar e sem saber fizeram a diferença quando a vontade de desistir se avizinhou: **Sandra (LCA), Rô, Celso, Márcio, Tio Gon, Didi, Alexandra, Érika, Pedro Paulo, David Dequech, Fernando, Bura, Bráulio, Tati e Carlão**.

Ao amigo que não pode mais participar destes momentos, mas que não sai da lembrança pela força de insistir em transitar entre mundos distintos, que em nosso país foram construídos para continuarem distintos para sempre: **Brando**.

À minha esposa, **Oriete**, pela paciência e atenção.

Às minhas amadas filhas, **Luísa e Lara**, agradeço e me desculpo, pelo tempo perdido.

INTRODUÇÃO

Os fundos de pensão despontaram com vigor como agentes relevantes na economia e na literatura econômica internacional no final dos anos 80. Seu papel social e seu potencial econômico passaram a destacar-se num mundo cada vez mais marcado pelo desmonte do sistema de bem estar, principalmente onde ele mais havia se instalado, Europa e EUA, e pela consolidação de uma organização econômica que tem seu eixo cada vez mais centrado na valorização financeira em detrimento da valorização produtiva dos ativos. É neste contexto que floresceram as especulações de maior fôlego sobre o papel que caberia a esses agentes num mundo no qual algumas tendências se consolidavam¹, quais sejam:

- Maior longevidade e menor taxa de fecundidade das populações e conseqüente diminuição da razão entre ativos e inativos dos sistemas de seguridade social baseados em regimes financeiros de repartição simples.
- crescimento vigoroso do valor dos ativos transacionados nos mercados financeiros e da participação destes agentes em tais mercados.

Caberia aos fundos de pensão, segundo a visão desenhada ao longo dos anos 80, servir de base para a reconstrução dos sistemas de seguridade, desta feita calcados em esquemas privados organizados em regimes de capitalização, além da promoção de uma salutar socialização da propriedade do capital através da aquisição em bolsa de ações de empresas que, em outro contexto, tinham sua propriedade concentrada em poucas mãos. Os fundos atuariam, assim, como alavancas para a construção de um novo capitalismo.

¹ Ver Drucker, P., 1993. Para uma crítica ver Toporowski, J. 2000.

Os anos 90 viriam mostrar a fragilidade de *parte* de tais proposições. Quanto à conversão dos sistemas públicos de seguridade social em esquemas administrados pela iniciativa privada com base em regimes financeiros de capitalização, a experiência histórica (em particular a experiência chilena) mostrou a inadequabilidade de sua consecução, em grande parte dados os custos de transição entre os sistemas e seus regimes de financiamento. Quanto ao seu potencial socializador do capital, este permanece em questão.

À idéia de que estaria nascendo com os fundos de pensão um novo capitalismo, socializado pela atuação destes agentes, contrapõe-se historicamente o fato de que importa menos a propriedade do capital quando não se tem o comando sobre este capital. Não seriam, de fato, os milhões de participantes dos fundos de pensão em todo o mundo que decidiriam as estratégias de investimento e valorização empreendidas pelos fundos de pensão. Seriam seus gestores, em raras ocasiões eleitos pelos participantes e na maioria das vezes indicados pelas patrocinadoras, que o fariam. Contemporaneamente, mesmo esses agentes abririam mão, em grande parte, das decisões quanto às estratégias de valorização do capital sob sua responsabilidade, deixando-as para os chamados *asset managers*, profissionais do mercado financeiro ligados a grandes bancos de investimento. A “socialização do capital” pretendida ficaria, assim, comprometida. Desta feita, busca-se nessa Tese, em primeiro lugar, testar a hipótese de que tal potencial socializador manifestar-se-á espontaneamente, sem que sejam necessários estímulos públicos para tal e sem que haja um ambiente macroeconômico e institucional adequado.

Tentar-se-á verificar se os fundos de pensão têm um papel de destaque na reorganização do capitalismo contemporâneo, qual é esse papel e quais são as condições para que tal potencial floresça. Tal papel, ao que tudo indica, existiria e,

em parte, seria cumprido de forma ainda incipiente em pelo menos duas esferas de grande destaque contemporaneamente:

- na participação decisiva como ofertante de recursos para projetos de reestruturação da infra-estrutura.

- na presença mais ativa no capital de grandes conglomerados financeiro-produtivos, servindo como agentes transformadores de sua organização corporativa e ampliadores do potencial interno de financiamento destes grupos.

Tais funções, aparentemente, não materializaram-se de forma plena até o momento. A busca pela maior taxa de valorização, própria à natureza do capital, e a ausência de forças sociais organizadas de maneira a direcionar esta massa de capital a finalidades imediatamente produtivas, parece ter conduzido tais agentes a outras esferas de valorização.

Assim sendo, parte-se da hipótese de que o mais importante papel desempenhado pelos fundos de pensão contemporaneamente diz respeito a sua atuação como *agentes aglutinadores de grandes massas de capital* que, dadas as características atuais dos sistemas financeiros nacionais e a legislação pertinente aos fundos de pensão nos países centrais, atravessam os continentes em busca da melhor rentabilidade dada uma estrutura de risco aceitável. Nesta condição, os fundos de pensão teriam tornado-se agentes precipitadores de crises financeiras, tanto por cumprirem um papel decisivo no incentivo à abertura dos mercados financeiros dos países nos quais buscam ingressar, quanto quando decidem sair em massa destes mercados ou países ao menor sinal de aumento de risco à integridade do capital invertido. Os fundos de pensão (e os investidores institucionais como um todo, pois também têm um papel decisivo os fundos de investimento e as

seguradoras neste contexto) teriam passado a ser, enfim, agentes centrais de uma ordem econômica inerentemente instável e sujeita a crises recorrentes².

A atuação concreta dos fundos de pensão espelharia, desse modo, uma transformação radical no papel do capital em sua forma líquida, fluída, financeira, no desenvolvimento capitalista no século XX. De suporte à acumulação produtiva, a forma financeira do capital ter-se-ia tornado a forma central de sua acumulação. Daí o papel relevante cumprido pelos investidores institucionais nos arranjos institucionais referentes à esfera econômica tanto dos países centrais quanto dos periféricos neste final de século XX e início de século XXI. Sua força concentrar-se-ia em comandar massas de capital que têm o poder de ditar o sucesso ou o fracasso de políticas de estabilização e de crescimento em todo o globo, com todos os impactos econômicos e políticos de seus resultados.

Sendo assim, faz-se necessário discutir e problematizar a idéia de que o comando sobre os desígnios deste capital (corporificado nos fundos de pensão) foge ao controle das sociedades e autonomiza-se, impondo-se a estas mesmas sociedades, ditados pelo ímpeto incessante de seu desejo irrefreável de valorizar-se da forma mais imediata possível e cada vez de modo mais incontido, posto que mais livre de regras sociais que lhe imponham freios e lhe indiquem direções para sua acumulação.

Especificamente no caso brasileiro, destaca-se a potencial participação dos fundos de pensão em projetos de longo prazo de maturação, como é o caso de

² Ver Toporowski, J. 1993.

investimentos ligados à modernização ou construção de infra-estrutura urbana. O segundo desafio dessa Tese consubstancia-se na busca de identificar as principais barreiras que no Brasil antepõe-se à realização de seu potencial participativo nestas esferas.

Parte-se da hipótese de que os fundos de pensão têm, no Brasil, uma importância e um papel a cumprir ainda maior, uma vez que a economia brasileira assistiu na década de 90 à desmontagem de um *padrão de relação público-privado* construída ao longo do século XX. Tal desarticulação expressou-se como uma *desarticulação do padrão de financiamento de longo prazo* desta economia³. Acima do processo de privatização, da transformação da estrutura de propriedade do capital e da desnacionalização de boa parte do parque produtivo nacional, o que se viu nos anos 90 foi a desarticulação de uma forma de acumulação que tinha no Estado e no acesso a capitais estrangeiros (de empréstimo e/ou produtivos) seu ente central. Esta desarticulação fez-se acompanhar de uma crença na capacidade do mercado de exercer um papel articulador. Perdeu-se, no entanto, a capacidade de organização supra-setorial e, com ela, a possibilidade de tornar o espaço econômico nacional um espaço de valorização com vistas ao fortalecimento de empresas ou grupos nacionais que pudessem ocupar outros espaços nacionais de valorização.

Na ausência dos mecanismos de suporte à valorização que operaram até o início dos anos 90, os fundos de pensão apresentar-se-iam não como agentes que podem suprir no todo aquela ausência, mas sim como instrumentos potencialmente importantes da reorganização do espaço produtivo nacional, na medida em que, sob a coordenação do Estado, venham envolver-se com a

³ Para a definição destes conceitos, ver capítulo 6 desta Tese.

retomada dos investimentos maciços em infra-estrutura e com o processo de formação de grandes grupos financeiro-industriais⁴.

O início do século XXI poderá vir a ser o período de construção de um novo padrão de relação público-privado e, conseqüentemente, de um novo padrão de financiamento de longo prazo no país, desta feita não mais calcado exclusivamente no Estado e no capital estrangeiro, dado o afastamento relativo deste neste período e o esgotamento relativo da capacidade fiscal e financeira daquele, mas sim alicerçado em bases internas sólidas, como aquelas proporcionadas pelos fundos de pensão.

Sem pretender cumprir integralmente com o papel que o Estado teve, através das empresas estatais e do BNDES, entre os anos 50 e 80, os fundos de pensão nacionais poderiam suprir uma lacuna importante, principalmente no início de um processo de reconstrução da infra-estrutura e de reordenamento da estrutura de propriedade do capital nacional. Isso poderia ocorrer não apenas por intermédio do suprimento de fundos para a formação do *funding* necessário ao financiamento do investimento de longo prazo de maturação, mas também como agentes centrais no fornecimento dos recursos necessários à rearticulação (centralização do capital) de grandes grupos nacionais que possam impor-se como *global players* em seus respectivos setores produtivos, assim como cumprirem com o papel de condensadores de cadeias produtivas estabelecidas no espaço econômico

⁴ Destaque-se que a participação dos fundos de pensão em projetos ligados à reconstrução da infra-estrutura não poderia vir acompanhada do abandono das obrigações com o pagamento futuro de benefícios que são inerentes à natureza desses agentes. As metas atuariais relativas a tais obrigações ficariam protegidas dentro do que é conhecido na literatura sobre o tema como Investimento Economicamente Direcionado (IED), algo radicalmente distinto dos chamados Investimentos Sociais, que não têm compromisso com a taxa de retorno do investimento, sendo por isso mesmo objeto de ação do Estado.

nacional, capazes de gerar efeitos multiplicadores sobre a renda e o emprego internamente ao país.

Esta Tese busca discutir, no primeiro capítulo, a constituição, a natureza e o papel histórico do capital financeiro como agente de suporte à acumulação produtiva e identificar a natureza do sistema capitalista como um sistema voltado à geração de valor. A seguir, no capítulo 2, empreende-se um esforço de compreensão das principais transformações do sistema capitalista mundial, ocorridas a partir dos anos 60 do século XX, e da emergência da supremacia do capital financeiro como forma central e preferencial de acumulação, bem como tenta-se caracterizar o papel dos fundos de pensão em outros países e seu lugar na atual etapa do desenvolvimento capitalista. Destacam-se, no capítulo 3, os fatores que levaram a um vertiginoso crescimento dos investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão.

No quarto capítulo discutem-se os fatores de natureza macroeconômica, institucional e microeconômica que impedem a canalização dos recursos dos fundos de pensão ao investimento produtivo industrial e ao investimento ligado à reconstrução da infra-estrutura no Brasil. Os fatores que condicionam ou impedem uma maior alocação de portfólio em Investimentos Economicamente Direcionados (IED's) são apontados no quinto capítulo. Por fim, no derradeiro capítulo, tenta-se entender de que modo o Brasil constituiu seu sistema de financiamento de longo prazo à luz das transformações mundiais do sistema capitalista e como os recursos dos fundos de pensão nacionais poderiam ser, em parte, canalizados para investimentos que voltem a aproximar estes agentes do papel histórico cumprido pelo capital financeiro nos países centrais: a construção de um aparato econômico-produtivo que foi decisivo inclusive para que estes países pudessem constituir-se como Nações, bem como destacar-se nas suas relações com os demais países do

sistema. Particularmente, discute-se a hipótese de atuação dos fundos de pensão nacionais como agentes fornecedores de *funding* para projetos ligados ao investimento imobiliário e projetos de grande envergadura ligados à infraestrutura e como atores centrais de uma reorganização da estrutura de propriedade dos grandes grupos industriais nacionais e de suas práticas de valorização.

CAPÍTULO 1

A NATUREZA DA DINÂMICA CAPITALISTA

INTRODUÇÃO

Este capítulo, baseado principalmente das contribuições fundamentais de Rudolf Hilferding e Hyman Minsky, pretende discutir, de forma teórica, o processo de constituição e desenvolvimento do capital em sua forma financeira. Para tanto, parte-se do conceito de capital financeiro de Hilferding, no qual as finanças ainda guardam uma posição subordinada em relação à dinâmica da acumulação produtiva, porém já retendo um potencial de autonomização.

A seguir, centrado em Minsky e outros, discute-se a plena autonomização *relativa* da esfera de acumulação financeira em relação à acumulação produtiva e a incompatibilidade deste movimento de negação desta por aquela. Entende-se, conclusivamente, que esta negação tenha sua raiz em um processo contínuo no tempo histórico de perda de comando e controle do conjunto da sociedade não beneficiada pelo setor financeiro sobre os desígnios da acumulação capitalista. Esta, deste modo, transmutou-se e concentrou-se em sua forma estritamente financeira. Tal processo conduz, inevitavelmente, a crises recorrentes e, ao final, na ampliação da possibilidade de bloqueio da acumulação sob qualquer forma.

HILFERDING E O CAPITAL FINANCEIRO

O *Capital Financeiro*, escrito em 1910 pelo austríaco Rudolf Hilferding, anuncia uma nova etapa da concorrência intercapitalista centrada entre meados do século XIX e início do século XX. Como ponto central da obra, Hilferding destaca a

importância assumida pelos bancos no processo de concorrência entre os capitais. Os bancos tornam-se o centro do conglomerado⁵, entidade reunidora de capitais de várias órbitas que, atuando em conjunto, passam a ser a base dos cartéis e trustes em formação no período em questão. Escrevendo sob o exemplo do desenvolvimento do capitalismo na Alemanha, Hilferding aponta, no entanto, para um fenômeno que se repetia em outros centros capitalistas como por exemplo nos EUA, onde o banco privado passa a ter papel central na organização da concorrência entre grandes massas de capital, como bem destacado por Hobson⁶. Sendo assim, a obra de Hilferding situa-se em dois planos: um histórico, próprio à Alemanha do final do século XIX e início do século XX, e outro teórico, próprio ao avanço da organização capitalista nos países centrais do sistema.

Alguns de seus críticos⁷ apontaram para a impropriedade de proceder-se a uma generalização de um modelo de organização capitalista próprio à Alemanha do século XIX. A figura central do banco naquela organização não se repetiria em outros países, sendo a construção de Hilferding, portanto, apropriada apenas para a análise do desenvolvimento do capitalismo alemão e não para a elaboração de uma teoria geral do desenvolvimento capitalista.

Escapa a tais críticas, no entanto, a exata dimensão do que Hilferding chama de *Capital Financeiro*. O autor austríaco referia-se a uma nova configuração da concorrência capitalista, a uma nova etapa do desenvolvimento do sistema, onde os capitais centralizados estariam em busca de *uma forma de valorização* que priorizasse sua forma mais líquida de capital (dinheiro) e onde a concentração e a

⁵ "tipo de centralização capitalista na qual se entrelaça a expansão financeira com o controle ou participação em empresas produtivas dos mais distintos ramos de bens e serviços". Cf. Tavares, M.C., 1972, p. 228.

⁶ Hobson, J., 1985.

⁷ Ver Figueiredo, 1997

alocação de massas de capital a partir de um agente específico – *no caso alemão* este agente era o banco - passasse a ser condição imprescindível do processo de acumulação. Este ponto, pilar de sua análise, *independe da centralidade do banco na organização e comando do conglomerado*. Esta é a contribuição que torna a análise de Hilferding atual e decisiva para a compreensão da dinâmica do capitalismo contemporâneo, independentemente da realidade histórica própria sobre a qual o autor se baseou para perceber e caracterizar esse *movimento mais geral do capital*.

Hilferding indica em sua investigação como a etapa concorrencial do capitalismo vai sendo solapada com os cada vez maiores requisitos de capital que a própria concorrência passa a exigir. O autor mostra como é o capital bancário que, ao aportar empréstimos e principalmente ao agir como agente central na abertura de capital das empresas industriais (processo pelo qual arrebanham-se os capitais dispersos na economia e que possibilita ganhos extraordinários como por exemplo os oriundos do “lucro de fundador”⁸), cataliza um processo de concentração já inerente à natureza do capital em suas várias formas.

Servindo como suporte decisivo para essa nova configuração do capitalismo enunciada por Hilferding aparece o *Estado*. Este atua de forma decisiva para a concentração e centralização do capital, na medida em suas barreiras protecionistas preservam o capital nacional, aumentando sua lucratividade e sua força competitiva. Quando se faz necessário um transbordamento do capital para além

⁸ Por “lucro de fundador”, Hilferding entendia o ganho obtido pelos agentes emissores de ações quando da abertura de capital de uma empresa. Supondo que a taxa de remuneração de uma ação deve se igualar à taxa de juros - uma vez que uma remuneração muito superior das ações atrairia muitos investidores, fazendo subir seu preço e portanto cair seu rendimento - imagine-se que se deseja abrir o capital de uma empresa que tem um capital de \$1 milhão e gera \$ 200 mil de lucro por período (ano). Caso a taxa de juros de mercado seja de 5% ao ano, o banco emissor de ações pode lançar ações no valor de \$ 4 milhões. A remuneração das ações se igualam à taxa de juros de mercado, garantindo sua colocação. O banco emissor, no entanto, apodera-se de uma gorda fatia

das fronteiras nacionais (dada a impossibilidade de ampliar o espaço de acumulação internamente ao país e frente a impropriedade de ampliar investimentos nos setores já controlados, o que evidentemente pressionaria os preços para baixo e reduzia os lucros do conglomerado), o Estado e sua diplomacia garantem a expansão para além das fronteiras nacionais ou a exportação de capitais para países que passam a desfrutar assim de uma condição “colonial”. Nestes países, “as velhas relações sociais são totalmente revolucionadas, rompe-se a milenária vinculação agrária das ‘nações sem história’ que são submersas no turbilhão capitalista” (Hilferding, H., 1985, p. 302). A “exportação [de capital] torna-se uma necessidade premente a ser satisfeita em qualquer circunstância, porque assim o exigem imperiosamente as condições técnicas de maior escala possível de produção”(Idem. p. 304).

Ao mesmo tempo, vai ganhando forma nítida o *capital financeiro*, como resultado da centralização de capitais que tem como marca distintiva a subordinação de esferas do capital (capital comercial, capital industrial, capital bancário, etc.) ao capital na sua forma mais líquida, na sua forma de equivalente geral, na sua forma dinheiro. A consolidação dos cartéis de grandes conglomerados (ou de massas de *capital financeiro*) remodela pela raiz o papel do Estado na evolução capitalista. Este torna-se um Estado mais atuante no *front* internacional visando garantir espaço de expansão para o seu capital. Torna-se mais “imperialista”, nas palavras de Hilferding, e *mais especificamente posicionado como um instrumento da acumulação*.

A esta nova etapa do capitalismo subjaz uma *nova organização institucional*, segundo a qual a busca de valorização dá-se por uma *determinação*

desse capital “extra” resultante da diferença entre o \$ 1 milhão inicial e os \$ 4 milhões finais. Ver Hilferding, 1985, cap. VII.

oriunda do centro do sistema, vale dizer, a partir dos capitais que foram acumulados nos países que se industrializaram na fase concorrencial do capitalismo. Aos países receptores de investimentos provenientes deste centros cabe mudar seu formato institucional para acolher o investimento estrangeiro, criando melhores condições para sua valorização.

Não por acaso, o livro de Hilferding é iniciado com uma reflexão sobre o dinheiro e o crédito. Já está aí a indicação, reforçada depois, do papel vital do Estado para o avanço da acumulação capitalista na nova etapa que se anunciava. Como detentor da propriedade de criador da mercadoria escassa por excelência e não passível de produção privada (a moeda), o Estado surge na obra de Hilferding como o agente sem o qual esta nova etapa (a etapa monopolista do capitalismo) não se consolidaria. Emerge daí, para além do trabalho do autor austríaco, a importância não apenas da diplomacia de Estado (evidentemente muito importante na época em que o livro foi escrito) mas de *políticas de estabilização da moeda e do crédito*, base sem a qual a acumulação estaria emperrada dada a *natureza essencialmente financeira* que ela passa a ter a partir da emergência do capital financeiro, tal qual delineado por Hilferding.

A EMERGÊNCIA DO CAPITAL FICTÍCIO E A SUPREMACIA DO CAPITAL FINANCEIRO

Hilferding ressalta a emergência do *capital fictício* como um “capital (no sentido de valor em movimento e consubstanciado em relações de propriedade) cuja valorização se processa pelos rendimentos a que faz jus a propriedade sobre um título de renda e que não tem ligação direta com a geração de mais-valia no processo produtivo” (Figueiredo, F., 1997. p. 196). A proliferação do capital fictício ocorre a partir do processo de generalização da Sociedade Anônima, outro ponto central do estudo do autor austríaco.

Como destacado por Belluzzo & Tavares, “o capital a juros nasce da necessidade de perpétua expansão e valorização do capital para além dos limites de seu processo mais geral e elementar de circulação e reprodução. Para revolucionar periodicamente a base técnica, submeter massas crescentes de força de trabalho a seu domínio, criar novos mercados, o *capital precisa existir permanentemente de forma ‘livre’ e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada*. Apenas dessa maneira pode fluir sem obstáculos para colher novas oportunidades de lucro e, concomitantemente, reforçar o poder do capital industrial imobilizado nos circuitos prévios de acumulação” (Belluzzo, L.G.M. & Tavares, M.C., 1980, p. 114. Grifo meu).

O sistema capitalista evolui, assim, conforme já apontado por Hilferding no início do século, “para uma situação na qual o **comando financeiro** (ou, se preferido, o **cálculo financeiro**) é a característica mais importante [do modo de funcionamento] das sociedades capitalistas” (Idem. p. 199. Grifos do original). O que alguns autores chamaram de *financeirização da riqueza*⁹ é, em parte, uma arguta extensão para os tempos recentes da percepção de Marx, Hilferding, Keynes e Minsky, dentre outros, sobre a natureza do capitalismo contemporâneo, comandado pelos movimentos da taxa de juros e uno na expressão de Hilferding: “...pois o capital industrial é o Deus Pai que deixou como Deus Filho o capital comercial e bancário, e o capital monetário é o Espírito Santo: são três, mas um só no capital financeiro”.

MINSKY E A CENTRALIDADE DO INVESTIMENTO PRODUTIVO E DO SISTEMA FINANCEIRO

A obra de H. Minsky aponta para a contemporaneidade da tradição keynesiana na análise do sistema capitalista. Alicerçado na percepção marxista

⁹ Ver Braga, J.C.S., 1993.

particularmente desenvolvida por Hilferding da centralidade do cálculo financeiro no processo de acumulação capitalista e da subordinação das várias formas de capital à sua forma mais geral (forma dinheiro), o autor centra esforços na busca da compreensão das causas dos ciclos econômicos. Para tanto, desenvolve uma teoria do ciclo que mantém sua contemporaneidade se lida em suas sutilezas, mesmo com o aprofundamento da presença do componente financeiro na manifestação das crises nos anos 90 do século XX.

A questão da centralidade do sistema financeiro e dos bancos para qualquer análise que se faça da concorrência capitalista é, sem dúvida, a *controvérsia* central do trabalho de Hilferding. Tal centralidade volta a ser ressaltada por H. Minsky, recuperando a análise de Keynes. Minsky empenha um método que se mostraria crucial para uma mais clara visualização da dinâmica capitalista: a separação do empresário keynesiano, que concentra as decisões de quanto investir e de como financiar este investimento, em dois agentes independentes. De um lado destaca-se o empreendedor/investidor, de outro o agente financiador, que em sua análise é o sistema financeiro que tem como agentes centrais os bancos (Minsky, 1982. Minsky, 1986).

O ciclo econômico, para Minsky, está centrado na decisão de investimento do empreendedor. É esta decisão que dá início ao ciclo de ativos e na seqüência crescimento-auge-declínio-recessão. As decisões dos agentes financiadores de financiar o empreendimento vislumbrado pelo agente investidor vêm a reboque da decisão deste. O ciclo que se segue está calcado no descompasso entre posições ativas e posições passivas na estrutura de endividamento dos agentes inversores e principalmente dos agentes financiadores. A retomada econômica que se segue à realização de um bloco inicial de investimentos melhora as expectativas e cria capacidade de endividamento adicional para cada unidade produtora. Ocupar esta

capacidade faz parte da lógica da concorrência em uma economia capitalista. À medida que cresce o endividamento (para a aquisição de novos ativos instrumentais ou não – via fusões e aquisições), modifica-se a estrutura de ativos e passivos das unidades produtivas. Estas tornam-se menos líquidas.

O estalo da crise dá-se pela via da tentativa de “liquidar posições” por parte das unidades produtivas, dando início à deflação de ativos que descasa o balanço patrimonial destas unidades, obrigando-as a, coletivamente, aprofundar o movimento de liquidação de posições e diminuir os gastos em investimentos e consumo (dado que também as famílias fazem parte dessa estrutura especulativa), levando a economia à recessão.

A centralidade do agente inversor levou alguns críticos a apontarem para a extemporaneidade da análise de Minsky. Contemporaneamente, o ciclo teria se “descolado” do investimento produtivo. O ciclo teria um caráter eminentemente financeiro, sendo gerado e gestado nos mercados financeiros e daí transbordando para toda a economia, contaminando os ativos instrumentais e as decisões de investimento. Escapa a tais críticas, porém, que Minsky, escrevendo nos anos 80 do século XX, já incorporara à sua análise o papel dos mercados financeiros como propagadores e amplificadores do ciclo. Minsky não ignora o fato de os desequilíbrios patrimoniais dos agentes financiadores serem o estopim da crise. O autor os classifica como agentes que, desde o início, ou seja, desde a realização da decisão de financiar o investimento produtivo ou qualquer uma de suas fases, colocam-se em uma posição especulativa, ou seja, em uma posição patrimonial descoberta, que necessita para sua sustentação que os eventos futuros esperados não sejam frustrados. O autor, aliás, identifica a primeira metade da década dos 60 como um período de transição entre o capitalismo bem comportado do imediato pós-guerra e o período de turbulências financeiras que se seguiram à crise de 1966

nos EUA. Destacam-se em seu livro de 1986 (*Stabilizing an Unstable Economy*) as crises dos anos 60 e 70 e o papel desempenhado pelos mecanismos que evitaram colapsos ainda mais pronunciados do sistema, tais como a existência do *big government* e o papel cumprido pelo FED de *lender of last resort*. Minsky claramente entende o sistema capitalista pós 1966 como um sistema instável que encontrou mecanismos de restauração da estabilidade que acabaram por provocar ainda mais instabilidade no momento seguinte, com intervalos de tempo cada vez menores entre as crises. Nada mais próximo dos fatos dos anos 90 que a análise de Minsky. O autor, explicitando seu viés institucionalista, aponta para a necessidade de reformas profundas no sistema que envolvessem a restrição à livre movimentação de capitais e a plena liberdade para que os mercados financeiros desenvolvessem instrumentos e estruturas de sustentação de posições cada vez mais alavancadas e, portanto, cada vez mais especulativas, tornando cada vez mais frágil a estrutura financeira do sistema capitalista. Não por outro motivo, a fragilidade financeira contemporânea é seu tema central¹⁰.

Minsky apenas não aceita que o ciclo possa descolar-se completamente da decisão de investimento. *Em última instância*, as tomadas de posição especulativas (por mais especulativas que sejam) nos mercados financeiros têm, como referência, o que ocorre no “mundo real”. A frustração dos agentes não decorre originalmente de débitos não consolidados no interior das estruturas financeiras. Tal decepção com o que o futuro deveria ser tem origem nos lucros não realizados do “mundo real”, por mais insignificantes que possam ser tais lucros frente ao montante

¹⁰ Minsky inclusive destaca que a proliferação de instrumentos financeiros é resultado de um ambiente de maior incentivo à assunção de posições especulativas por parte dos agentes que atuam no mercado financeiro. A explosão dos tipos e variedades de mercados e instrumentos financeiros observada nos anos 80 e 90 pode muito bem ser entendida à luz da abordagem minskyana, conforme será discutido no capítulo 2.

transacionado em seu nome nos mercados financeiros, ou seja, por maior que seja o grau de alavancagem operado nestes mercados.

A subordinação da dinâmica dos mercados de papéis representativos da riqueza velha à dinâmica dos mercados de crédito e dos mercados de ativos instrumentais é apontada por alguns autores¹¹ como sendo o traço comprobatório da extemporaneidade, ainda que parcial, da análise minskyana. Tal subordinação, no nosso entender, não implica a impossibilidade nem da valorização *ad infinitum* dos papéis representativos da riqueza velha (com possíveis efeitos inclusive sobre o *mix* de ativos eleitos pelos agentes para valorização de seu capital, onde a “transação com ativos líquidos torna-se fonte permanente de renda para as corporações”), nem da necessidade de que apenas, ou mesmo principalmente, a valorização da riqueza nova seja condição *sine qua non* para a valorização da riqueza velha. Tal entendimento de que Minsky vislumbrava um limite da acumulação financeira *na dimensão* da valorização dos ativos instrumentais amarra, no fundo e no nosso entender equivocadamente, a valorização do capital às condições objetivas de sua realização como se estas fossem um fator limitador àquela.

Autores mais recentes destacam que tal “descolamento” da valorização do capital fictício em relação ao capital produtivo tornou-se de tal modo amplificado que não haveria mais sentido em buscar-se neste último a explicação para os movimentos de busca de valorização do capital na esfera financeira. Argumenta-se que o papel do capital em sua forma líquida, financeira, foge em muito daquele que historicamente ele pôde desempenhar na constituição do capitalismo alemão ou americano. No século XX, particularmente após as transformações do sistema financeiro internacional dos anos 60 e 70, o capital em sua forma financeira

encontrou caminhos (institucionalidades) próprios para valorizar-se. Tais caminhos, por consolidarem-se distantes do comando da parcela da sociedade não imediatamente envolvida com o setor financeiro, mostraram-se um *locus* preferencial para a busca de valorização, uma vez que, *valorizando-se exclusivamente nos mercados financeiros*, o capital não deriva sua valorização da órbita produtiva, escapando dos percalços que tal grilhão lhe conferia.

J. Toporowski¹² entende que resta sob esta nova etapa de acumulação um processo intenso de inflação de ativos ou *capital market inflation*. A lógica de funcionamento do capitalismo contemporâneo, segundo a construção do autor, estaria submetida a esta lógica de valorização financeira que, por sua vez, no caminho de sua realização não se relacionaria benignamente com a acumulação produtiva, guardando portanto uma dinâmica própria e com efeitos depressivos sobre o crescimento do produto e da renda em todo o globo.

Toporowski percebe a construção desse processo de inflação de ativos a partir de uma lógica na qual a esfera financeira sobrepõe-se à esfera produtiva na determinação do ciclo de negócios. O mercado de bolsas de valores e os fundos de pensão, segundo Toporowski, estão no centro do processo de valorização fictícia da riqueza. O crescimento dos fundos de pensão pela via do maior volume de depósitos que de retiradas quando do início de seu processo constitutivo (baixo grau de maturidade dos fundos de pensão) implicaria uma crescente liquidez dos mercados financeiros. Essa maior liquidez, por sua vez, levaria a uma maior facilidade de recomposição do equilíbrio entre posições ativas e posições passivas das grandes empresas que, por hipótese, utilizam-se do mercado de ações muito mais para fazer essa recomposição do equilíbrio patrimonial do que para captar

¹¹ Ver Bastos, 1996.

¹² Ver Toporowski, 2000.

recursos com vistas ao investimento produtivo. Os recursos para tal investimento viriam de outras fontes, principalmente de seus lucros retidos.

Essa tranqüila recomposição de posições propiciada pela farta liquidez dos mercados acionários estimularia as empresas a envolverem-se em atividades de *takeover* e fusões & aquisições de modo cada vez mais intenso, dada a crescente valorização das ações (inflação de ativos) e a cada vez mais atraente possibilidade de adquirir uma empresa e realizar um ganho patrimonial pelo simples crescimento do valor de suas ações em bolsa. Isso teria o potencial de deprimir os próprios investimentos produtivos dado o custo de oportunidade envolvido na opção de realização de ganhos patrimoniais dessa ordem. O *recurso ao capital de empréstimo* para a alavancagem de operações de ganho patrimonial atrairia, adicionalmente, tanto empresas quanto bancos, na expectativa de lucros crescentes para ambos e por necessidade vital para os bancos, dado o acirramento concorrencial assistido nos anos 90 por força do crescimento da finança direta. Novas emissões de ações voltariam a recompor a liquidez da grande empresa. Cresceriam, no entanto, as obrigações das empresas, pois tanto o crédito bancário quanto a emissão de novas ações representam a assunção de novas remessas, de juros ou dividendos, aos credores num futuro próximo.

O Princípio do Risco Crescente¹³, de Kalecki, aponta no entanto para uma situação que se sustenta enquanto houver um agente que forneça a liquidez necessária para que posições em aberto possam ser cobertas no mercado de ações via novas emissões e para garantir o contínuo crescimento dos preços das ações. Na medida em que os agentes fornecedores dessa massa crescente de liquidez (os fundos de pensão) retiram-se do mercado ou cessa sua alimentação permanente de novos recursos (extraídos da esfera do consumo), o mercado de ações, tal qual uma

¹³ Ver Kalecki, 1971 (1937)

pirâmide financeira¹⁴, colapsa, exigindo a presença de outro tipo de agente que possa conferir liquidez ao mercado, sustentando-o e evitando sua ruína completa: o Banco Central. A ação deste, no entanto, ao impedir o colapso, acaba por estimular o aumento do *moral hazard* do sistema e o reinício com ainda maior ímpeto do processo de valorização patrimonial que ocorre com a volta dos agentes fornecedores de liquidez, os fundos de pensão.

CONCLUSÃO

Em que pese a brilhante percepção de Toporowsky no entendimento do papel dos agentes que contemporaneamente acumulam grandes massas de capital, como os fundos de pensão, sua análise só faz corroborar a construção minskyana. Minsky não desconsiderava a extravagância do mercado financeiro e seu potencial *propagador e amplificador* das crises. O autor apenas foi ao ponto, retomando Keynes e destacando que a decisão de investir é a decisão crucial do sistema capitalista.

Assim, em última instância, por mais miserável que seja a base de criação do valor (o trabalho vivo), esta continua existindo e sua existência é a condição mesma da sustentabilidade do sistema. Seu desaparecimento geraria um sistema solto, sem referência. Sua permanência, por outro lado, não impõe ao sistema um limite de acumulação. A capacidade de ampliação da órbita de valorização fictícia em torno dessa referência de valor é infinita. A efetivação dessa ampliação, entretanto, depende da confirmação, *a posteriori*, das expectativas quanto à realização dos lucros oriundos de decisões de investimento e de financiamento de ativos instrumentais. Minsky faz apenas nos lembrar de uma das lições centrais de Keynes.

¹⁴ Ver Toporowski, op.cit. cap.3.

A cisão entre os agentes empreendedor e financiador não se faz em Minsky por mero acaso, mas sim com o intuito de ressaltar a importância também central do agente que decide conceder o financiamento para a efetivação da decisão de investir do empreendedor. É a decisão dos bancos e do sistema financeiro quanto a financiar ou não o setor produtivo - decisão baseada, por um lado, na disposição do banco em tornar-se um agente mais ou menos ilíquido e, por outro, na disposição do governo em praticar ou não uma política monetária sancionadora da decisão de financiar dos bancos - que resulta na formação de ciclos. A abordagem de Minsky destaca, principalmente, talvez mais do que a existência de ciclos oriundos da percepção desalinhada entre bancos e empreendedores quanto ao comportamento futuro da economia, a idéia de que os bancos são agentes que têm preferência pela liquidez¹⁵ e que têm sob sua decisão o *direcionamento* do ativo fundamental do sistema: o dinheiro.

A centralidade do dinheiro faz-se pela sua qualidade intrínseca fundamental: possuir o *atributo* de ter liquidez plena. Num momento de forte incerteza por parte dos bancos quanto à capacidade de solvência dos agentes devedores, acirra-se a preferência pela liquidez do setor bancário, o que se manifesta numa elevação do prêmio relativo ao atributo de liquidez dos ativos, vale dizer, pelo aumento da taxa de juros básica do sistema. Ao aumento da taxa de juros segue-se uma diminuição da eficiência marginal do capital e uma diminuição do nível de investimento e emprego da economia¹⁶.

¹⁵ A idéia keynesiana de preferência pela liquidez diz respeito à avaliação individual que os agentes fazem quanto à possibilidade de tornarem-se ilíquidos no futuro. Pode-se afirmar que o grau de preferência pela liquidez mede o custo de uso do dinheiro percebido pelos agentes individualmente. Ver Kregel, 1992

¹⁶ Ao aumento da taxa de juros segue-se um aumento do custo de uso do capital já disponível ao empreendedor, o que torna o preço de demanda por um novo ativo menor que o preço de oferta desse ativo de capital já existente, reduzindo a eficiência marginal do capital percebida pelos

A taxa de juros¹⁷, assim, entendida como prêmio pela liquidez (único atributo da moeda uma vez que - numa economia não inflacionária - seu custo de carregação é nulo e sua remuneração esperada também, dado tratar-se de um bem não passível de reprodução pelo mercado), passa a ser a *taxa de referência do sistema* e a taxa de juros hierarquicamente mais importante, em comparação com as demais taxas de juros próprias¹⁸ de cada ativo do sistema.

Minsky, e Hilferding destacam-se como autores que identificaram e traduziram a essência do funcionamento e da natureza do sistema capitalista. Sua análise, para além da aplicação localizada historicamente, sustenta-se como imprescindível para a compreensão do papel da concretização das decisões dos agentes empreendedores e dos agentes financiadores para a evolução do sistema, a ocorrência de crises e a sua superação. Longe de superadas, ambas as contribuições fornecem o alicerce sobre o qual torna-se possível um melhor entendimento da natureza e do papel contemporâneo de agentes que acumulam massas gigantescas de capital em sua forma líquida, como os fundos de pensão.

A este entendimento teórico, no entanto, deve-se aliar a evolução histórica do sistema financeiro no qual surgem e crescem tais agentes. Apenas a partir de tal compreensão será possível perceber as potencialidades dos fundos de pensão na construção de um sistema menos instável e mais comprometido com a acumulação produtiva e o bem estar da sociedade.

empreendedores, o que reduz investimentos e o nível de emprego. Ver Kregel, 1998. Sobre custo de uso ver Keynes, 1985, apêndice ao cap. 6.

¹⁷ Em especial a taxa de juros dos títulos públicos de maior qualidade do sistema.

¹⁸ A taxa de juros própria de cada ativo de capital é uma taxa de rendimentos físicos deste ativo associada a seus atributos intrínsecos. Assim, a taxa de juros própria de um montante investido de trigo igual a 10 toneladas de trigo que resulta na colheita de 11 toneladas de trigo é de 10%. Ver Keynes, 1985, cap. 7 e Kregel, 1998.

CAPÍTULO 2

A NOVA ETAPA DE ACUMULAÇÃO

INTRODUÇÃO

Os desenvolvimentos de Hilferding e Minsky, a partir da experiência histórica dos séculos XIX e XX, apontam para os elementos centrais da dinâmica capitalista. As transformações das duas últimas décadas nos mercados financeiros, no entanto, podem sugerir a inauguração de uma nova etapa de seu desenvolvimento, calcada agora em outros determinantes. Estaríamos, de acordo com alguns autores¹⁹, diante de uma nova fase do capitalismo, imersa num ambiente de riscos globais reduzidos e controlados, dada a proliferação dos instrumentos financeiros derivativos. Necessário se faz qualificar tais transformações e entendê-las num contexto de acirramento das tendências centrais do sistema, discutidas no capítulo 1.

De fato, a arquitetura do sistema financeiro mundial foi profundamente alterada nos anos 80 e 90. Atestam tal transformação a emergência de novos atores de grande relevo como os Investidores Institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento (fundos mútuos, fundos *hedge*, etc.), o concomitante desenvolvimento de novos mercados e instrumentos de transação financeira e o crescimento vertiginoso dos valores transacionados nos mercados financeiros mundiais.

Os propósitos deste capítulo são: 1. discutir as mudanças recentes do sistema capitalista, principalmente nos mercados financeiros; e 2. discutir as

transformações na institucionalidade do sistema, dando especial destaque aos Investidores Institucionais e sua atuação neste novo contexto da economia mundial. Busca-se ressaltar que, na verdade, a natureza do sistema não mudou, antes, esta foi reafirmada e exacerbada pela mundialização financeira das duas últimas décadas.

AS TRANSFORMAÇÕES FINANCEIRAS MUNDIAIS

Os anos 80 inauguram um período de *aprofundamento* de uma mudança crucial no sistema financeiro internacional: a remoção dos controles sobre o movimento de capitais nos países centrais e o avanço acelerado desse processo nos países da periferia do sistema. A essa liberalização dos fluxos financeiros seguiu-se toda a construção de uma nova institucionalidade financeira mundial, caracterizada por:

- ampliação da adoção do regime de câmbio flexível nos países mais relevantes do sistema.
- convergência, entre as várias nações, das regras de tratamento aos fluxos de capitais.
- crescimento da importância da finança direta nas transações financeiras em geral.
- crescimento da importância relativa das transações fora-de-balanço no lucro dos bancos.
- crescimento da importância dos Investidores Institucionais enquanto compradores de títulos transacionáveis (*securities*) e aglutinadores da poupança privada individual.

¹⁹ Ver OECD, 1998.

- aumento da velocidade de transação entre os agentes participantes do mercado, dada a rápida evolução da infra-estrutura tecnológica, particularmente na área de computação, processamento e transmissão de dados e informações.
- aumento da integração entre vários mercados financeiros.
- surgimento e rápido crescimento de mercados não-regulamentados (*over the counter* – OTC) de transações de *securities* e derivativos.

A LIBERALIZAÇÃO DOS CAPITAIS

O movimento de liberalização de capitais ocorreu de forma acelerada em todo o conjunto de mercados dos países centrais ao longo das duas últimas décadas. Acompanhando Helleiner (1994) e Tavares (1997), pode-se afirmar que tal movimento teve origem na tentativa dos Estados Unidos de reafirmarem sua hegemonia econômica, ameaçada pelos avanços das indústrias alemã e japonesa nos anos 60 e 70 e pela fragilização da moeda americana frente a seus crescentes déficits externo e fiscal. Tal reafirmação privilegiou a via financeira e originou-se a partir de um forte incentivo à desterritorialização dos negócios dos bancos americanos em direção às praças *off-shore* européias, ainda nos anos 60. Acompanhando tal movimento, a decisão unilateral de revalorização da moeda americana, feita a partir da elevação dos juros básicos americanos em 1979, selou a estratégia de afirmação dos Estados Unidos como principal praça financeira do globo.

Os mercados *off-shore*, livres das restrições impostas aos bancos em sua atuação nos diversos espaços nacionais²⁰, expandiram-se a ponto de restringir o

²⁰ Como, por exemplo, tetos para juros na ponta de captação, limites de exposição ao risco de crédito, medido em proporção ao patrimônio líquido, ou barreiras à atuação em diferentes atividades, como operações de *underwritings* de títulos e ações, mercado de seguros e outros.

espaço dos bancos americanos em seu próprio território (Guttmann, 1994). A principal vantagem oferecida pelos mercados *off-shore* diz respeito a ausência de tetos à taxa de juros de captação.

Esse duplo movimento, de crescimento dos centros *off-shore* e de elevação das taxas de juros básicas dos títulos públicos americanos, contribuiu decisivamente para a transformação da institucionalidade financeira mundial e para a elevação do patamar das taxas de juros em todo o globo, dada a posição de dominância da moeda americana na economia mundial.

A esse movimento seguiu-se o de ampliação da adoção de regimes cambiais calcados no câmbio flexível e na maior flexibilização das regras internas de controle de capitais por parte dos países centrais. Tais transformações estavam totalmente de acordo com o ambiente que se forjava e no qual prevalecia a liberdade de movimento aos capitais em nível internacional.

Tabela 1 - Taxa Real de Juros nos Países do G-7

Taxa real de Juros	1960-9	1970-9	1980-9
Curto prazo	1,7	-0,8	3,4 ^a
Longo prazo	2,3	0,2	4,3 ^a

Fonte: Ciocca & Nardozi, 1996, p. 30
a. média 1980-92

No limite, tais movimentos representaram a paulatina perda de controle por parte dos Estados Nacionais sobre suas moedas. A moeda deixou, a pouco e pouco, de ser regulada pelos Estados que não emitiam moedas conversíveis (que o faziam através da regulação do crédito, principalmente, e de outros instrumentos de política monetária) e passou a ter no mercado seu ente central de controle e comando. De bem público, a moeda passou a caracterizar-se cada vez mais como

um bem controlado de forma privada, minando sua posição como ativo-chave na *operação* de um ambiente econômico (prevalente no imediato pós-guerra) voltado à acumulação privada *calcada em ativos reais* (Guttmann, 1997a). Atestam tal situação a convergência dos regimes cambiais e de regulação dos fluxos de capitais que ocorre nos países centrais, além da maior correlação entre as taxas de juros nesses mesmos países.

Tabela 2 - Correlações entre Rendimentos de Títulos (bonds) Internacionais
(correlação entre rendimentos de títulos (bonds) de 10 anos)

	1970-79	1980-84	1985-89	1990-94
<i>Correlação com os Estados Unidos</i>				
Japão	0,38	0,18	0,67	0,96
Alemanha	-0,24	0,78	0,65	0,93
Reino Unido	0,63	0,60	0,54	0,96
Canadá	0,94	0,93	0,98	0,97
<i>Correlação com a Alemanha</i>				
França	-0,14	0,79	0,47	0,97
Itália	-0,54	0,54	0,69	0,74
Reino Unido	0,12	0,77	0,69	0,94
Bélgica	-0,12	0,83	0,74	0,96
Holanda	0,52	0,90	0,88	0,99
Suécia	-0,61	0,54	0,61	0,88
Suíça	0,86	0,88	0,74	0,91

Fonte: Blommestein e Bilotft, 1995, p. 312.

O CRESCIMENTO DA FINANÇA DIRETA E A TRANSFORMAÇÃO DOS BANCOS

A desregulamentação dos mercados financeiros domésticos fez-se com o intuito de garantir a competitividade internacional destes mercados, ou seja, sua capacidade de atrair recursos do exterior. Segundo Blommestein e Bilotft (1995),

além da abolição dos controles de câmbio, as medidas mais importantes tomadas pelos governos dos países centrais foram:

- remoção de restrições ao desenvolvimento dos mercados monetários como os de fundos mútuos, *commercial papers* e certificados de depósito bancário (CD's).

- regulamentação da profissão de *broker* e organização de mercados secundários para vários tipos de *securities*.

- introdução de legislação que permitiu a formação de grupos financeiros que passaram a oferecer tanto serviços bancários quanto serviços na área de transação e lançamento de *securities*.

- introdução de legislação permitindo a criação de mercados de derivativos nas modalidades futuros e opções.

- introdução de novas provisões de proteção ao investidor.

- realização de acordos visando facilitar a transação nos mercados de derivativos e *securities* entre países.

Nos anos 80, cresce com intensidade a finança direta através de uma prática conhecida como *securitização*:

Em seus estágios iniciais, *securitização* significou a substituição de fontes de fundos captados externamente pelas corporações, dos tradicionais empréstimos bancários pela colocação de títulos transacionáveis (*securities*) junto a investidores – principalmente *bonds*, mas em alguns casos também papéis de mais curto prazo. Mais recentemente, o termo 'securitização' tem sido usado para descrever operações nas quais os fluxos de caixa de ativos específicos são usados para sustentar *securities* lançadas no mercado (Blommestein e Bilotft, 1995, p. 291).

Frente a estas mudanças, os bancos passaram a ver suas margens de lucro pressionadas em função do crescimento da finança direta, processo caracterizado

como *desintermediação bancária*. Esse movimento obrigou os bancos a mudarem sua estrutura de receitas, passando a privilegiar as atividades fora-de-balanço, como a administração de ativos de terceiros com um crescente uso de derivativos. Essa compressão das margens de lucro dos bancos, aliada às perdas observadas após a eclosão da crise dos países periféricos altamente endividados nos anos 80, acabou por conduzir a um processo de concentração no setor bancário.

Tabela 3 - Financiamento Líquido Outorgado Pelos Mercados Internacionais
Estoques ao Final do Ano em Bilhões de US\$

Ano	Empréstimos Bancários Líquidos Internacionais	Financiamento Líquido Internacional de Títulos
1982	1.020	259
1983	1.085	345
1984	1.265	410
1985	1.480	550
1986	1.770	700
1987	2.220	984
1988	2.390	1.085
1989	2.640	1252
1990	3.350	1.473
1991	3.610	1.651
1992	3.660	1.687
1993	3.780	1.850
1994	4.240	2.048
1995	4.645	2.210
1996	5.015	2.391
1997	5.285	3.358
1998	5.485	4.233
1999	4.139	5.448
2000	4.428	6.686
2001	4.875	8.035
2002*	4.931	8.634

Fonte: Roberts, 2000; BIS Quarterly Review, vários números.

* dados até março

No entanto, é precipitada a avaliação de que os bancos perderam importância nessa nova institucionalidade do sistema financeiro mundial. *Sua posição como agente canalizador de financiamento fragiliza-se e transforma-se.* Entretanto,

um dos papéis clássicos e fundamentais dos bancos numa economia capitalista, qualquer que seja sua configuração institucional, continua sendo o de prover uma redução de risco aos agentes envolvidos numa transação ao funcionar como o intermediário dessa transação, viabilizando-a. Num primeiro momento, essa intermediação implicava a retenção, no balanço das instituições bancárias, de ativos das partes envolvidas numa transação. As transformações dos anos 80 e 90 fizeram com o que os bancos passassem cada vez mais a utilizar operações fora-de-balanço em sua estrutura de negócios, sem, contudo, abrir mão de seu papel de redutor de riscos *dos agentes envolvidos nas transações*, ao continuar providenciando uma diversificação de ativos e instrumentos de operação aos agentes emprestadores e aos agentes tomadores de recursos, mais uma vez, viabilizando a transação.

**Tabela 4 - Crescimento das Operações fora-de-balanço (OBS)
dos Bancos Americanos**

	Em US\$ bilhões			
	1984	1985	1986	1987
Compromissos de compra de contratos futuros e forward	40	57	99	129
Compromissos de venda de contratos futuros e forward	28	40	80	124
Obrigações de compra de contratos de opções	3	11	28	35
Obrigações de venda de contratos de opções	2	5	12	18
Compromissos com comércio exterior	584	735	893	1.419
Cartas de crédito standby	146	175	170	167
Cartas de crédito comercial	30	28	28	33
Outros compromissos significantes	25	59	71	81
Total anual	861	1300	1754	2536
Atividades OBS como porcentagem do total de ativos	-	67,4	79,6	107,8

Fonte: Guttman, 1994, p. 274.

A mudança de ambiente acabou levando os bancos a buscarem novas formas de manter suas taxas de lucro. Eles continuam, porém, bastante presentes e atuantes nos mercados financeiros mundiais, operando com um volume crescente

de operações fora-de-balanço como proporção de suas atividades totais, tal como observa o Banco de Compensações Internacionais (BIS) em seu relatório anual de 1996-1997:

Apesar do crescimento mundial da securitização, os bancos comerciais conseguiram, de modo geral, manter sua posição dominante no centro do sistema financeiro por meio de uma gestão mais ativa de seus ativos e passivos, da oferta de novos serviços que não se refletem no balanço patrimonial e da aquisição de corretoras e fundos de investimento. Por seu turno, os bancos de investimento entraram em áreas até então dominadas pelos bancos comerciais, como os empréstimos consorciados e a avaliação de risco e de crédito. Estas tendências destacaram a convergência entre bancos comerciais e de investimento num momento em que ambos os grupos enfrentam concorrência em seu próprio território por parte de outros participantes do mercado (*In* Roberts, 2000, p. 70).

O chairman do FED, Alan Greenspan, na abertura da 30ª Conferência Anual sobre Estrutura e Competição Bancária nos EUA, em 1994, observou que:

“Os bancos ainda cumprem sua função tradicional. Hoje, porém, estamos crescentemente reconhecendo que a atividade bancária também envolve compreensão, processamento e uso de quantidades enormes de informação sobre o risco de crédito, o risco de mercado e outros riscos inerentes a uma vasta gama de produtos e serviços, muitos dos quais não envolvem atividades tradicionais de empréstimo, tomada de depósitos e serviços de pagamentos diversos. Hoje, pode-se dizer que os bancos fazem parte de uma revolução tecnológica no processamento de informações sobre risco. *Mais que isso, podemos considerar que o processamento de informações sobre risco – definido de forma ampla, incluindo a medição, a administração e a assunção do risco – tornou-se a atividade principal dos bancos.* Uma diferença crucial entre os bancos de hoje e aqueles de nossas tradições, entretanto, é que o processamento de informações sobre risco está visivelmente mais próximo do centro dos negócios dos bancos em função do florescimento de novos produtos e serviços financeiros que se apóiam

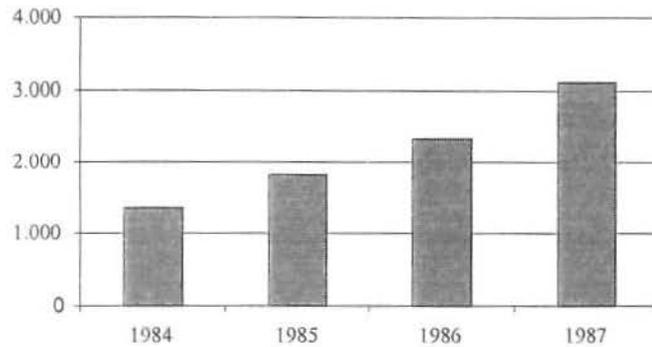
criticamente na informação rápida e de boa qualidade sobre o risco e também sobre a análise de risco.” (Citado em Ettin, 1995, p. 191, 192; grifo meu).

Greenspan confere destaque ao papel dos bancos como agentes aferidores e precificadores de risco de operações específicas entre agentes do mercado. De fato, frente ao acirramento da concorrência proporcionada pela queda das barreiras que historicamente separaram as atividades de bancos de investimento, bancos comerciais, seguradoras, e outros agentes do mercado financeiro, os bancos comerciais passaram a diversificar suas fontes de receita.

Importa destacar, porém, que o crescimento de tal concorrência fez-se acompanhar de um agigantamento nas escalas de operação. Todo este movimento de crescimento do setor financeiro ocorreu num ambiente de retomada do crescimento nos países centrais, principalmente nos EUA após a crise do início dos anos 80, como aliás a teoria dos ciclos de Minsky já previra.

O papel dos bancos enquanto agentes canalizadores de *finance* e, como tal, elos fundamentais no processo de investimento capitalista, passou a ser dividido com outros agentes do mercado. Tal papel não cabe mais, central e exclusivamente, aos bancos na economia contemporânea. Outros agentes assumiram parte importante de tal função em um ambiente onde prevalece a finança direta. Dentre estes novos agentes, destacam-se os investidores institucionais.

**Gráfico 1 - Crescimento das Operações
Balanço (OBS) dos Bancos Americanos
US\$ bilhões**



Fonte: Guttman, 1994, p. 274.

AS TRANSFORMAÇÕES DA FORMA E A PERMANÊNCIA DA NATUREZA DO SISTEMA

Como destacado acima, os anos 80 e 90 foram marcados por três movimentos centrais no que diz respeito ao sistema financeiro internacional:

- 1) uma transformação da institucionalidade do sistema, com a emergência de novos atores, como os investidores institucionais, e a transformação da forma de atuação de outros, já presentes no sistema, como os bancos.
- 2) um espraiamento da malha do sistema financeiro e de seu *modus operandi* por quase toda a periferia do sistema capitalista, particularmente e com mais intensidade nas regiões da Ásia e América Latina.
- 3) Uma superação do volume de transações da finança direta sobre as operações de crédito.

Esses movimentos (em especial o primeiro), na visão de alguns autores (Chesnais, 1999; Carneiro, 1999), produziram uma *nova dinâmica* no modo de funcionamento da economia, conduzindo a um "tipo de capitalismo com menor

dinamismo e maior instabilidade quando comparado com o sistema vigente no pós-guerra, e, mais ainda, invertendo o sentido de determinação das crises que passaram a originar-se na órbita financeira, deslocando-se posteriormente para o plano produtivo." (Carneiro, 1999, p. 3). A trajetória de construção dessa nova dinâmica passa pela compreensão de como alteraram-se, durante essas duas décadas, as "forças que condicionam a determinação dos gastos em investimento e consumo e, portanto, a trajetória da economia".(Idem, p. 2 e 3).

Em Keynes, o consumo corrente é determinado a partir da renda corrente. Esta, por sua vez, é fortemente condicionada por decisões que são anteriores a ela no circuito, particularmente a decisão, tomada por outros agentes, de investir. A decisão de investir, por sua vez, é determinada a partir da percepção do empresário quanto ao ganho futuro esperado pela realização de sua mercadoria comparada com a evolução esperada da taxa de juros do sistema, o que Keynes chamou de eficiência marginal do capital (EMK). O componente expectacional do ganho esperado tem como elemento fundamental o comportamento passado das vendas e portanto da formação indesejada de estoques.

Nessa *nova etapa da acumulação capitalista*, iniciada nos 80's e aprofundada nos 90's, os gastos de consumo de um extrato relevante da sociedade (o segmento de alta renda) desgarram-se da renda corrente e prendem-se ao comportamento da riqueza financeira, componente cada vez mais importante da riqueza total dos indivíduos. Assim, passam a ser as oscilações dos mercados de *securities*, mais que a renda corrente, que determinam a decisão de consumir de parte da população, *notadamente aquela ligada aos circuitos de maior remuneração*. Esta se rende, assim, ao cálculo financeiro.

A decisão de investir passa a também ter em conta, nessa nova etapa, a valorização dos ativos financeiros das empresas, que ganha vida própria nos

mercados de *securities*, independentemente da evolução de suas receitas operacionais correntes ou mesmo de seus lucros correntes²¹, desde que as perdas presentes sejam entendidas como necessárias para a vinda de um período futuro de bonança e grandes lucros. Um aumento do valor dos ativos financeiros das empresas diminui sua relação dívida/ativos totais, permitindo espaço para um maior endividamento e um maior volume de investimentos. Estes, no entanto, não realizam-se necessariamente na esfera produtiva, sendo canalizados para a órbita financeira. Tal órbita torna-se inclusive um *componente necessário* da valorização do capital contemporaneamente (Braga, 2000).

O ponto central dessa nova dinâmica é o posicionamento da esfera financeira como *locus* de determinação das crises. O colapso do ciclo de ativos, segundo o entendimento destes autores, *inicia-se* nesta órbita, sendo posteriormente transmitido à esfera produtiva. O início do aumento involuntário da relação dívida/ativos totais dá-se por ocasião de uma queda nos preços dos ativos financeiros. Tanto para as decisões de consumo como para as decisões de investimento, essa reversão do movimento de valorização dos ativos financeiros é crucial. Seu estancamento (das decisões de investir e consumir) é imediato e seu reflexo sobre a renda corrente e os ganhos oriundos da realização da produção também. Esta nova etapa, portanto, tem na órbita financeira seu eixo central.

Esta dinâmica em nada se contradiz com a construção minskyana de uma teoria das crises. Antes, elas se complementam. Nascida no complexo de tecnologias da informação, que nos anos 90 mostrou-se o setor de maior ímpeto de revolução tecnológica, a *aceleração* da acumulação estritamente financeira ganhou

²¹ Veja-se o exemplo da Amazon Books, que, mesmo apresentando prejuízos seguidos (US\$ 124 milhões em 1998), teve suas ações valorizadas em dezenas de vezes desde seu lançamento, em 1994. (Cf. Revista Exame, 16 de junho de 1999, p. 153).

fôlego ao longo da década e logrou-se “autonomizar-se” em relação à acumulação estritamente produtiva. *Como apontado por Minsky, a dinâmica financeira, a partir do impulso inicial dado pelo investimento produtivo, alça vôo próprio e acaba por comprometer a valorização do ativos instrumentais que permitiram seu exacerbamento inicial.*

Observa-se, desse modo, a centralidade de dois componentes do capitalismo nas últimas duas décadas:

- A centralidade da esfera financeira como balizadora das decisões de gasto.
- A emergência de agentes que dão sustentação a uma nova forma de acumulação, desta feita muito mais centrada na esfera financeira que na produtiva, em substituição aos bancos: os investidores institucionais.

Depreende-se, do exposto, que esta nova etapa vem confirmar a natureza do sistema através do aprofundamento de sua lógica especulativa e acumulativa. Este movimento em direção a uma dominância da esfera financeira é um movimento central do capitalismo, explicitado inicialmente pela transformação histórica de concentração e centralização do capital na Europa e nos Estados Unidos entre o final do século XIX e o início do século XX e confirmado contemporaneamente pelas transformações experimentadas com maior vigor desde o início da década de 80.

Sendo assim, a natureza do sistema capitalista não apenas foi mantida como também ampliada, inclusive espacialmente, nesse período. O espraiamento da nova institucionalidade do sistema financeiro mundial (comumente conhecida como globalização financeira) e a ampliação dos negócios das grandes corporações em um sistema de *sourcing* mundial (comumente conhecida como globalização produtiva) espelha esta ampliação espacial da lógica capitalista.

Vive-se de fato *uma nova etapa da acumulação* que conta com novos espaços e uma nova dinâmica para desenvolver-se, inclusive porque construída sobre uma

revolução das condições físicas de produção (base produtiva), dada por mudanças profundas na velocidade, precisão e custo da produção possibilitadas pelas transformações da telemática e da microeletrônica²². Sua lógica essencial não mudou. Antes, perpetuou-se.

A NOVA DINÂMICA E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Esta nova dinâmica da economia capitalista, apoiada, como visto, em uma crescente liberdade à movimentação de capitais e na institucionalização da poupança, logrou forjar um ambiente no qual o risco percebido pelos agentes é maior. Tal fato justifica-se dada a percepção e crescente desconfiança dos agentes quanto à persistente maior valorização fictícia em relação à valorização produtiva dos ativos, bem como pelo maior volume de operações em diferentes moedas (aumentando o risco de câmbio) e a maior variedade de agentes e mercados envolvidos com operações de empréstimos (ampliando o risco de crédito), dentre outros (ver quadro). Cresceu, nessas circunstâncias, a preferência pela liquidez dos agentes que operam no sistema²³.

O primeiro sintoma da consolidação desse novo ambiente foi a elevação das taxas de juros reais em todo o globo. Nestas estão incluídos não apenas o piso dado pelas taxas de juros do ativo de maior liquidez do sistema – os títulos públicos de longo prazo do Tesouro americano (*T-bonds*), como também os prêmios de risco associados a cada região específica de investimento (Ásia, América Latina, Europa, etc.) e a cada mercado específico em que são realizadas as transações. Os instrumentos derivativos, por exemplo, a despeito de serem talhados com o intuito de oferecer ao agente uma forma de diminuir seu risco individual em cada

²² Ver Coutinho, 1992.

transação, foram organizados em mercados que acabaram por ampliar o risco sistêmico, dadas a magnitude dos valores transacionados nestes mercados e seus mais recentes desenvolvimentos, como os mercados desregulamentados OTC.

QUADRO 1 - TIPOS E FONTES DE RISCO

Estudo recente do BIS classifica os tipos e fontes de riscos associados a investimentos internacionais (em instrumentos derivativos nos mercados OTC) nas seguintes categorias:

- *risco de crédito*: risco de insolvência da parte tomadora do crédito; no caso dos mercados de derivativos, este risco associa-se ao não cumprimento da chamada de margens por parte de um dos contratantes do instrumento derivativo como fruto de sua insolvência. Frente a esse não cumprimento, a parte não insolvente deverá procurar um outro agente que queira assumir um novo contrato nos termos daquele interrompido pelo agente insolvente. Essa busca implicará um custo para o agente não devedor, custo este quantificável e portanto passível de ser adicionado aos contratos em geral.

- *risco de liquidez*: risco de ausência de disponibilidade de recursos líquidos por uma das partes contratantes no momento requerido pela contraparte e exigido para saldar o contrato, em parte ou no todo. No mercado de derivativos este risco também pode estar associado à chamada de margens ou à liquidação do contato no final de sua vigência no caso das transações feitas nos mercados OTC.

- *risco de mercado*: risco de perda associada a movimentos de preços não antecipados nos mercados. Muito do crescimento dos mercados de derivativos (e particularmente dos OTC) está associado à tentativa de busca de *hedge* contra o risco de mercado por parte dos agentes envolvidos em transações financeiras de grande magnitude nos grandes mercados e em transações internacionais. Tais agentes buscam instrumentos líquidos que possam protegê-los do risco de mercado presente em vários mercados, inclusive nos próprios mercado de derivativos.

- *risco legal*: risco associado a perdas derivadas da imposição não esperada de regras sobre os contratos (como a imposição de tributos de qualquer natureza) ou da impossibilidade de aplicação da força da lei para fazer cumprir uma exigência contratual.

²³ Ver Carneiro, 1999.

- *risco operacional*: risco de perdas relacionadas ao mal funcionamento nos sistemas de informação ou controles internos usados para monitorar posições e decisões de investimento. Esse tipo de risco é especialmente alto nos mercados OTC, dada sua característica de mercado não regulamentado e que opera na ausência de uma central organizadora de informações que garanta o *disclosure* das mesmas.

- *risco de custódia*: risco de perda de ativos em função da insolvência, da negligência ou de uma ação fraudulenta por parte do agente custodiante. Nos mercados financeiros em geral e derivativos em particular, é comum a figura de um agente que age como custodiante de um ativo entregue como colateral de uma operação ou um contrato.

- *risco sistêmico*: risco de ruptura na cadeia de pagamentos em função de uma seqüência de *defaults* por parte dos agentes devedores no mercado. Nos mercados financeiros, em especial os de derivativos, muitas posições são sustentadas, em última instância, pelo crédito bancário. Uma chamada de margem não atendida, dependendo de sua magnitude em relação ao total transacionado no mercado, pode gerar uma cadeia de *defaults* levando a uma crise geral do sistema financeiro e bancário, dada a posição central dos grandes bancos como agentes atuantes (*dealers*) e como sustentadores de posições alavancadas nestes mercados.

Fonte: Elaborado a partir de BIS 1998.

As diferenças de juros encontradas em várias partes do globo, assim, não existem em função de razões “externas aos mercados financeiros, ou pertencentes ao mundo real”, como diferenciais de produtividade, por exemplo, mas sim como “produto de convenções ou do grau de certeza (ou incerteza) que agentes atribuem a essas convenções”²⁴. Dessa forma, uma mudança das convenções de mercado seria um importante passo para fazer com que diminuísse a preferência pela liquidez dos agentes e portanto os prêmios de risco associados a investimentos em determinadas regiões do globo.

Tais convenções sobre a percepção de risco estão calcadas, segundo Carneiro (1999), em três pilares centrais:

²⁴ Carneiro, op.cit.

- no próprio crescimento da parcela da riqueza em sua forma financeira.
- na atual organização do Sistema Monetário Internacional, calcado em livre mobilidade de capitais e taxas de câmbio flutuantes.
- na reprodução do dilema de Triffin nos anos 90, onde a moeda-chave do sistema é emitida por um país que tem uma posição cada vez mais frágil em suas contas externas (EUA), o que impõe dúvidas crescentes quanto à sustentação dessa moeda como moeda de reserva do sistema.

Se estas são de fato as fontes de instabilidade do sistema, como já apontado por Minsky²⁵, podemos concluir que uma mudança das convenções de mercado não pode ser obtida *apenas* mediante uma maior regulamentação dos mercados financeiros, como, por exemplo, pela obrigatoriedade do uso de colaterais em todas as operações nos mercados OTC de derivativos e pela ampliação da existência de *clearing houses* que promovam um maior *disclosure* das informações sobre as operações e sobre os participantes deste mercado, como defendido por vários autores que discutem tais questões²⁶. Estas soluções parecem insuficientes para conduzir a uma solução satisfatória para o problema em questão.

Mais especificamente, tomando-se em conta os objetivos deste estudo, tais barreiras à diminuição da percepção de risco (e portanto da preferência pela liquidez dos agentes que operam nos mercados financeiros globais) impõe limites de difícil transposição a uma diminuição dos retornos futuros *exigidos* de ativos instrumentais quando comparados ao retorno esperado do investimento em ativos financeiros, o que conduz a menores inversões em ativos instrumentais e uma maior preferência por ativos financeiros, contribuindo para o aumento da

²⁵ Ver Minsky, 1986.

²⁶ Ver OECD, 1995.

atividade financeira especulativa e uma concomitante diminuição da geração de renda e emprego em todo o globo.

Assim, podemos concluir que:

1. a formatação de um modelo institucional voltado à busca de participação mais sólida dos investidores institucionais num sistema de investimento e/ou financiamento de longo prazo de ativos instrumentais não é *condição suficiente* para atrair os capitais sob o comando de tais agentes para a esfera produtiva, ou seja: *a natureza contemporânea do capital financeiro não tem sensibilidade plena à formatação institucional dos diversos países, movendo-se por uma dinâmica própria, calcada em determinantes estruturais, como os destacados acima.* Desta feita, conclui-se que a transformação da atuação dos agentes que atualmente são centrais na reprodução da dinâmica de acumulação financeira em andamento exige componentes outros que apenas aqueles ligados à esfera da re-regulamentação.

2. Os fundamentos que geram a instabilidade macroeconômica do sistema (apontados acima) são de difícil transformação e não parecem caminhar no sentido de uma alteração espontânea (via mercado).

Sendo assim, a transformação dessa dinâmica de acumulação financeira parece indicar a necessidade de uma ruptura mais abrupta do sistema. O custo social de tal aparente solução, no entanto, obriga à busca de novas saídas. No tocante aos fundos de pensão, apenas uma intervenção calcada em escolhas feitas democraticamente pelo conjunto da sociedade que está sendo excluído dos benefícios do agigantamento do setor financeiro, aliada a uma participação mais ativa e consciente dos participantes destes fundos (atuais e futuros contribuintes e beneficiários), parece poder levar tais agentes a uma forma de conduta não-entrópica em sua atuação no mercado.

CAPÍTULO 3

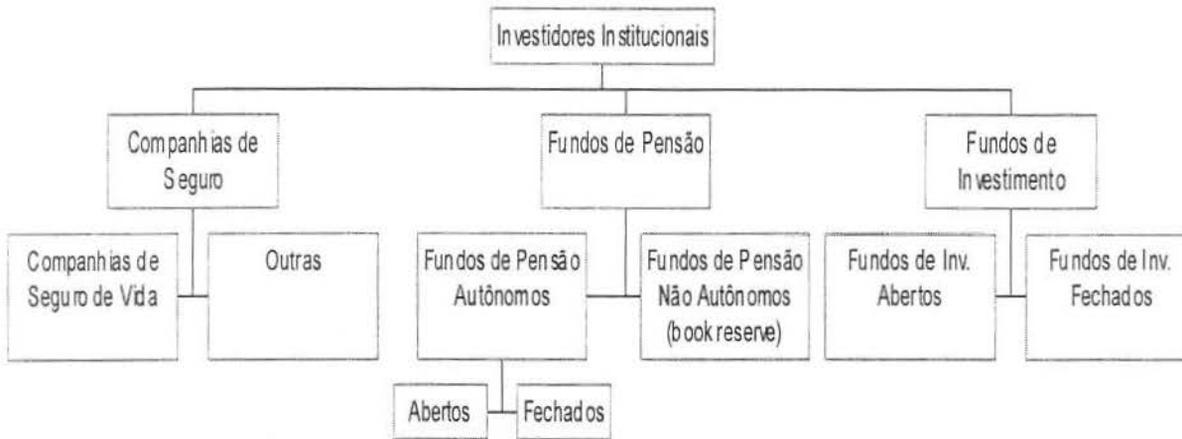
OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS:

AGENTES CENTRAIS DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO

OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os Investidores Institucionais reúnem fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento, conforme o diagrama abaixo.

Quadro 2 – Investidores Institucionais



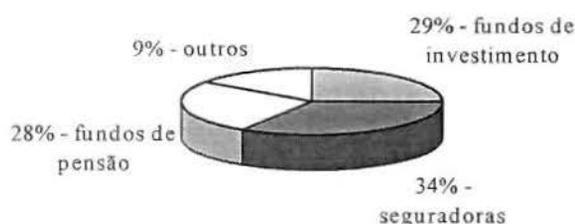
Os investidores institucionais passaram a figurar, principalmente a partir do início dos anos 80, como agentes de extrema importância na construção da nova institucionalidade do sistema financeiro mundial. Os motivos de seu crescimento e sua relevância no atual contexto do capitalismo contemporâneo são destacados a seguir.

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: FATORES DE CRESCIMENTO

O fator comumente apontado como responsável pelo vertiginoso crescimento dos investidores institucionais é o crescimento demográfico,

característico da segunda metade do século XX. A falência dos sistemas de seguridade social nos países centrais alia-se a este fator para, juntos, constituírem uma explicação do porquê de tal crescimento.

Gráfico 2 - Total de Ativos Financeiros por Tipo de Investidor Institucional - 1999



Fonte: OECD, 2001.

Defende-se que tais fatores, ainda que façam parte do conjunto que compõe o entendimento do crescimento dos investidores institucionais particularmente no período posterior à segunda Grande Guerra, não são suficientes para uma completa compreensão do fenômeno de seu crescimento. Tomando por base principalmente Clark (2000), apresenta-se um modelo mais completo que permita um claro entendimento dos motivos que levaram os investidores institucionais a tornarem-se grandes aglutinadores de massas de capital contemporaneamente. Importa destacar que tal crescimento dos ativos dos investidores institucionais deu-se de forma muito mais acentuada nos países anglo-saxões que nos países da Europa continental (à exceção de Holanda e Suíça) ou em outra região qualquer do mundo.

As condições que determinaram o crescimento dos investidores institucionais podem ser divididas em três conjuntos de fatores. Os *fatores de primeira ordem* compõe-se de:

1.1. iniciativas relativas à promoção do instituto da seguridade para algumas categorias de servidores públicos e também da iniciativa privada ainda no século XIX, tais como a de Bismarck na recém unificada Alemanha em 1870 e a criação das *friendly societies* (entidades destinadas a prover a seus membros uma renda em caso de doenças, envelhecimento ou invalidez) na Grã-Bretanha (Blake, 1995, p. 6) ou mesmo as discussões que deram corpo ao *Social Security Act* de 1935 nos EUA.

Tais iniciativas, ainda que ligadas à promoção de sistemas públicos de seguridade social, mostravam o despertar das sociedades capitalistas para os problemas relativos à inexistência de sistemas de seguridade que conferissem algum grau de segurança ao trabalhador em seu período inativo ou frente à inesperada invalidez. Tais movimentos estão, no fundo, intimamente relacionados com o crescimento das sociedades de consumo de massa e da democracia representativa, principalmente no caso dos países anglo-saxões. A primeira Guerra Mundial, na qual pela primeira vez trabalhadores comuns foram recrutados para defenderem seus países do inimigo estrangeiro, e a ascensão do comunismo no leste da Europa, impuseram mudanças sociais de monta a estas sociedades, dentre as quais destacam-se o fortalecimento dos movimentos trabalhistas e a conquista de boa parte de suas aspirações sociais [Polany, 1992 (1944), p. 191].

1.2. O crescimento das relações de trabalho de longo prazo de duração, durante a primeira metade do século XX, ocorreu tanto no âmbito privado quanto no público. Enquanto o setor público absorvia cerca de 3% da força de trabalho em 1890 na Grã-Bretanha e cerca de 2% nos EUA no mesmo período, essa relação passou para 25% em ambos os países por volta de 1950 (Clark, 2000, p. 50). A

construção dessa relação de trabalho mais estável permitiu o alargamento de horizonte necessário para que o período de inatividade pudesse ser encarado com maior poder de previsão por parte dos indivíduos que ingressavam no setor público ou em grandes corporações privadas.

O crescimento dos instrumentos de seguridade no setor público funcionou, inclusive, como um parâmetro para o estabelecimento de sistemas de benefícios de seguridade também no setor privado, na medida em que este crescia e competia pela mão-de-obra especializada disponível. Apenas a existência de um parâmetro, no entanto, não garantiria a extensão do sistema de seguridade ao setor privado. A atuação dos sindicatos, tais como o *United Steelworkers of América* e o *United Auto Workers*, nos EUA, foi decisiva para o estabelecimento da prática do oferecimento de benefícios colaterais relacionados à questão da seguridade. Após a segunda Grande Guerra, o grau de cobertura da força de trabalho no que se refere a planos de pensão cresceu de 22,5% em 1950 para 48% em 1970 nos EUA. Na Grã-Bretanha, este percentual passou de algo próximo aos 15% antes da Guerra para 50% em 1965 (Clark, 2000, p. 51).

1.3. O poder desproporcional da grande corporação americana (bancos inclusive, cujo interesse no setor de produtos financeiros é evidente) e a inclinação cultural dos países anglo-saxões de buscarem soluções de mercado para problemas coletivos afastaram a opção por uma ampliação dos sistema de seguridade pública que ofuscasse a necessidade de buscar-se no mercado uma garantia complementar. Em geral, os sistemas públicos dos países anglo-saxões são compostos por três pilares. Um pilar de cobertura universal voltado à concessão de uma renda mínima, que funciona como uma rede de segurança contra a miséria absoluta na fase de inatividade; um segundo pilar relativo aos servidores públicos, com baixa

taxa de reposição²⁷ e um terceiro pilar, complementar e calcado em planos individuais de aposentadoria e/ou em planos de seguro privados e individuais. Os determinantes de primeira ordem dão a referência de transformação institucional para que outros determinantes pudessem fazer-se sentir e contribuir para o crescimento acelerado dos investidores institucionais. Na seqüência, destacam-se os *determinantes de segunda ordem*. São eles:

2.1. O crescimento econômico e demográfico observado após a segunda Grande Guerra. O período da chamada *golden age*, ou os 30 *gloriosos* anos que separam o final da segunda Grande Guerra à metade da década de 70 mostrou-se como um período no qual aliaram-se rápido crescimento da renda e do emprego. Reunindo este fato à existência e manutenção de relações estáveis de trabalho, tem-se a base para o crescimento acelerado dos ativos principalmente dos fundos de pensão em todo o mundo capitalista.

2.2. A ampliação da legislação anti-discriminação aumentou sobremaneira a taxa de cobertura da população e o número absoluto dos indivíduos cobertos pelos planos de aposentadoria e pensão tanto dos trabalhadores do setor público quanto do setor privado.

Por fim, tem-se as *condições de terceira ordem* que explicam o crescimento dos ativos dos investidores institucionais, principalmente nos países de língua inglesa.

3.1. A habitualidade da incorporação dos benefícios de seguro ou de planos de aposentadoria e pensão nos contratos de trabalho tornou-se uma característica dos países centrais desde pelo menos o final da segunda Grande Guerra (Clark, 2000, p.

²⁷ Nos EUA, a taxa de reposição para os servidores públicos é de 30% do valor da última remuneração. No Reino Unido, esta taxa varia de acordo com os anos de contribuição do segurado ao sistema (aposentadoria = $1/80 \times$ último salário da ativa \times número de anos de contribuição). Na hipótese de o servidor público ter contribuído durante quarenta anos, a valor de sua aposentadoria será de 50% do salário da ativa (Rabelo, 2001).

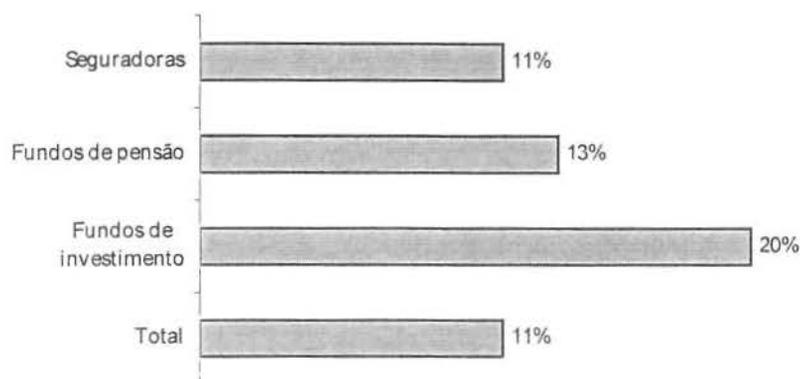
54). Enquanto o instrumento do seguro é largamente utilizado em países como a Alemanha, a instituição de planos de aposentadoria e pensão nos contratos de trabalho nos países anglo-saxões alastrou-se com vigor principalmente nos primeiros trinta anos após o fim da Guerra.

3.2. A exigência legal de que os fundos de pensão passassem a ser *fully funded*, isto é, que estivessem em equilíbrio do ponto de vista atuarial e a efetiva punição àqueles que desrespeitassem tais regras ampliou o volume de ingressos nos fundos de pensão anglo-saxões decorrentes tanto das contribuições de empregados quanto das empresas. Particularmente decisivas foram as instituições do *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) em 1974 nos EUA e do *Social Security Pension Act* em 1975 na Grã-Bretanha.

3.3. A construção legal e institucional que permitiu a reunião sob um mesmo agente de milhares de participantes que têm afinidades tais como pertencerem à mesma categoria profissional ou serem servidores públicos de um mesmo estado da federação. A possibilidade de instituir-se fundos de aposentadoria complementar para categorias profissionais e para funcionários do setor público ampliou o espectro de agentes que passaram a ter acesso aos benefícios oferecidos por fundos de pensão e/ou seguradoras.

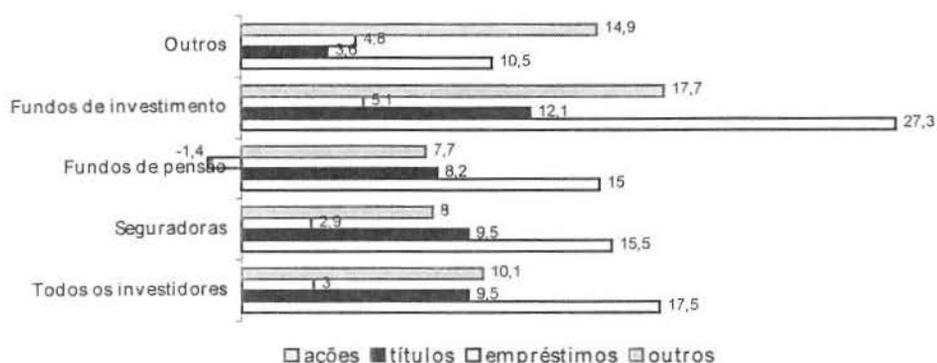
3.4. O crescimento dos fundos de pensão e das companhias seguradoras abriu caminho para o crescimento vertiginoso também dos fundos de investimentos. A própria estrutura financeira dos países nos quais os investidores institucionais mais cresceram (os anglo-saxões) espelha em grande parte o poder destes agentes para moldarem à sua escolha o sistema de financiamento vigente.

Gráfico 3 - Taxa Anual Média de Crescimento dos Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais 1991-1999



Fonte: OECD, 1999 e OECD, 2001.

Gráfico 4 - Investidores Institucionais: Taxa Anual Média de Crescimento dos Ativos Financeiros em Carteira por Tipo de Ativo - 1991-1999

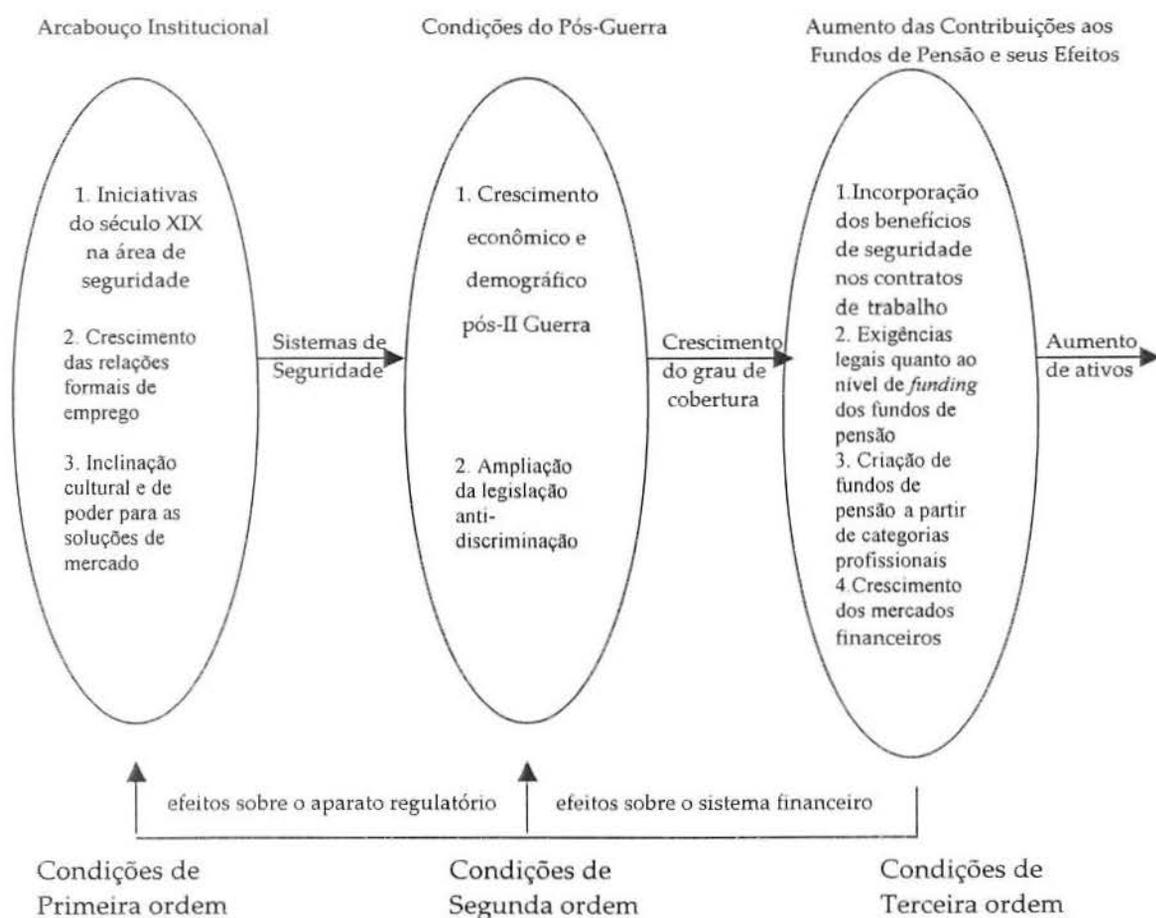


Fonte: OECD, 1999 e OECD, 2001.

O crescimento dos produtos financeiros característico dos anos 80 e 90 (inclusive em sua vertente de instrumentos derivativos), dentre os quais destacam-se os fundos de investimento, pode ser entendido como resultado da pressão exercida por outros investidores institucionais (particularmente os fundos de pensão) por ativos que possibilitem uma adequada diversificação de portfólio e a

busca de uma maior rentabilidade. Tal movimento de expansão dos fundos de investimento tem sua explicação completada com a discussão feita no capítulo 2 sobre o acirramento da concorrência bancária que é, em última instância, fruto do crescimento da finança direta e portanto também resultado do crescimento dos fundos de pensão e das companhias seguradoras. Estes agentes inegavelmente vêm direcionando suas aplicações para o mercado financeiro, particularmente os mercados de ações e de títulos corporativos de renda fixa (*bonds*).

Quadro 3 - Fatores Explicativos do Crescimentos dos Ativos dos Investidores Institucionais



Fonte: Elaboração própria a partir de Clark (2000).

Do exposto, depreende-se a importância relativa significativamente maior dos fundos de pensão dentre os demais integrantes do conjunto que recebe o nome de investidores institucionais. Sua maior importância relativa deve-se não ao fato de seus ativos terem crescido a maiores taxas desde o imediato pós-Guerra, mas sim porque foi a partir do crescimento dos fundos de pensão e de sua atuação no mercado como agentes demandantes de produtos que permitissem uma maior distribuição de riscos de portfólio que os fundos de investimento floresceram. As seguradoras chegam mesmo a perder terreno para os fundos de pensão, em países anglo-saxões, na medida em que aumentaram as opções de planos de aposentadoria e pensão²⁸. Mais abaixo, ao discutir-se a relevância atual dos investidores institucionais, destacar-se-ão outros motivos que conferem a este agente a primazia na análise do papel dos investidores institucionais no capitalismo contemporâneo.

O crescimento dos investidores institucionais e particularmente dos fundos de pensão, no entanto, não se deu de modo uniforme nem mesmo entre os países centrais. Em países como Alemanha, e Itália, por exemplo, o estoque de ativos dos fundos de pensão em relação ao Produto Interno Bruto destes países não ultrapassa os 5%. Nos principais países anglo-saxões, por outro lado, esta relação gira em torno dos 70%.

²⁸ A Tabela "Ativos de Cidadãos (*Households*) Junto aos Investidores Institucionais", apresentada à página 56, mostra uma estagnação ou mesmo decréscimo (no caso dos EUA) dos ativos dos cidadãos junto às seguradoras e um forte crescimento dos ativos junto aos fundos de pensão como porcentagem do total de seus ativos financeiros.

**Tabela 5 - Ativos dos Fundos de Pensão
(% do PIB)**

	1990	1993	1995	1997	2000
Grã-Bretanha	55,0	72,7	68,7	83,1	85,1 ^a
EUA	44,9	54,4	59,4	72,5	69,9
Holanda	81,0	83,0	88,0	102,0	115,2
Alemanha	2,9	2,5	2,7	2,9	3,3
Canadá	31,3	34,0	38,6	43,0	44,3
Suíça	60,3	60,6 ^a	72,5 ^a	75,1 ^a	101,5 ^a

Fonte: OECD, 1999 e OECD, 2001.

a. dados do ano anterior.

No diagrama explicativo dos fatores de crescimento dos ativos dos investidores institucionais apresentado acima, nenhuma das condições de primeira ou de segunda ordem deixa de estar presente tanto nos países da Europa continental quanto nos países anglo-saxões, à exceção da inclinação cultural e de poder para a busca de soluções de mercado próprio aos países anglo-saxões. As condições de terceira ordem, no entanto, diferem totalmente entre os dois conjuntos de países.

Na Alemanha, por exemplo, a prática do *book reserve*²⁹ faz com que os recursos dos fundos de pensão não sejam direcionados ao mercado financeiro, mas funcionem como uma forma de auto-financiamento para as empresas patrocinadoras dos planos de pensão. O sistema de financiamento que se constrói a partir daí é um sistema internalizado, não-intermediado pelos agentes do mercado

²⁹ No sistema de *book reserve* as contribuições dos empregadores e dos empregados formam uma reserva contábil que é utilizada pelas empresas para seu auto-financiamento. A responsabilidade pelo pagamento dos benefícios de aposentadoria ou pensão (ou outros, se houver a previsão) é assumida também pelas empresas. Como a taxa de remuneração das reservas acumuladas para a concessão de benefícios é menor que a taxa de remuneração do capital empregado em funções pelas empresas, o sistema acaba funcionando como uma fonte de financiamento de baixo custo para as empresas alemãs.

financeiro. Todo um desenvolvimento ulterior do próprio mercado financeiro fica restringido por esta prática de finança direta.

Nos países de língua inglesa, por outro lado, as condições de terceira ordem elencadas foram plenamente adotadas. Tal prática elevou os fundos de pensão e, na esteira do crescimento destes, os fundos de investimento, à condição de *agentes centrais de seus sistemas financeiros*. Foram os fundos de pensão que passaram a pressionar o mercado, por meio da injeção maciça e crescente de recursos, para que este criasse novos produtos que atendessem sua demanda por diversificação de portfólio e maior rentabilidade, dando margem inclusive ao surgimento e proliferação dos mercados de instrumentos derivativos.

Paulatinamente, a relevância dos fundos de pensão extravasa fronteiras, na medida em que a própria legislação permite a aplicação de parte de seus recursos em mercados forâneos (daí o efeito das condições de terceira ordem sobre as condições de primeira e de segunda, como exposto no diagrama acima). Sua pressão por transformações institucionais passa a se fazer sentir, a partir daí, também nos mercados periféricos, os chamados mercados emergentes, para onde seus recursos acorrem. *Desta pressão, aliada à necessidade e ao desejo de obtenção de recursos por parte destes países, têm início e aprofundam-se as quedas nas barreiras ao ingresso de investimentos estrangeiros nestes mercados e a conseqüente fragilização e maior exposição dos sistemas financeiros dos países periféricos às oscilações de humor dos agentes e dos mercados financeiros internacionais.*

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: RELEVÂNCIA CONTEMPORÂNEA

Observados os fatores de crescimento dos investidores institucionais, destacam-se quatro pontos principais que manifestam *especificamente* sua importância no contexto contemporâneo:

1. Os investidores institucionais reúnem as pequenas poupanças individuais de uma grande parte da população, principalmente nos países centrais. Isso não apenas alavancou o montante de recursos que passou a circular na esfera financeira da economia mundial como também, e principalmente, inseriu os pequenos poupadores de uma forma decisiva neste circuito.

Tabela 6 - Ativos de Cidadãos (Households) Junto aos Investidores Institucionais

Como uma porcentagem dos ativos financeiros totais dos cidadãos (households)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
EUA										
Cias. De Seguro de Vida	6,5	6,4	6,7	7,0	7,2	7,1	7,0	6,9	6,2	6,0
Outras Cias. Seguradoras	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	0,7
Fundos de Investimento Abertos	5,6	6,5	6,8	7,2	6,8	7,7	8,4	10,0	10,2	11,0
Fundos de Investimento Fechados	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Fundos de Pensão Autônomos	17,0	17,8	18,2	18,9	19,0	19,6	20,2	21,3	20,8	19,9
CANADÁ										
Cias. De Seguro de Vida	10,8	11,1	10,9	10,9	10,7	10,9	10,6	10,7	10,1	9,9
Fundos de Pensão Autônomos	17,0	17,4	17,7	18,1	18,9	19,5	20,0	21,6	21,0	21,0
FRANÇA										
Cias. De Seguro de Vida	10,0	10,8	12,0	12,7	15,4	17,5	19,1	20,0	21,3	20,0
Outras Cias. Seguradoras	3,1	2,8	2,8	2,6	2,7	2,7	2,5	2,3	2,4	2,3
Fundos de Investimento Abertos	14,3	15,0	15,7	13,7	12,3	10,0	8,6	7,7	8,7	8,0
JAPÃO										
Cias de Seguro	21,0	21,7	23,0	24,0	24,7	24,8	25,1	25,6	18,1	17,0
Fundos de Investimento	4,2	3,5	3,7	3,3	2,8	2,8	2,6	2,3	6,3	6,0
REINO UNIDO										
Cias. De Seguro de Vida	18,0	19,0	20,0	22,0	22,0	23,0	..	..	..	..
Fundos de Investimento Abertos	2,0	1,0	2,0	2,0	3,0	3,0	..	..	..	..
Fundos de Pensão Autônomos	26,0	26,0	26,0	28,0	26,0	26,0	..	..	..	..
ALEMANHA										
Cias de Seguro	21,8	20,1	20,3	20,1	21,0	21,3	21,5	21,0	21,4	21,0
Fundos de Investimento Abertos	4,2	4,7	5,7	6,4	7,5	7,6	8,0	7,9	8,3	10,0

Fonte: OECD, 1999; OECD, 2001.

Por um lado, as poupanças amealhadas individualmente com vistas ao período de aposentadoria passaram a ser reunidas pelos fundos de pensão e alocadas nos mercados financeiros nacionais e internacionais, ligando, dessa forma, a renda futura esperada de milhões de cidadãos às oscilações destes mercados

financeiros. Por outro lado, os fundos de investimento passaram a atrelar uma parcela cada vez maior da riqueza destes cidadãos às mesmas oscilações daqueles mercados, gerando um componente, cada vez mais relevante, que liga as decisões de gasto corrente de consumo às variações de preços deste mercado.

2. Os Investidores Institucionais, na percepção de alguns estudos (Davis, 1993; Davis, 1995), ao reunirem *individualmente* valores da ordem de bilhões de dólares, têm, por um lado, a capacidade de tornarem os mercados de *securities* onde decidem atuar mais líquidos³⁰ e menos instáveis. Os fundos de pensão atuam no sentido de tornar os mercados menos voláteis, dada sua característica de tomar posições de longo prazo, seja no mercado de ações, seja no de títulos públicos ou privados. Os fundos de investimento, por sua vez, agiram como *market makers*, dado seu horizonte de aplicação de mais curto prazo e sua posição mais especulativa em relação a outros agentes de mercado, principalmente no caso de fundos como os *hedge funds*, também contribuindo para a ampliação da liquidez dos mercados onde atuam.

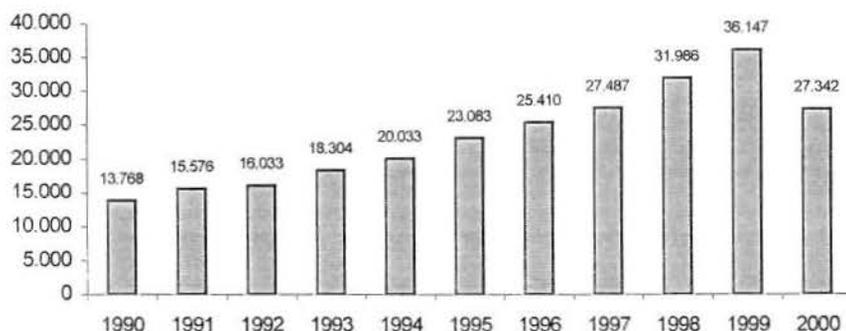
Mais coerentes com o comportamento observado dos Investidores Institucionais, principalmente em mercado pouco desenvolvidos, de baixa liquidez e que contem com pequenos volumes transacionados (como no caso da maior parte dos mercados ditos emergentes), outros estudos (Pesando, 1992; Blommestein, 1995; Blommestein e Bilotft, 1995; Guttman, 1997b) apontam para os investidores institucionais como agentes que têm, cada vez mais e principalmente em períodos de tensão, a possibilidade de gerar grandes movimentos nos preços dos mercados

³⁰ Um mercado líquido é um mercado no qual uma transação individual não interrompe ou abala fortemente a continuidade do funcionamento normal do mercado, vale dizer, que não trás fortes abalos de preço dos ativos transacionados neste mercado. Em mercados líquidos, os preços dos ativos constituem-se, assim, em sinais confiáveis para a tomada de decisões de investimento (Blommestein e Bilotft, 1995, p. 300).

de *securities* em todo o mundo ao entrarem ou retirarem-se maciçamente destes mercados, atuando assim como agentes desestabilizadores, ampliando a volatilidade dos preços dos ativos transacionados nestes mercados. Esse comportamento de “manada” dar-se-ia em função destes agentes usarem, em geral, os mesmos modelos de comportamento para a economia, a mesma tecnologia de informação, focando as mesmas notícias, além de adotar uma diversificação de portfólio e estratégias de *hedge* similares (Blommestein e Bilotto, 1995, p. 299; Blommestein, 1995, p. 50 e 51).

Pode-se afirmar, também, que os investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão, não agem como *market makers* posto que o papel fundamental de um *market maker* é conferir liquidez nos mercados ao promover ações de compra ou de venda que garantam a continuidade do funcionamento normal destes mercados, no sentido de manutenção de um certo padrão aceitável (baixo) de volatilidade dos preços dos ativos. Ao deslocarem-se todos na mesma direção, os investidores institucionais acabam por diminuir a liquidez do mercado.

**Gráfico 5 - Ativos Financeiros dos Investidores
Institucionais nos Países da OECD
(US\$ bilhões)**



Fonte: OECD, 1999 e OECD, 2001.

3. Os investidores institucionais geraram o impulso para a construção de grande parte dos novos instrumentos financeiros criados e desenvolvidos nestas duas últimas décadas. De mercados formados basicamente por títulos corporativos (*bonds*), títulos públicos e ações, os mercados financeiros passaram a oferecer um sem número de opções para os investidores, com a culminância do brutal crescimento do mercado de derivativos e da paulatina predominância de mercados *over-the-counter* (OTC's) principalmente a partir do início da década dos 90³¹. Os mercados OTC são mercados não regulamentados que trouxeram dois claros benefícios para os agentes que neles passaram a atuar:

- 1) a maior flexibilidade quanto à forma da combinação de instrumentos e prazos para cada transação, configurando um ambiente no qual existe a possibilidade de ter-se um instrumento moldado de acordo com as necessidades de cada agente envolvido na transação.

³¹ Um derivativo é um instrumento de transação financeira cujo valor final deriva da evolução do preço de um ativo de referência (um índice, uma taxa – de juros, de câmbio, etc. – ou o valor de um outro bem qualquer, como uma *commoditie*). Em sua versão básica, um derivativo pode ser um *contrato futuro* ou um *contrato de opções*. No contrato futuro, uma das partes envolvidas no contrato se obriga a vender e a outra se obriga a comprar um certo montante de um ativo específico por um certo preço numa determinada data futura. Nos contratos de opções, o comprador (do contrato derivativo) paga um prêmio a um outro agente pelo direito de comprar (opção *call*) ou vender (opção *put*) um certo montante de um ativo específico a um certo preço (*strike price*, ou preço de referência) ao longo de um certo período (modelo americano) ou em uma determinada data futura (modelo europeu). As partes contratantes podem ser chamadas a cobrir margens de seu contrato toda vez que houver uma diferença maior que a aceitável (por contrato ou convenção do mercado) no valor da obrigação a ser paga na data futura por uma das partes envolvidas. Essas *chamadas de margens* são feitas pelas *clearing houses* que existem em mercados organizados. Os mercados OTC não possuem necessariamente *clearing houses*, sendo os contratos feitos entre os agentes envolvidos sem intermediários (contratos principal-principal), diretamente entre os *dealers* (grandes instituições financeiras internacionais, em geral bancos) e os usuários finais (fundos de pensão, companhias seguradoras). Os contratos, por não estarem submetidos às regras daqueles transacionados nos mercados organizados, permitem uma maior adequação dos termos dos contratos às necessidades específicas das partes envolvidas (BIS, 1998).

2) a inexistência de taxa de corretagem cobrada por agentes intermediários³².

**Tabela 7 - Mercado Mundial de Instrumentos Financeiros Derivativos –
Mercados Organizados**

Valores nominais de final de ano (US\$ bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	2.292	3.523	4.641	7.771	8.863	9.189	9.880	12.202	13.549	13.604	14.268
Futuros de Juros	1.454	2.157	2.902	4.959	5.777	5.863	5.931	7.489	7.702	7.913	7.892
Opções de Juros	599	1.076	1.385	2.362	2.624	2.742	3.278	3.640	4.603	3.755	4.734
Futuros de Câmbio	16	18	25	35	40	38	50	52	38	37	74
Opções de Câmbio	56	61	80	76	56	44	47	33	19	22	21
Futuros de Índices	70	77	81	110	128	172	196	212	321	343	372
Opções de Índices	96	137	168	230	238	329	378	777	867	1.481	1.121

Fonte: BIS, 1999, p. 151; BIS, 2002; Blommestein e Biloft, 1995, p. 313.

³² Ainda que agentes intermediários (*brokers*) possam existir nos mercados OTC, sua função é pôr em contato *dealers* e usuários finais, não assumindo riscos e portanto representando um custo menor para as partes contratantes.

**Tabela 8 - Mercado Mundial de Instrumentos Financeiros Derivativos –
Mercados Over the Counter (OTC)**

Valores nominais de final de ano (US\$ bilhões)

	1995	1998	1999	2000	2001
Total	47.530	80.317	88.202	95.199	111.115
Contratos de juros	26.645	50.015	60.091	64.668	77.513
Contratos de câmbio	13.095	18.011	14.344	15.666	16.748
Contratos <i>equity-linked</i>	579	1.488	1.809	1.891	1.881
Contratos de <i>Commodities</i>	318	415	548	662	598
Outros*	6.893	10.388	11.408	12.313	14.375

Fonte: BIS, 1999, p. 151; BIS, 2002; Blommestein e Billoft, 1995, p. 313.

* *gap* estimado nos relatórios dos bancos

4. Dos três pontos precedentes, conclui-se que os investidores institucionais não apenas firmaram-se nos anos 90 como agentes centrais dessa nova formatação do sistema financeiro mundial, como são eles que passaram a cumprir a função decisiva que os bancos cumpriram de forma exclusiva antes das transformações recentes do sistema financeiro internacional, qual seja, a de aglutinador de grandes massas de capital na sua forma líquida, direcionador desses recursos ao processo produtivo e/ou ao processo de valorização exclusivamente financeira do capital e, como conseqüência, de incentivador da proliferação de instrumentos e mercados financeiros em todo o mundo, bem como das transformações institucionais (regulatórias, principalmente) referentes aos fluxos e transações financeiras em todo o mundo.

Cumpra, aqui, adiantar-se nas conclusões e afirmar que os investidores institucionais cumprem, hoje, em parceria com outros agentes que permanecem importantes no sistema, tal como os bancos múltiplos, o papel que coube

exclusivamente a estes agentes no processo de concorrência capitalista constituído em fins do século XIX, processo este discutido no primeiro capítulo desta Tese.

Nesta nova etapa de acumulação, no entanto, a esfera financeira ganha importância ímpar para a valorização do capital, realizando de maneira mais mediata o objetivo que é próprio à natureza do sistema, também analisada no primeiro capítulo desta Tese. É nesse aspecto que a contemporaneidade da análise empreendida por Marx sobre a natureza do valor numa economia capitalista faz-se mais presente e clara. O momento presente e os agentes que hoje são centrais no sistema espelham uma evolução histórica de um modo de produção que tem no trabalho sua base de valorização tornada cada vez mais miserável, no sentido de ser apenas uma *referência do valor* criado pelo sistema (ainda que fundamental como referência em última instância), e que caminha cada vez mais na direção da riqueza abstrata, fluída, líquida e, além disso, concentrada.

A DECISÃO DE INVESTIR, A ESTRUTURAÇÃO DO FINANCIAMENTO E OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

A decisão empresarial de investir é precedida, sob todas as formas de arranjo institucional, de uma avaliação, feita por parte dos agentes envolvidos na estruturação financeira deste investimento, a respeito do risco envolvido na operação. Seja na decisão de financiar diretamente esse investimento, decisão que compete ao próprio agente investidor (a partir de recursos próprios) ou a algum agente externo à empresa (como os investidores institucionais através do mercado de capitais), seja na decisão de intermediar o financiamento, decisão esta comum aos bancos, tem-se em conta um cálculo de risco quanto a viabilidade de compatibilização dos prazos de maturação de passivos e de ativos.

A decisão quanto à constituição de fundos próprios à empresa que dêem sustentação aos planos de investimento foi bem tratada por A. Eichner (1972). Em H. Minsky (1986), o papel dos bancos no processo de intermediação da decisão de investimento ganhou sua expressão mais contemporânea. A distinção institucional entre sistemas de financiamento de longo prazo e a razão de ser desta distinção (no sentido de serem expressões do desenvolvimento capitalista próprio a cada país ou região) encontra-se em J. Zysman (1983). Em Keynes (1985) pode-se encontrar a distinção entre os papéis dos agentes que estão envolvidos na estruturação de um sistema de financiamento de longo prazo, a partir do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*.

Para estes autores, a decisão de investir não é uma decisão que envolve apenas o agente inversor, principalmente quando os recursos necessários ao investimento não são obtidos exclusivamente internamente à empresa. Antes, é a decisão de conceder o *finance*, pelos bancos, e a possibilidade destes estruturarem em seus balanços esse adiantamento junto ao mercado (*funding*) que deve ser tomada como questão crucial, ao lado da decisão do empresário quanto à realização ou não do investimento. Tão importante quanto a avaliação empresarial a respeito da demanda futura pelo seu produto (base da decisão de investir) é a avaliação do banco quanto à possibilidade de alongamento, junto ao mercado, do crédito concedido.

No caso de arranjos institucionais onde o mercado de capitais é pouco desenvolvido, é o Banco Central e o mercado interbancário que garantem o *funding* da operação de crédito. Em arranjos nos quais o mercado de capitais é bem desenvolvido, este cumpre o papel de fornecer os recursos necessários ao alongamento do perfil do passivo do banco credor, adequando sua estruturação à decisão de emprestar a longo prazo.

Essa forma de entender o papel dos bancos e do mercado de capitais implica entender o *agente financiador* como crucial nesta dinâmica e não apenas como um intermediário de poupanças entre o tomador/inversor e o poupador. Comumente, esse agente é a *firma bancária*. Seu papel central calca-se no fato de esta ser a portadora da decisão de emprestar a curto prazo (realizar o *finance*) que pode concretizar-se ou não, dependendo de como o banco percebe o risco envolvido nesta decisão. O banco é um agente que forma expectativas e toma suas decisões de realizar ou não o *finance* (crucial para a realização do investimento) calcado nessas expectativas. Os bancos são, portanto, agentes que têm preferência pela liquidez e exercem seu direito de impedir a continuidade do circuito *finance-investimento-poupança-funding* quando sua percepção de risco assim o indicar (Paula, 1999)

O mercado de capitais, no entanto, aparece também como sendo decisivo em ambientes nos quais o mercado de crédito interbancário ou o Banco Central não cumprem o papel de fornecedores de *funding* ao sistema. Seus agentes, como por exemplo os investidores institucionais, também exercem sua preferência pela liquidez ao optarem, ou não, pela aquisição de papéis dos bancos ou diretamente dos agentes inversores. A existência de um grande mercado de capitais, líquido nos termos já definidos anteriormente, atenua o risco percebido individualmente pelos agentes que atuam neste mercado, ampliando sua aceitação dos papéis e viabilizando este como um mercado fornecedor de *funding* ao sistema.

Dessa forma, a decisão de investir é precedida de uma avaliação a respeito do ambiente institucional que cerca o agente investidor e dos riscos envolvidos na decisão de como financiar esse investimento, no mais as decisões mais fundamentais em uma economia capitalista. O sistema bancário e/ou o mercado de capitais têm um papel central na formatação desse ambiente institucional na

medida em que, na ausência da disposição de ambos de disponibilizarem *finance* e *funding*, respectivamente, não se concretiza o investimento, a menos daquele baseado exclusivamente em fundos internos às empresas.

Frente ao exposto, busca-se verificar na próxima seção como se desenvolveram os mercados de crédito e de capitais quanto ao seu papel de fornecer o *funding* necessário ao investimento principalmente na Europa nos últimos anos, bem como as razões para tal evolução, destacando-se o papel dos investidores institucionais como agentes cada vez mais relevantes no processo de transformação destes mercados. Cumpre destacar que um triplo desenvolvimento avançou nesses países no que diz respeito às transformações do seu arcabouço institucional: em primeiro lugar, a ocorrência de uma maior convergência dos mercados provedores de *funding* com o crescimento do mercado de capitais em todo o globo e o encolhimento do mercado de crédito em regiões e países antes exclusivamente baseados neste mercado para a realização da estruturação dos passivos de longo prazo de bancos e empresas. Em segundo lugar, o avanço do processo de privatização em todo o mundo ao longo das décadas de 80 e 90 fez com que os investidores institucionais passassem a estar cada vez mais presentes no controle das decisões estratégicas dos conglomerados financeiro-produtivos através da aquisição de ações, o que mudou, dentro dos conglomerados, a composição de fundos disponíveis para financiar o investimento. Por fim, mudanças institucionais, como àquelas ligadas a transformações na legislação específica dos investidores institucionais, alteraram as condições de percepção de risco por parte desses agentes. Isso ocorreu, por exemplo, com a mudança dos planos oferecidos pelos fundos de pensão, que nos anos 90 rapidamente passaram, principalmente nos países anglo-saxões, de planos de benefício definido para planos de contribuição definida.

A TENSÃO ENTRE AS NECESSIDADES DE LIQUIDEZ DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E AS EXIGÊNCIAS DE LONGO PRAZO PARA A CONSOLIDAÇÃO DO *FUNDING* E DO INVESTIMENTO

A consolidação do financiamento de longo prazo, através da aquisição de papéis que estruturam os passivos dos agentes ofertantes de *finance* (bancos), ou a compra direta de papéis de longo prazo de maturação lançados pelas próprias empresas no mercado de capitais é feita, essencialmente, por agentes que têm passivos de longo prazo de maturação. Numa primeira análise, os investidores institucionais parecem ser, *indistintamente*, os agentes perfeitos para este tipo de operação, principalmente num ambiente onde prevalece o mercado de capitais como meio de consolidação deste financiamento de longo prazo. Sua participação neste tipo de operação, no entanto, não pode ser garantida *a priori*, nem está isenta de uma avaliação de risco por parte desses agentes. A tensão entre as necessidades de liquidez dos investidores institucionais e as exigências de longo prazo para a consolidação do *funding* e do investimento obriga a uma distinção entre estes agentes e a uma análise do comportamento destes frente à decisão de fornecer ou não o *funding*, decisão esta que é tomada, sob condições de incerteza, a partir da análise de certos elementos próprios à natureza de cada tipo de investidor institucional.

Dessa forma, deparamo-nos com questões do tipo: como os investidores institucionais compõem suas carteiras no que diz respeito ao grau de exposição ao risco de liquidez e ao risco de mercado? Seus ativos concentram-se no curto ou no longo prazo quanto aos rendimentos esperados no futuro? Tais questões têm uma resposta, dada pelos administradores de portfólio dos investidores institucionais, que varia de acordo com o tipo de investidor, uma vez que os prazos de maturação de suas obrigações também varia.

Para os fundos de pensão, cuja característica distintiva essencial em relação aos esquemas públicos de previdência é serem baseados em regimes financeiros de capitalização, o período de acúmulo de aportes financeiros por parte de cada contribuinte se estende por muitos anos até que seja necessário efetuar o primeiro desembolso na forma de pagamento de pensões ou aposentadorias para este contribuinte. O prazo de início dos pagamentos pode ser conhecido *a priori*, na maior parte dos casos (à exceção dos pagamentos antecipados de benefícios de risco no caso de invalidez ou morte precoce, de pouco peso relativo no fluxo de desembolso dos fundos de pensão). Isso permite aos fundos de pensão imaturos³³ adquirirem ativos que contenham um maior risco de liquidez ou mesmo um maior risco de mercado.

Também os fundos de investimento fechados incluem-se na categoria de investidores institucionais que podem contar com um maior grau de segurança em relação ao fluxo esperado de desembolsos futuros, dada sua natureza de não permitir a entrada e saída de agentes de suas posições até uma determinada data conhecida previamente, ainda que esta, em geral, seja de prazo muito inferior àqueles assumidos pelos fundos de previdência privada (fundos de pensão).

Para as seguradoras e para os fundos de investimento abertos, o risco da ocorrência de desembolsos inesperados é maior. A ocorrência de sinistros ligados a catástrofes naturais ou mesmo acidentes de grande proporção torna a seguradora um agente mais vulnerável ao risco de liquidez de seus ativos que os fundos de pensão, por exemplo. A possibilidade de uma saída em massa dos indivíduos

³³ Um fundo de pensão imaturo é um fundo cujo valor por período dos desembolsos relativos ao pagamento de benefícios está aquém dos ingressos relativos às contribuições dos participantes no mesmo período. Neste caso, a massa de participantes ainda está em fase de acumulação de reservas, no caso de planos que operem sob regimes de capitalização, ou ainda não começaram a pagar a

investidores de um fundo de investimento aberto torna-o também sensível aos humores do mercado financeiro como um todo. (OECD, 1998).

Dessa forma, relacionar os investidores institucionais ao financiamento de longo prazo exige uma distinção entre estes agentes de acordo com seu grau de tolerância à exposição ao risco de liquidez e ao risco de mercado.

Os fundos de pensão, dada sua natureza, são os agentes privilegiados para a participação em arranjos que visem dar suporte a operações de financiamento a projetos de investimento, por definição, projetos de longo prazo de maturação.

**Quadro 4 - Investidores Institucionais: Indicadores de Perfil
Quanto à Oferta de *Funding***

	Fundos de Pensão	Fundos de Investimento Fechados	Fundos de Investimento Abertos	Seguradoras
Grau de confiança na estimativa temporal de fluxo de desembolsos futuros	Alto	Alto	Baixo	Controlado*
Prazo de maturação dos passivos	Longo	Curto	Curto	Curto

* Controlado estatisticamente com base em distribuições de probabilidades dadas pela observação de eventos passados.

Mesmo para os fundos de pensão, no entanto, estão presentes incertezas relacionadas à valorização futura e à manutenção de um grau desejável de liquidez dos ativos que compõe sua carteira. Essa tensão se agrava com a paulatina passagem dos fundos para uma situação mais madura, na qual o volume dos desembolsos relativos a pensões e aposentadorias começa a se igualar ou mesmo superar o volume dos ingressos de recursos pela via contributória no fundo.

primeira geração de aposentados e têm um pequeno serviço passado, no caso de planos que operem em regime de repartição simples.

Obviamente, esse tipo de incerteza só se aplica aos fundos que operam no regime financeiro de capitalização³⁴ e está muito mais presente em fundos que tenham planos do tipo benefício definido, onde o risco de insolvência está presente em função do contrato estabelecido, segundo o qual um certo valor deverá ser pago regularmente a partir de uma certa data a cada um dos participantes do fundo que se aposentar. Para os fundos cujos planos são de contribuição definida, o risco de receber na aposentadoria um valor menor que o esperado é assumido pelo participante (contribuinte), ainda que uma administração de ativos que não garanta os resultados esperados pelos participantes possa implicar um desligamento dos responsáveis pela administração das carteiras desse fundo ao longo do processo de capitalização. Como as carteiras dos fundos de pensão têm sido cada vez mais, nos últimos anos, administradas por profissionais externos aos próprios fundos, como bancos, por exemplo, o risco associado a uma *performance* abaixo da média do mercado é reconhecido como um risco a ser evitado pelos responsáveis que comporão a carteiras de ativos dos fundos.

O PAPEL DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA CONVERGÊNCIA DOS SISTEMAS DE FUNDING E NA MAIOR RELEVÂNCIA DOS MERCADOS DE CAPITAIS

Os sistemas de *funding* podem ser caracterizados, seguindo a orientação traçada por Zysman (1983), em duas categorias: sistemas calcados no crédito (*credit based*) e sistemas calcados no mercado de capitais (*market based*). Os sistemas de *funding* calcados no crédito, por sua vez, podem ser divididos entre aqueles apoiados fundamentalmente no crédito de bancos oficiais, como no caso do Brasil, ou apoiado essencialmente em crédito oriundo de bancos privados, como no caso

³⁴ Para os fundos de pensão formados pelo regime de repartição simples, ou *pay as you go*, todo o volume de recursos arrecadado por uma geração é utilizado para o pagamento da geração anterior, de modo que não é possível formar-se um fundo passível de ser destinado a qualquer arranjo de financiamento de longo prazo a partir desse modelo.

alemão (ainda que o crédito de agências e bancos governamentais esteja presente de forma significativa também na Alemanha).

O movimento delineado no capítulo 2 marca o início de um processo de aproximação entre estes dois paradigmas. Esta aproximação, na verdade, ocorre de forma mais intensa após o início dos anos 90 e é caracterizada por uma transformação paulatina mas constante do padrão de *funding* calcado no crédito em direção daquele alicerçado no mercado de capitais (Rhodes and Apeldoorn, 1998; Aldrighi, 1999).

Esta aproximação dos sistemas de *funding* foi marcada, desde então, por uma crescente utilização do mercado de capitais como *locus* de colocação de papéis e obtenção de fundos que dessem sustentação às decisões de investimento de longo prazo dos conglomerados financeiro-produtivos em todo o mundo, principalmente na Europa continental, espaço econômico onde historicamente mais profundamente enraizou-se o sistema de *funding* calcado no crédito.

Os dois modelos de *funding* podem ser melhor compreendidos a partir da distinção feita abaixo, que separa o padrão calcado no crédito entre o modelo especificamente alemão e o modelo predominante nos países latinos, colocando-os ao lado do modelo anglo-saxão (*market-based*), explicitando as características principais do ambiente institucional que os formata e delimitando sua capacidade de transformação.

Claramente, o modelo anglo-saxão começou a alargar suas características nos países em que ele já se fazia soberano a partir do início dos anos 80, onde observa-se um dismantelamento da organização trabalhista, dos sistemas de treinamento e educação e dos sistemas nacionais ou mesmo regionais de inovação tecnológica. Não obstante, como fruto do ambiente propício ao afloramento de projetos individuais ligados a novas tecnologias, o volume de projetos de *venture*

capital ampliou-se fortemente, em grande parte apoiado em *funding* fornecido pelos investidores institucionais através do mercado de capitais (ver tabela *Fontes de Capital para Fundos de Capital de Risco nos EUA*).

Quadro 5 - Características dos Modelos de *Funding* Baseados no Crédito e Baseados no Mercado de Capitais: Ambiente Externo

Ambiente Institucional	Modelo <i>market-based</i> (<i>anglo-saxão</i>)	Modelo <i>credit-based</i> (alemão)	Modelo <i>credit-based</i> (latinos)
Papel do Estado	Mudança radical para o modelo de Estado mínimo desde o início dos anos 80.	Estado regulador mais do que intervencionista.	Presença extensiva do Estado como grande proprietário (em declínio desde o início dos anos 90).
Cooperação entre parceiros sociais (fornecedores, trabalhadores)	Relação conflituosa até o final dos anos 80. Agora há um contato mínimo.	Extensiva em nível nacional até os anos 60. Retomada nos anos 80 e 90.	Pactos sociais na Itália e em Portugal nos anos 80 e 90. Problemática na Espanha e na Grécia.
Organização trabalhista	Participação em sindicatos alta até os anos 80. Organização fragmentada nos anos 90.	Alta participação em sindicatos, por sua vez altamente centralizados.	Participação baixa em sindicatos que não de empregados do setor público.
Educação e treinamento	Sistemas de treinamento fragmentados.	Alto grau de participação em treinamento vocacional e profissional.	Baixo grau de participação em sistemas fragmentados de treinamento.
Flexibilidade do mercado de trabalho	Baixo grau de flexibilidade interna (à empresa) e alto grau de flexibilidade externa.	Alto grau de flexibilidade interna e baixo grau de flexibilidade externa.	Baixo grau de flexibilidade interna e externa.
Sistema Nacional de Inovação	Baixo nível de P&D; fraco sistema regional de suporte à inovação.	Alto nível de P&D; sistema de suporte à inovação regionalizado.	Fraco sistema nacional e regional de inovação, excetuada a França.
Financiamento para <i>venture capital</i>	Explosão das companhias de <i>venture capital</i> , porém concentradas regionalmente.	Fraco <i>venture capital</i> ; acesso ao crédito de pequenas firmas feito através de bancos regionais.	Fraco <i>venture capital</i> ; acesso ao crédito de pequenas firmas feito através de bancos regionais.

Fonte: Rhodes & Apeldoorn, 1998.

Quanto ao modelo de *funding* baseado no crédito, este passou a sofrer, principalmente a partir do início dos anos 90, forte oposição em seus pilares sociais. A concorrência entre os capitais materializada pela maior presença dos bancos americanos e principalmente dos investidores institucionais anglo-saxões nos mercados da Europa continental desde os anos 70, acentuada nos anos 90, impôs aos países europeus uma menor regulação dos fluxos de capitais em seus espaços econômicos nacionais, conduzindo a pressões por transformações sociais nos modelos de relação trabalhista, de inovação tecnológica e de treinamento e educação, dentre outros, que davam sustentação àquele arranjo particular da Europa continental.

AS TRANSFORMAÇÕES DO *CORPORATE GOVERNANCE* NA EUROPA

A pressão advinda dos capitais forâneos causou, além das transformações nos padrões de financiamento, uma mudança paulatina porém profunda nas estruturas de governança das corporações européias. De um sistema integrado, calcado em participações acionárias cruzadas entre grandes empresas, bancos e fornecedores, com forte presença do compromisso com sindicatos pela manutenção da empresa como *locus* gerador de renda e de emprego, a Europa continental passou a contar com um maior número de casos em que concessões foram feitas como fruto da maior concorrência com bancos ou empresas estrangeiras ou como exigência dos agentes financiadores estrangeiros, concessões estas geradoras de efeitos sociais perversos, como maiores taxas de desemprego, desorganizações sindicais, transferências de empresas entre regiões (em busca de menores salários), etc.

Algumas medidas que ressaltam a transformação das práticas de governança corporativa européias são a maior busca de transparência das decisões dos conglomerados, privilegiando os *shareholders* em detrimento do padrão que dá

maior atenção aos *stakeholders*³⁵. Segundo Rhodes & Apeldoorn (1998), “as companhias alemãs estão adotando a retórica e a prática do ‘*shareholder value*’ em grande parte por conta de que a *continuidade de sua expansão depende do acesso ao capital internacional*” (p. 413, grifo meu). Uma expressão recente (meados dos anos 90) desse movimento foi a mudança das regras de votação em assembleias de acionistas de algumas grandes empresas alemãs. A Continental, por exemplo, aboliu a regra que limitava os direitos de voto a quem dispusesse de 5% ou mais das ações da companhia. O Deutsche Bank reformulou suas regras de contabilidade, introduzindo o *International Accounting Standard* (IAS) enquanto a empresa Verba, grande grupo de energia e telecomunicações, passou a se utilizar das regras contábeis do *Generally Accepted Accounting Standard* (GAAP). Também em outros países europeus, como a Itália, os grandes grupos estão sendo obrigados a rever seus padrões de conduta para com os acionistas. O grupo Olivetti, por exemplo, passou a ter que publicar quadrimestralmente seus relatórios para acionistas, como exigência de um grupo de acionistas insatisfeitos com o grau de *disclosure* das informações prestadas pelo grupo (Idem. p. 414). Todas estas mudanças refletem o maior poder dos acionistas (não necessariamente majoritários) frente a um ambiente em mudança, onde a garantia de um maior valor para o conjunto de ações da companhia (*shareholders value*) deve ser perseguido como o objetivo maior desta³⁶.

³⁵ O modelo de governança corporativa prevalecente na Europa continental é fortemente calcado nos interesses dos *stakeholders*, o que significa que o processo de decisão e implantação de decisões em uma corporação leva também em consideração os interesses de outros grupos além de seus acionistas, tais como os funcionários, credores, fornecedores, clientes e comunidades, ou seja, grupos com grande gama de interesses comuns com a companhia (Aldrighi, 1999). O modelo de *shareholders*, adotado nos países anglo-saxões, caracteriza-se essencialmente pela supremacia dos interesses dos acionistas e pela existência de poucas restrições ao comportamento predatório do mercado sobre a empresa (via fusões e aquisições abruptas – *hostile takeovers*) (Rhodes & Apeldoorn, 1998).

³⁶ Perseguir a constante ampliação do *shareholders value* significa que a empresa deve: 1. focar seu *core business* (*corporate clarity*); 2. ter como maior objetivo a maximização de lucros; 3. distribuir dividendos

Quadro 6 - Características dos Modelos de *Funding* Baseados no Crédito e Baseados no Mercado de Capitais: Governança Corporativa

Características corporativas	Modelo <i>market-based</i> (anglo-saxão)	Modelo <i>credit-based</i> (alemão)	Modelo <i>credit-based</i> (latinos)
Inflência dos Funcionários	Limitada.	Extensiva através de conselhos de funcionários na organização do trabalho e do treinamento.	Forte influência do “chão-de-fábrica” até os anos 80. Hoje a influência é mínima.
Papel dos bancos	Bancos têm um papel mínimo no controle das corporações.	Bancos Universais têm um papel central no <i>corporate finance</i> e no controle da corporação.	Bancos têm participações importantes na França e Espanha apenas.
Papel do mercado de capitais	Forte papel no <i>corporate finance</i> ; 70% das 100 maiores companhias britânicas tem ações listadas em bolsa de valores.	Pouco relevante. Relativamente pequeno mercado de bolsa de valores.	Pouco relevante. Relativamente pequeno mercado de bolsa de valores.
Garantias do acionista	Controle amplamente disperso por grande número de acionistas. Dividendos priorizados.	Livre transação de participações limitada. Dividendos menos priorizados.	Garantias dos acionistas reconhecidas, mas direitos dos acionistas são restritos.
Controle familiar da empresa	Em geral, separação entre a propriedade via posse de ações e a administração da empresa.	Controle familiar da empresa importante para médias e pequenas empresas.	Amplo controle familiar das empresas, exercido via <i>holdings</i> .
Controle corporativo via mercado	Há espaço para <i>hostile take overs</i> , o que funciona como mecanismo de controle sobre os diretores.	<i>Take overs</i> são restritos. Os diretores estão sob influência direta dos <i>stakeholders</i> .	<i>Take overs</i> são restritos. Pouca interferência externa sobre os diretores.
Administração da corporação	Sistema diretivo de corpo único (<i>one tier board system</i>) que inclui executivos e não executivos.	Sistema diretivo dividido entre corpo de executivos e corpo supervisor (<i>two tiers board system</i>).	Corpo diretivo combina atividades de execução e supervisão.
Incentivos aos diretores	Existência de incentivos que buscam aliar interesses entre a administração e os acionistas (p. ex. <i>stock options</i>).	Existência de incentivos ligados à performance mas de forma limitada.	Incentivos ligados à performance são valorizados (p.ex. <i>stock options</i> na França).

Fonte: Rhodes & Apeldoorn, 1998

aos acionistas de tal modo a cobrir o custo de oportunidade do capital destes acionistas; e 4. Providenciar a mais detalhada e rápida disponibilização (*disclosure*) de todas as informações relevantes de acordo

res institucionais na Europa, particularmente de capital através do mercado de capitais e nos países de encaminhar a questão da cada vez mais relação entre contribuintes e beneficiários dos sistemas públicos de seguridade social, implicou uma aceleração da transformação das práticas de governança corporativa na Europa continental, cujas diferenças para com o sistema anglo-saxão, intrínsecas a um arranjo econômico-social histórico que se inicia com a busca de consolidação das experiências nacionais de industrialização no século XIX e se aprofunda com a *era de ouro*, no pós-guerra, perpassam não apenas a empresa, mas avançam por toda o tecido social. *Dessa forma, a transformação das práticas de governança européias é uma expressão da transformação do próprio capitalismo europeu em suas expressões política, social e econômica e está intrinsecamente ligada às transformações da institucionalidade do sistema financeiro internacional aprofundadas nos anos 80 e 90.*

CONVERGÊNCIA INCOMPLETA E MAIOR ESPAÇO PARA OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

A convergência plena entre o sistema de *funding* calcado no mercado de capitais e o sistema calcado no crédito, no entanto, ainda está longe de ocorrer. Mesmo nos países onde ela mais rapidamente se pronunciou, como nos principais países da Europa continental, a existência de trajetórias históricas diferenciadas na construção não apenas dos sistemas de *funding* e de governança corporativa, mas dos próprios sistemas capitalistas (econômica, social, política e culturalmente diferentes) implica restrições e impossibilidades a essa plena convergência. Deve-se tomar em conta, também, que os sistemas baseados no crédito (dadas as relações de estabilidade que subjazem a eles) apresentam vantagens competitivas em

com padrões internacionais de contabilidade (Aldrighi, 1999).

relação ao sistema *market-based*, principalmente em setores pouco suscetíveis a rápidas mudanças tecnológicas, como os metal-mecânico, químico, farmacêutico e outros.

Não obstante, o crescimento da importância dos mercados de capitais como *locus* de precificação de empresas, como palco da realização de fusões e aquisições e como fonte de captação de recursos vem crescendo nitidamente nos últimos anos nos países cujo sistema de *funding* é *credit based*. Isso levou a uma ampliação do papel dos investidores institucionais como fornecedores de *funding* e provedores de liquidez aos mercados ao agirem como *market makers* nesses mercados e também como agentes ativos nas decisões cruciais de grandes conglomerados financeiro-produtivos.

No entanto, deve-se destacar que a ampliação dos esforços destinados a melhorar as práticas de governança em benefício dos *shareholders* pode implicar, como indicado acima, uma piora das condições dos *stakeholders*, o que pode levar, paradoxalmente, a uma situação desconfortável para aqueles que, em última instância, são os verdadeiros donos dos recursos dos fundos de pensão que estão induzindo tais novas práticas. A transição para um modelo de financiamento *market-based* levou a um aumento da flexibilidade externa do mercado de trabalho e a uma diminuição de sua flexibilidade interna (característica destacada nas tabelas acima), o que significa uma maior rotatividade da mão-de-obra entre empresas e uma menor rotatividade intra-empresa. Destaque-se também a maior fragmentação da organização trabalhista observada em concomitância com o avanço do modelo *market-based* quando comparado com a alta participação da mão-de-obra em sindicatos presente no modelo *credit-based*.

Depreende-se desta transição que os próprios fundos de pensão estão contribuindo decisivamente para a destruição de uma forma de organização do

trabalho que lhe era benéfica em prol de uma nova organização que, a despeito de atender os desígnios do capital, lhe é menos favorável. *Há claramente um movimento no qual as contribuições acumuladas dos milhões de trabalhadores que compõe a massa de recursos dos fundos de pensão estão conduzindo o ambiente institucional a uma transformação que se opõe aos interesses desses mesmos trabalhadores.* Flagrantemente contraditório, tal posicionamento dos fundos de pensão torna clara a necessidade de uma transformação na forma de direcionar os recursos que estão sob seu comando. Tal transformação, no entanto, só pode partir da ação daqueles agentes que hoje são prejudicados pela força de seus próprios recursos.

AS TRANSFORMAÇÕES NECESSÁRIAS

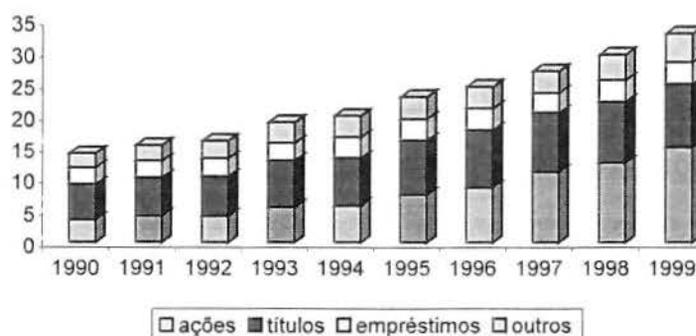
Não obstante terem uma atuação mais ativa no comando dos grandes conglomerados produtivo-financeiros, resta ainda muito por avançar em termos de participação destes agentes no financiamento do investimento produtivo e da reconstrução da infra-estrutura urbana. Em verdade, tais barreiras estão ligadas à já apontada insensibilidade parcial dos fundos de pensão à formatação institucional dos diversos países, movendo-se por uma dinâmica própria, calcada em determinantes estruturais, como os destacados no capítulo 2, e balizada pelo caráter essencialmente financeiro do cálculo capitalista empreendido por tais agentes quando da decisão de como alocar seus recursos.

Os fundos de pensão, considerando uma determinada estrutura regulatória e fiscal sob a qual operam em diferentes países³⁷, ao depararem-se com um ambiente de risco percebido elevado, *optaram* por alocar a maior parte de seu patrimônio nos mercados financeiros em *securities* de alta liquidez e baixo risco

³⁷ Ver Raimundo, 1997.

(como títulos do governo e ações de grandes corporações – em geral em posições minoritárias - negociadas em mercados líquidos), preterindo opções associadas a um direcionamento maciço de recursos a arranjos de *Project Finance* e *Venture Capital*, conhecidos como AIP's (Alternative Investment Products), como também opções de investimento ligadas à construção ou modernização da infra-estrutura urbana, investimentos estes conhecidos como ETI's (Economically Target Investments) ou Investimentos Economicamente Direcionados.

Gráfico 6 - Evolução da Composição dos Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais dos Países da OECD (US\$ trilhões)



Fonte: OECD, 1999; OECD, 2001.

Frente a isso, mesmo considerando que o processo de competição entre os capitais permanece atuante como o fôra no período destacado no primeiro capítulo deste estudo, conclui-se que o livre jogo das forças de mercado não dará conta de reorganizar o sistema e direcionar os potenciais agentes financiadores e os potenciais agentes inversores para a superação dos impasses apontados acima. *É imprescindível ter-se em conta que ao cálculo financeiro soma-se, contemporaneamente, a*

acumulação puramente financeira, num movimento conhecido como financeirização da riqueza (Braga, 2000).

Não abre-se mão da percepção de que:

- O capitalismo contemporâneo está muito mais centrado em sua esfera financeira e conta com diferentes agentes sob uma nova institucionalidade, além de operar sob uma estrutura de riscos diferenciada em relação, por exemplo, aos anos do pós-segunda guerra; e

- O avanço do sistema capitalista, não prescindindo de seus mecanismos básicos de funcionamento (sua natureza), continua tendo nos processos de concentração e centralização do capital os eixos de seu movimento, fazendo com que os anos 80 e 90 representem, dessa forma, uma nova etapa de *aceleração* do movimento de concentração e centralização do capital .

Não obstante, quando se toma em conta o fato de que a forma contemporânea de acumulação prescinde, em parte, do investimento produtivo, conclui-se que a única forma de conduzir os novos agentes aglutinadores de capital com potencial de financiar investimentos de longo prazo de maturação à realização desse potencial passa, ainda que não exclusivamente, por outra via que não apenas a do mercado.

Deixado à lógica do mercado, como mecanismo alocador de recursos, o potencial dos investidores institucionais como agentes financiadores de inversões produtivas e necessárias socialmente perder-se-á em grande parte.

Assim, dentro da nova dinâmica da economia capitalista, com o acirramento de sua lógica especulativa e na esteira de um processo histórico de concentração de capitais, *os investidores institucionais têm o potencial e a necessidade, para sua própria sobrevivência, dada sua posição relativa no sistema e o importante componente financeiro*

*do crescimento de seus ativos, de tornarem-se cada vez mais no século XXI o que os grandes bancos foram nos séculos XIX e XX. Ou seja, os investidores institucionais podem, ao assumir a frente das decisões cruciais³⁸ de grandes corporações num processo mais ativo de comando e controle, atuar como agentes aglutinadores de grandes massas de capital financeiro e produtivo, ampliando sobremaneira a escala dos conglomerados financeiro-produtivos hoje existentes e assegurando, assim, a valorização dos ativos (instrumentais ou financeiros) que garantam sua solvência intertemporal, vale dizer, que garantam o nível adequado de suas reservas para poderem fazer frente a suas obrigações futuras. Podem, ainda, direcionar seus recursos para investimentos que visem recuperar ou aprimorar a infra-estrutura dos centros urbanos por intermédio do mercado de capitais, ajudando a promover, assim, a sustentabilidade do crescimento, condição *sine qua non* para a manutenção do nível de expectativas positivas quanto ao futuro do sistema, fator este fundamental para a consecução da valorização fictícia de seus ativos.*

Este processo, no entanto, não será espontâneo; dependerá, em parte, da vontade das sociedades e de seus governos de formatarem o entorno macroeconômico, institucional, legal e principalmente político necessário para a canalização de recursos e dos esforços dos investidores institucionais para tais finalidades. Caso contrário, a lógica da valorização fictícia do capital sob comando de tais agentes impor-se-á, mesmo que de forma contraditória posto que insustentável a longo prazo, como aliás é da própria natureza do capital.

Apenas esta reformatação institucional, no entanto, não será suficiente. Caso os próprios participantes dos fundos de pensão, estes sim os verdadeiros proprietários da massa de recursos acumulada por estes agentes, não percebam

³⁸ Entende-se que as decisões cruciais de uma corporação referem-se às decisões de longo prazo de onde investir e como financiar o investimento.

que sua postura passiva em relação às escolhas feitas pelos administradores dos fundos no que diz respeito à alocação de capital está-se mostrando destruidora de um ambiente institucional que já lhes foi mais favorável e que seus recursos não estão contribuindo para a construção de um melhor entorno social, pouco poderá ser transformado na atuação destes agentes. Apenas a busca ativa de uma maior participação nas decisões dos fundos de pensão por parte de seus futuros beneficiários pode fazer com que os fundos passem a ter como meta não apenas o máximo retorno financeiro de curto prazo dado um nível de risco aceitável, mas sim possam empenhar-se em investimentos que tragam um retorno para toda a sociedade e que, ao melhorar as condições de realização do capital, acabe por beneficiar aos próprios fundos de pensão e a seus participantes, fortalecendo seus retornos a longo prazo.

CAPÍTULO 4

OS DETERMINANTES DA DECISÃO DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO

A participação dos fundos de pensão na reestruturação econômica da infraestrutura no Brasil pode ser dividida em várias áreas e modalidades. Destacamos aquelas que, no nosso entender, são mais urgentes, do ponto de vista da construção das condições mínimas de competitividade econômica e convívio social. Elas estão incluídas em uma modalidade de investimento conhecida como *Investimentos Economicamente Direcionados (IED)*, que por sua vez são um tipo de *Investimento Alternativo*: habitação, infra-estrutura urbana (portos, aeroportos, geração e distribuição de energia, telecomunicações, saneamento básico, estradas e outros) e desenvolvimento tecnológico.

Os Investimentos Alternativos são definidos por Rabelo (2000) como “investimentos privados, não-tradicionais e de baixa liquidez; como tal, excluem os ativos tradicionais: ações, instrumentos de renda fixa e imóveis”. Ainda segundo o autor, “o maior risco e a baixa liquidez destes investimentos são compensados pela expectativa de obter retornos bem acima da média de mercado”.

Como bem demonstra a experiência internacional, os retornos obtidos com Investimentos Alternativos superou em muito a expectativa inicial dos investidores. Particularmente bem sucedidos foram os investimentos em pequenas empresas com alto potencial de crescimento, os investimentos conhecidos como *venture capital*.

Tabela 9 - Investidores Institucionais da América do Norte: Retornos Sobre a Capital Investido Obtidos com Investimentos Alternativos (%)

Categoria de Investimento	Previsão em 1997	Retorno real em 1999
<i>Venture Capital</i>	17,0	33,5
Fundos LBO	18,0	24,9
<i>Mezzanine Financing</i>	15,0	16,5
TOTAL	17,1	24,0

Fonte: Rabelo, 2000.

Uma classificação dos Investimentos Alternativos é apresentada abaixo:

- a) *Venture Capital*: investimentos de *equity* em empresas com produtos ou receita não desenvolvidos (*seed money*) ou em desenvolvimento.
- b) *Fundos de leveraged buyouts (LBO)*: investimentos de *equity* em empresas abertas ou fechadas que resultam na aquisição de uma parcela significativa ou controle majoritário da empresa.
- c) *Distressed securities*: investimento realizado por meio de aquisição de dívida ou direitos comerciais de empresas que estão em dificuldades financeiras, em processo de reestruturação ou falência.
- d) *Mezzanine financing*: investimento na dívida subordinada de empresas fechadas – o credor participa na valorização da *equity* através de instrumentos de conversão, tais como direitos, garantias ou opções.
- e) *Private equity internacional*: investimentos em *equity* em empresas operando em mercados locais ou em mercados desenvolvidos internacionais ou em mercados emergentes.
- f) *Project Finance* : participação em arranjos financeiros voltados à grandes projetos de reestruturação da infra-estrutura (portos, aeroportos, estradas, ferrovias, etc.) ou projetos industriais de grande porte, como por exemplo programas de petróleo e gás voltados a investimentos na exploração de reservas ou no desenvolvimento de reservas comprovadas.

- g) *Investimentos Economicamente Direcionados (IED)*: investimentos que possuem um componente especial, geralmente relacionado a aspectos geográficos, econômicos ou sociais.

Tabela 10 - Investidores Institucionais da América do Norte: Valores Comprometidos com Investimentos Alternativos (U\$ bilhões)

	1992	1995	1997	1999
Fundações ^a	4	5	10	12
Fundos de Pensão Privados ^b	16	27	37	48
Fundos de Pensão Públicos ^c	16	26	44	92
TOTAL	36	58	91	152

a. fundos relativos a instituições sem fins lucrativos tais como universidades.

b. fundos de pensão cujo patrocinador/instituidor é uma empresa privada ou uma associação de profissionais liberais.

c. fundos de pensão cujo patrocinador/instituidor é uma empresa pública, um ente público da federação ou uma associação de servidores públicos.

Fonte: Rabelo, 2000.

Observa-se um crescimento expressivo nos últimos dez anos dos montantes alocados pelos investidores institucionais em Investimentos Alternativos. Do total dos investimentos, os Investimentos Alternativos ocupam lugar secundário, algo previsível dadas suas características de baixa liquidez e alto risco.

Tabela 11 - Investidores Institucionais da América do Norte: Percentual de Portfólio Alocado em Investimentos Alternativos (%)

	1995	1997	1999
Fundações ^a	10,9	12,8	13,8
Fundos de Pensão Privados ^b	6,7	6,3	7,3
Fundos de Pensão Públicos ^c	4,3	4,9	5,6
TOTAL	6,2	6,3	7,3

a. fundos relativos a instituições sem fins lucrativos tais como universidades.

b. fundos de pensão cujo patrocinador/instituidor é uma empresa privada ou uma associação de profissionais liberais.

c. fundos de pensão cujo patrocinador/instituidor é uma empresa pública, um ente público da federação ou uma associação de servidores públicos.

Fonte: Rabelo, 2000.

Tais características, porém, não impedem que 7,3% do total dos investimentos realizados por fundações e fundos de pensão públicos e privados norte-americanos tenha sido direcionado a este tipo de investimento.

Conhecer os fatores que levariam a um direcionamento espontâneo dos recursos dos fundos de pensão brasileiros a programas de reestruturação industrial ou particularmente de ampliação e reconstrução da infra-estrutura urbana no Brasil, porém, exige um esforço de *compreensão da natureza da tomada de decisão dos fundos quanto à alocação de seus recursos*. Delineia-se abaixo um arcabouço teórico que busca apreender os motivos que levam os fundos de pensão a destinarem parte de seus investimentos a estes tipos de inversão ou que evitam que uma parte maior destes recursos seja direcionada a estes fins.

OS DETERMINANTES MACROECONÔMICOS DA DECISÃO DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO

As decisões de como alocar os recursos que estão sob administração dos fundos de pensão variam de acordo com o cenário macroeconômico estabelecido. A inadequação de um plano de pensão a variações deste cenário pode pôr a perder anos de esforço acumulativo por parte dos participantes do plano. Desta feita, cabe investigar as condições macroeconômicas do Brasil nos anos 90 e suas perspectivas para a primeira década do século que se inicia, para que se possa apontar tendências quanto ao direcionamento de recursos destes agentes ao financiamento do investimento.

O Brasil logrou constituir, nos anos 90, um ambiente macroeconômico caracterizado por inflação contida em níveis moderados, altas taxas de juros, baixo crescimento do produto e explosiva ascensão da dívida pública, tanto em termos absolutos quanto como porcentagem do PIB.

Tabela 12 - Brasil: Indicadores Macroeconômicos

Ano	Inflação (%) ¹	Taxa de juros (%) ²	Crescimento do PIB (%)	Renda média ³	Taxa de desemprego ⁴	NFSP ⁵	Dívida pública ⁶	Dívida pública ⁷
1991	423,85	2.494,26	1,26	-	4,8	1,50	56	36,8
1992	992,91	1.724,71	-0,30	9,2E+01	5,7	4,42	678	37,1
1993	1.936,32	4.010,38	4,43	100,4	5,3	2,42	17.714	32,8
1994	2.111,63	53,25	5,62	106,7	5,1	3,92	153.162	28,5
1995	65,96	41,22	4,22	118,0	4,6	5,23	208.460	32,2
1996	15,52	23,94	2,66	126,7	5,4	3,66	269.193	33,3
1997	5,99	39,79	3,27	129,3	5,7	3,36	308.426	34,6
1998	3,78	31,24	0,22	128,7	7,6	7,51	385.869	43,3
1999	4,85	18,99	0,79	121,6	7,6	7,18	516.578	49,4
2000	5,27	16,19	4,36	120,8	7,1	4,30	563.164	49,5
2001	9,44	19,05	1,51	116,1	6,2	5,16	660.867	53,3

1. INPC; 2. Taxa overnight/SELIC acumulada no mês anualizada (dezembro); 3. Rendimento médio do pessoal ocupado (total real deflacionado pelo INPC; base: jul. 94 = 100); 4. Taxa de desemprego aberto (%) – IBGE; 5. Necessidade de Financiamento do Setor Público no conceito juros reais; 6. Dívida Líquida do Setor Público em R\$ milhões; 7. Dívida Líquida do Setor Público em % do PIB incluindo a base monetária.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números; Revista Conjuntura Econômica, FGV, vários números.

Neste contexto, a explosão da taxa inflacionária passou a ser uma preocupação menor para os administradores de fundos. Sem sombra de dúvida, a estabilidade inflacionária dos anos 90 em muito contribuiu para o crescimento dos planos de pensão e aposentadoria principalmente abertos no país. Tal estabilidade proporcionou um ambiente de maior *percepção de facilidade* de planejamento de longo prazo para os poupadores. Do ponto de vista do investimento produtivo e do financiamento a este investimento, a estabilidade inflacionária também trouxe ganhos *potenciais* inequívocos, tais como uma ampliação deste horizonte temporal de planejamento, algo fundamental à decisão de investir. A evolução dos demais indicadores, entretanto, minaram a construção de um ambiente macroeconômico indutor do investimento produtivo e/ou da reconstrução da infra-estrutura urbana.

Os anos 90 iniciaram-se com a promessa de que o Programa Nacional de Desestatização (PND) e a abertura comercial seriam o início de um processo de reconstrução nacional, desta vez liderado por grandes grupos estrangeiros que aqui instalariam filiais que não apenas promoveriam um *up grade* tecnológico no país, como também renovariam nossa estrutura produtiva (nas indústrias automobilística, de máquinas e equipamentos, química, siderúrgica, etc) e nossa infra-estrutura urbana (em telecomunicações, energia, redes de água e saneamento, estradas, ferrovias, etc). O que se viu, entretanto, foi a consumação de uma situação cada vez mais marcada pela necessidade de suportes financeiros oficiais (via BNDES ou não³⁹) para a manutenção de um quadro que encontra claramente em seus determinantes macroeconômicos os limites à consecução do projeto original.

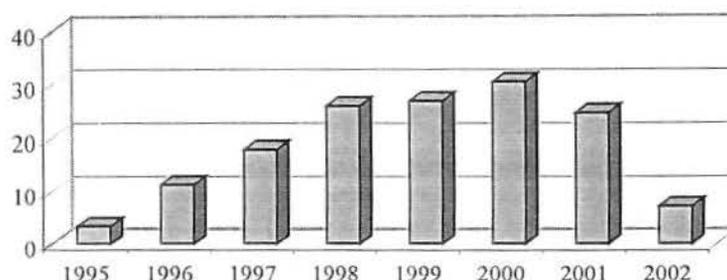
A partir do crescimento da renda, principalmente das classes de menor poder aquisitivo, obtido logo após o início do Plano Real, verificaram-se os maiores índices de crescimento do produto da década com a concomitante utilização de capacidade ociosa por parte das indústrias e o largo crescimento das importações. Na esteira deste impulso, uma tentativa de ampliação da capacidade instalada foi acompanhada de um sentimento de frustração por parte daqueles que produzem no país. A renda daqueles que haviam mais se beneficiado no início do plano de estabilização recuou a níveis anteriores àqueles observados no início do período. Junto com esta, o crescimento do desemprego jogou por terra as perspectivas de elevação das vendas e da produção. A diminuição da renda, em conjunto com o crescimento do desemprego, produziram um ambiente no qual as taxas de crescimento do produto recuaram, criando uma situação de explicitação das raízes do “modelo de estagnação complacente” adotado nos anos 90 e sua limitação como modelo de desenvolvimento.

³⁹ Como por exemplo os acréscimos às contas de energia elétrica criados pelo governo e suportados

Pari passu com a construção de um ambiente de estagnação *estrutural* nos anos 90 esteve o crescimento da dívida pública. A dívida líquida consolidada do setor público decuplicou, em termos nominais, entre 1994 e 2002. Os principais fatores de seu crescimento foram a política de esterilização levada a cabo no período de acentuado ingresso de recursos estrangeiros no país (1998-2001), a assunção de dívidas passadas não reconhecidas pela União e a manutenção de altas taxas de juros remuneradoras dos títulos públicos.

Como principal fator de expansão da dívida pública, a manutenção de altas taxas de juros foi usada como recurso de múltipla função. Em primeiro lugar, ajudou a manter baixa a inflação na medida em que reduzia o ímpeto expansivo do consumo. Além disso, mantinha sob controle o regime de câmbio administrado (e a valorização do câmbio) ao atrair capitais estrangeiros, o que compunha com o objetivo de manutenção da estabilidade inflacionária. A lógica funcionou até o momento em que o mercado cooperou e os ventos foram favoráveis ao ingresso de divisas que acompanhavam os movimentos especulativos de cunho patrimonialista de aquisição de empresas nacionais a baixo preço ou de aquisição de ativos financeiros que prometiam alta remuneração.

Grafico 7 - Brasil: Fluxo de Investimento Direto Estrangeiro (US bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Em dezembro de 1998 veio à tona a fragilidade de um modelo que calcou seus alicerces na areia movediça dos humores do capital financeiro internacional. O ataque contra o câmbio expôs a face ingrata de um projeto de dominação-comdependência que nos abriu a possibilidade real de uma involução sem precedentes em nossa estrutura produtiva.

O crescimento da dívida pública acompanhado de juros bastante atraentes tornou-se, desta feita, o principal obstáculo a ser transposto para que os recursos sob administração dos fundos de pensão possam ser canalizados para o financiamento de investimentos ligados à reconstrução da infra-estrutura urbana e/ou à indústria nacional. Esta é opinião unânime entre os administradores de fundos de pensão e especialistas do setor ouvidos na elaboração desta Tese. Por um lado, o governo encontra nestes agentes clientes cativos na carregação de sua dívida. Por outro, a alta remuneração de um papel que tem, hipoteticamente, baixo risco e alta liquidez, torna o custo de oportunidade de direcionar recursos para outro tipo de investimento demasiado grande, limitando a ampliação do montante destinado a IED's quanto muito às necessidades de diversificação de portfólio.

Desta forma, o efeito positivo, no que diz respeito ao incentivo ao investimento produtivo, trazido pela queda da inflação foi mais que contrarrestado

pelo efeito negativo que a elevada taxa básica de juros causou. O risco capitalista de assumir posições ilíquidas continuou elevado, mesmo em um ambiente de estabilidade inflacionária. Isto ocorreu simplesmente porque *estabilidade inflacionária* não é um sinônimo perfeito para *estabilidade monetária*. A plena recuperação da confiança no padrão monetário (como cumpridor das funções de meio de troca, reserva de valor e padrão de preços) ficou em suspensão frente à permanente possibilidade de brusca alteração nas condições de avaliação da riqueza já existente (papéis de dívida, particularmente a pública) e portanto nas taxas de juros de mercado. Comprometer-se com o longo prazo, sob estas condições, permaneceu sendo uma aventura considerável.

**Tabela 13 - Participação Percentual dos Títulos Públicos
no Total dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil**

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
7,4	6,5	4,0	3,8	4,4	5,7	3,7	6,5	6,3	6,6	11,3	11,3

Fonte: ABRAPP – Consolidado Estatístico, vários números.

A queda da taxa básica de juros envolve como pré-condição, neste contexto, uma retomada do crescimento. Este, porém, está travado pela necessidade governamental de não pôr em risco o principal ativo da mais longa administração dos anos 90: a baixa inflação. Entende-se que o crescimento, ao pressionar as importações e abrir o déficit comercial, colocaria pressão sobre o câmbio o que comprometeria as metas de inflação. Tome-se em conta, também, a necessidade de atrair capitais que sustentem um controle relativo sobre os movimentos da taxa de câmbio.

No modelo de desenvolvimento (mal) derivado do Plano Real, a única alternativa que permite concomitante crescimento com estabilização inflacionária e queda das taxas de juros tem como pré-condição absoluta o reinício de um período

longo e firme de ingresso de capitais estrangeiros. Sem estes e mantendo-se o atual modelo, estamos condenados às mazelas do presente (baixo crescimento, altas taxas de juros, alto desemprego). A disjuntiva que se coloca parece encontrar saída apenas quando forem realizadas ações que rompam com os condicionantes que impediram um bem-sucedido plano de estabilização de operar como *parte* de um conjunto de ações de retomada do desenvolvimento.

Em resumo, a conjunção de concentração excessiva da renda, elevação do desemprego, queda da massa salarial, crescimento vertiginoso da dívida pública, baixo crescimento do produto e altas taxas de juros produziram um ambiente amplamente desfavorável ao investimento produtivo, principalmente aquele com o objetivo de ampliação da capacidade industrial instalada e/ou reconstrução da infra-estrutura urbana. Nesta conjuntura, ficaram postergadas ou frustradas as tentativas de criação ou de viabilização no mercado financeiro de instrumentos que busquem servir à canalização dos recursos dos fundos de pensão ao financiamento do investimento de longo prazo. A própria dinamização do mercado de capitais ficou comprometida e a única forma de fazer com que os recursos dos fundos de pensão possam ser direcionados de modo substancial a outros instrumentos que não os títulos da dívida pública é aquela que menos agrada aos gestores destes recursos: o direcionamento obrigatório na forma de pisos de aplicação e/ou na transformação dos fundos em compradores compulsórios de títulos públicos específicos.

O direcionamento voluntário de parte importante do portfólio para ativos que estejam relacionados diretamente com a retomada do crescimento da economia parece ser, entretanto, a única maneira de evitar que, em breve, os fundos de pensão sejam alvo de mais uma etapa de um perigoso movimento de direcionamento compulsório de seus recursos a objetivos definidos por outros

agentes que não os maiores interessados na boa gestão destes recursos: seus participantes.

OS DETERMINANTES INSTITUCIONAIS DA DECISÃO DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO

A decisão de qualquer agente que opera no mercado financeiro quanto à adquirir ou não um lote de ações ou títulos de um determinado grupo empresarial pode expressar uma opção de curto ou de longo prazo. A posse de ações, por exemplo, pode conferir a seu possuidor algum grau de interferência nas decisões cruciais de uma corporação ao mesmo tempo em que são um ativo líquido, principalmente em mercados largos e profundos, ou seja, com um grande número de ações negociadas diariamente e com um grande volume total de negócios realizados. Desse modo, o mercado de ações é um *lucus* privilegiado para quem deseja operar no curto ou no longo prazo, quer buscando ganhos baseados em uma estratégia de curto prazo de vender e comprar ações diariamente (*short term view*), quer tentando obter um ganho substancial na valorização a longo prazo do papel comprado (*long term view*).

Essa valorização a longo prazo, no entanto, não está garantida *a priori*. Muitas ações apresentam um desempenho (quer em pagamento de dividendos, quer em valorização patrimonial) abaixo do esperado por longos períodos ou mesmo nunca chegam a proporcionar a remuneração esperada *ex-ante*, quando de sua aquisição. O risco envolvido na compra de um conjunto de ações é, assim, maior quanto mais desconhecidos são, por exemplo, os planos de inversão da empresa cujas ações estão sendo adquiridas, as perspectivas futuras de ampliação de mercado de seu produto e sua conseqüente geração futura esperada de lucros.

A diminuição desse componente de incerteza pode ser feita por *instituições*, tais como a presença de contratos, *market makers*, etc. Sua existência, no entanto, não garante a eliminação da incerteza em seu sentido knightiano, ou seja, não garante a eliminação de uma porção de incerteza que não pode ser convertida em risco mensurável, com uma dada distribuição de probabilidades associada a eventos futuros.

A escolha da composição de carteira dos agentes que atuam no mercado de ações é, necessariamente e sempre, uma *escolha de ativos mediante incerteza*. Essa impossibilidade de conhecer o futuro está estritamente ligada a impossibilidade de se saber, *a priori*:

- as futuras inovações de concorrentes em produtos e/ou processos produtivos, o que A. Eichner (1976) chamou de efeito substituição.
- a entrada de novos concorrentes no mercado.
- a intervenção governamental e suas conseqüências.
- o comportamento futuro da demanda pelos produtos da corporação.

Também as decisões relativas à ampliação da participação de Investimentos Alternativos no portfólio dos agentes que atuam no mercado financeiro está sujeita à lógica da escolha de ativos mediante incerteza. Desta feita, busca-se desenhar um modelo que permita um melhor entendimento da maneira segundo a qual os fatores institucionais influenciam tais agentes quando estes tomam suas decisões quanto a adquirir ativos. Tal análise tem em vista, principalmente, os fundos de pensão.

Quem toma as decisões de alocação de recursos nos fundos de pensão são os diretores que compõe o seu *trustee*⁴⁰. Tal conjunto de diretores pauta-se em suas decisões por pelo menos dois princípios básicos: i) a estimativa de desembolsos futuros, que confere uma medida da liquidez exigida de sua carteira de ativos e ii) o grau de aderência entre estas exigências de liquidez e as opções de investimento que se apresentam no mercado. Suas decisões de composição de carteira, portanto, prendem-se às necessidades de desembolso futuro dos planos de aposentaria e pensão que compõe a estrutura de ativos e passivos de seu fundo de pensão.

Postos tais *parâmetros*, pode-se questionar o porquê da conduta destes agentes não se inclinar à tendência de uma maior participação de Investimentos Alternativos em seu portfólio. Para responder a esta questão, deve-se delinear um modelo de tomada de decisão de investimento por parte dos fundos de pensão.

Nossa primeira hipótese é a de que os diretores dos fundos de pensão buscam tomar as melhores decisões que podem (tendo em vista seus parâmetros) com as informações que dispõem. Estas, entretanto, são necessariamente incompletas, pois prendem-se à lógica de escolha de ativos mediante incerteza, cujas principais dificuldades serão delineadas no próximo item deste capítulo. Adicionalmente, mesmo que o processo de obtenção de informações seja profissionalizado mediante a contratação de agentes que têm forte *expertise* na construção de modelos de previsão, tais como bancos e consultorias, a eliminação da incerteza mostra-se algo impossível. Isto ocorre pelo fato de que o futuro simplesmente não repete o passado, de modo que os modelos de previsão, quaisquer que sejam, não têm como incorporar *completamente* componentes cuja

⁴⁰ Isto ocorre com mais certeza nos fundos de pensão que tenham um grande patrimônio. Nos fundos menores, são os *asset managers* que se responsabilizam pela decisão de como alocar os recursos disponíveis.

ocorrência futura depende de decisões presentes e futuras individuais dos agentes que atuam nestes mercados e que influenciam decisivamente os parâmetros dos modelos de previsão.

Deste modo, a suposta estabilidade dos modelos de previsão que pautaria um comportamento ótimo quanto à maximização dos retornos e utilização mais eficiente dos recursos por parte dos diretores dos fundos de pensão não confirmasse na prática. Quebrada a hipótese de perfeita informação dos modelos de previsão, resta àqueles agentes um *comportamento adaptativo* no processo de tomada de decisão quanto a: i) os tipos de ativo no qual alocar os recursos sob sua responsabilidade (ações, títulos, etc); ii) os produtos específicos dentro de cada classe de ativo; e iii) os agentes que irão gerenciar seus ativos (Clark, 2000, p. 138).

Estes três conjuntos compreendem o entorno institucional dentro do qual os agentes gerenciadores dos recursos dos fundos de pensão atuam. Diferentes formatações dos mercados, produtos (papéis) e conjuntos de agentes que prestam serviços a estes gerenciadores compõem entornos institucionais distintos, associados, por sua vez, a distintas formas de alocar os recursos sob a responsabilidade dos gestores dos fundos de pensão.

Uma vez assumida a impossibilidade de obtenção de informações completas sobre o comportamento futuro dos mercados, passa-se a identificar no *comportamento convencional* o elemento principal que rege as ações e decisões dos agentes que operam nestes mercados. Este comportamento baseado em convenções mostra-se necessário para lidar com um mundo no qual o componente de incerteza não pode ser eliminado. *Estas convenções constituem os patamares que compõem o ambiente institucional de atuação dos fundos de pensão e podem ser organizadas em três níveis de abstração: os hábitos de prudência, as regras de conduta e as normas de relacionamento* (Clark, 2000).



Os *hábitos de prudência* garantem que as decisões tomadas pelos diretores responsáveis pelas decisões de como alocar os recursos dos fundos de pensão não sejam decisões irrefletidas, fazendo emergir uma força conservadora em relação a estas decisões. Especificamente, tais hábitos de prudência concretizam-se em:

- i) *aversão a perdas*, ou seja, a insatisfação associada à perda de um certo montante de recursos é maior que o prazer relacionado ao ganho desta mesma soma;
- ii) *preferência pela certeza*, que pode ser exemplificada pela preferência por adquirir um ativo cujo retorno esperado seja de 50 unidades monetárias (u.m.) com 100% de probabilidade que adquirir outro cujo retorno esperado seja de zero ou de 100 u.m. e que tenha associado a estes retornos possíveis uma probabilidade idêntica de 50%. Estatisticamente, ambas as opções equivalem-se. A preferência pela certeza, porém, confere um viés à escolha;

- iii) *preferência pela similaridade de estratégia*, que caracteriza-se por uma manifesta preferência pela escolha de estratégias de investimento que assemelham-se às feitas por outros fundos de pensão;
- iv) *tendência ao arrependimento* relacionado a uma maior valoração da perda de uma oportunidade lucrativa de investimento que da realização de um investimento cujo retorno apresentou-se maior que a média, dado o risco deste maior retorno não se realizar e o fato do gestor ter escolhido uma estratégia de investimento diferente da maioria dos gestores de fundos de pensão do mercado.

Os hábitos de prudência tendem a tornar mais conservadoras as decisões de investimento dos fundos de pensão, o que os leva, muitas vezes, a descartar hipóteses de alocação de recursos em investimentos potencialmente mais lucrativos. Desta forma, os processos de decisão baseados em convenções acabam por afastar, ou pelo diminuir, as decisões de inversão em Investimentos Alternativos por parte dos fundos de pensão.

As *regras de conduta* estão relacionadas mais diretamente com as obrigações dos diretores dos fundos de pensão em relação aos interesses dos beneficiários destes fundos. São elas:

- i) O *compromisso fiduciário* dos diretores para com os participantes dos fundos impõe a estes dirigentes a obrigação de comporem a carteira dos fundos de modo a cuidar para que seu patrimônio não seja posto em risco além de um limite estabelecido como aceitável. No limite, o interesse do participante é obter no futuro uma aposentadoria digna e condizente com seu padrão de vida.

- ii) Implícita na primeira regra está o compromisso do diretor de *agir de acordo com os interesses e sempre em benefício dos participantes* dos fundos de pensão. Esta regra de conduta ao mesmo tempo que impõe uma blindagem moral ao dirigente, coibindo práticas de corrupção, por exemplo, abre espaço também para a justificativa de opções de investimento não-convencionais. O conservadorismo implícito nos hábitos de prudência encontra nas regras de conduta justificativas para seu afrouxamento.
- iii) A existência de modelos teóricos de otimização de composição de carteiras funciona como um inibidor à ampliação do percentual de recursos destinados aos Investimentos Alternativos. A busca de *diversificação dos investimentos* estabelece-se como paradigma para a conduta dos gestores, contribuindo para a padronização do modo segundo o qual os portfólios são montados pelos gestores dos fundos de pensão.
- iv) A busca de *imparcialidade* nas decisões dos gestores quanto aos investimentos dos fundos de pensão é outra regra de conduta que orienta os procedimentos e decisões destes gestores. Aparentar ser parcial em suas decisões parece conspirar contra os interesses dos participantes do fundo, motivo de quebra de confiança e possível afastamento dos dirigentes.

As regras de conduta funcionam principalmente como justificativas frente a performances abaixo do esperado durante um determinado período de tempo. Ter um rendimento abaixo da média a partir da escolha de uma composição de carteira diferente das dos demais gestores de fundos certamente explicita o erro de escolha feito. Ter essa mesma performance em conjunto com os demais gestores justifica o

erro e transfere responsabilidades para outras esferas que não as decisões individuais dos gestores.

Por fim, as *normas de relacionamento* regulam a interação dos diretores do fundo de pensão com outros agentes de mercado, tais como consultores, custodiantes ou gestores de investimento ligados a bancos e corretoras. São elas:

- i) A *confiança* nos agentes externos responsáveis por orientar ou administrar os recursos dos fundos de pensão é condição *sine qua non* para que novas oportunidades de investimento surjam e sejam adotadas pelos fundos. Sem o alicerce desta confiança, projetos que exigissem dos fundos uma maior disposição ao risco teriam maior dificuldade de vingar.
- ii) A *reciprocidade* entre os gestores dos fundos de pensão e os agentes contratados para prestar algum serviço a este aprofunda a confiança mútua e reforça a lealdade entre estes agentes, ampliando o espaço para propostas de investimento mais ousadas de parte a parte.
- iii) Por fim, o *respeito mútuo* entre as partes consolida um relacionamento que pode impor-se como sendo mais importante que os próprios hábitos de prudência e as regras de conduta.

O aprofundamento da relação de confiança entre os gestores do fundos de pensão e os agentes externos, porém, pode também, a exemplo dos hábitos de prudência e das regras de conduta, contribuir para a vigência de investimentos convencionais. As razões para isto são a possibilidade de obtenção de ganhos de escala por parte dos agentes que administram os recursos dos fundos e a existência de um *expertise* específico nestes agentes. A busca de novas formas de investimento acarretaria penetrar em uma seara pouco ou nada conhecida pelos diretores dos

fundos de pensão e pelos parceiros externos, o que ampliaria os riscos associados à inversão.

Desta forma, o modelo exposto oferece um panorama pouco alentador para a ampliação dos Investimentos Alternativos. Tanto os hábitos de prudência e as regras de conduta quanto as normas de relacionamento delineadas impõe um padrão de investimento extremamente conservador para os fundos de pensão. Entretanto, quatro fatores estão sendo decisivo para que os Investimentos Alternativos tenham espaço no portfólio dos fundos de pensão: i) a *inovação nos mercados financeiros*, representada pela construção de novos arranjos financeiros e pelo surgimento de novos produtos financeiros; ii) a tentativa de *diversificação* da carteira, uma das principais regras de conduta; iii) o *expertise específico* da empresa patrocinadora do fundo de pensão, dado pelas suas áreas de atuação, e iv) a *pressão exercida pelos participantes*, futuros ou atuais beneficiários do fundo.

Os três primeiros fatores apontam para a inclusão de Investimentos Alternativos dentro da lógica que rege a escolha de ativos sob incerteza, conduzindo este tipo de investimento para dentro das fronteiras estabelecidas pelos hábitos, regras e normas. O último fator aponta para uma ruptura destas fronteiras.

As *inovações de produtos e arranjos* no mercado financeiro implicam uma ampliação dos atributos básicos dos ativos que comumente são escolhidos pelos agentes de mercado e particularmente pelos fundos de pensão para compor suas carteiras. Estes atributos são liquidez, segurança e rentabilidade. Aliando-se a isto a possibilidade de *diversificação e divisão de risco* que o ativo pode propiciar, chega-se a uma situação na qual ativos antes desprezados dado seu alto risco e pouca liquidez, como os investimentos em *venture capital*, por exemplo, ganham feições mais amenas e acabam por encontrar espaço no mercado. A criação de mercados

secundários para a saída do investimento em *venture capital*, dentre outras inovações, funciona como um estímulo e proporciona a inclusão desta classe de ativos no conjunto de opções reais de investimentos dos fundos de pensão⁴¹.

Outra forma de inclusão dos Investimentos Alternativos no *roll* de opções de investimentos dos fundos de pensão é considerar a *experiência em áreas específicas dos patrocinadores dos fundos*, tais como nas áreas de construção civil, energia e telecomunicações. A existência desta experiência específica modifica as fronteiras definidoras do conjunto possível de investimentos, ampliando-as e direcionando-as para estas áreas.

A ruptura com os padrões de hábitos de prudência, regras de conduta e normas de relacionamento dos fundos de pensão pela via da *pressão dos participantes* representa uma outra opção para a inclusão dos Investimentos Alternativos no conjunto de opções reais de investimento destes agentes. Interesses locais (municipais ou estaduais) relacionados às necessidades de construção ou reconstrução da infra-estrutura urbana podem contribuir para uma mobilização dos participantes no sentido de exigir uma composição de carteira diferenciada dos fundos de pensão. Em se tratando dos maiores fundos de pensão, mesmo interesses nacionais podem justificar a mobilização dos participantes para que os fundos apliquem parte maior de seu capital em ativos relacionados com a reestruturação da infra-estrutura urbana. Tais pressões são canalizadas, mais comumente, através de dirigentes eleitos que têm assento no *board* diretivo dos fundos de pensão, prática cada vez mais disseminada entre estes agentes no país.

Em resumo, pode-se afirmar que a falta de informações completas, própria a uma economia de mercado, não interpõe-se como o único ou mesmo o principal

⁴¹ Outras inovações que incluem os Investimentos Alternativos nas fronteiras demarcadas pelos

motivo pelo qual os fundos de pensão não alocam maior parte de seus recursos em Investimentos Alternativos. A conduta dos fundos não pode ser considerada irracional. Muito pelo contrário, a constituição de um conjunto de referências que balizem sua ação é perfeitamente racional em um mundo caracterizado pela existência de incertezas⁴² e pela necessidade de realizar-se uma escolha de ativos mediante incerteza. Este “problema” pode ser sanado, ainda que em parte, pela presença de instituições e pelo desenvolvimento de inovações no mercado financeiro que contribuam para o alargamento das fronteiras que circunscrevem os investimentos tradicionais dos fundos de pensão.

A questão do direcionamento de recursos dos fundos de pensão para Investimentos Alternativos, porém, não encerra-se na discussão sobre a existência de falhas de mercado. Trata-se sobretudo de uma questão de escolhas, frente a qual a pressão por parte dos próprios participantes dos fundos para que uma maior parte de seus recursos seja investida em Investimentos Alternativos é crucial.

O esforço na construção inovadora de produtos ou arranjos financeiros que alarguem as fronteiras perpetradas pelos hábitos de prudência, pelas regras de conduta e pelas normas de relacionamento dos gestores dos fundos de pensão é extremamente necessária para a consecução do objetivo de reconstrução da infraestrutura urbana e do desenvolvimento tecnológico nacional. Apenas esta via, porém, parece insuficiente para que tais objetivos possam concretizar-se, dada a

padrões de hábitos, regras e normas dos fundos de pensão serão discutidas mais adiante.

⁴² “Risco e incerteza requerem todos os tipos de estratégias para manejá-los em um mundo de limitados recursos e limitada capacidade cognitiva para lidar com o passado e o futuro. Neste sentido, a construção da decisão de investimento constitui-se em um jogo. Porém, felizmente este é um jogo estruturado, moldado por hábitos, regras e normas que tanto permitem aos responsáveis pelos fundos de pensão modelar sua tomada de decisão quanto conferem a eles proteção em caso das coisas darem errado” (Clark, 2000, p. 154).

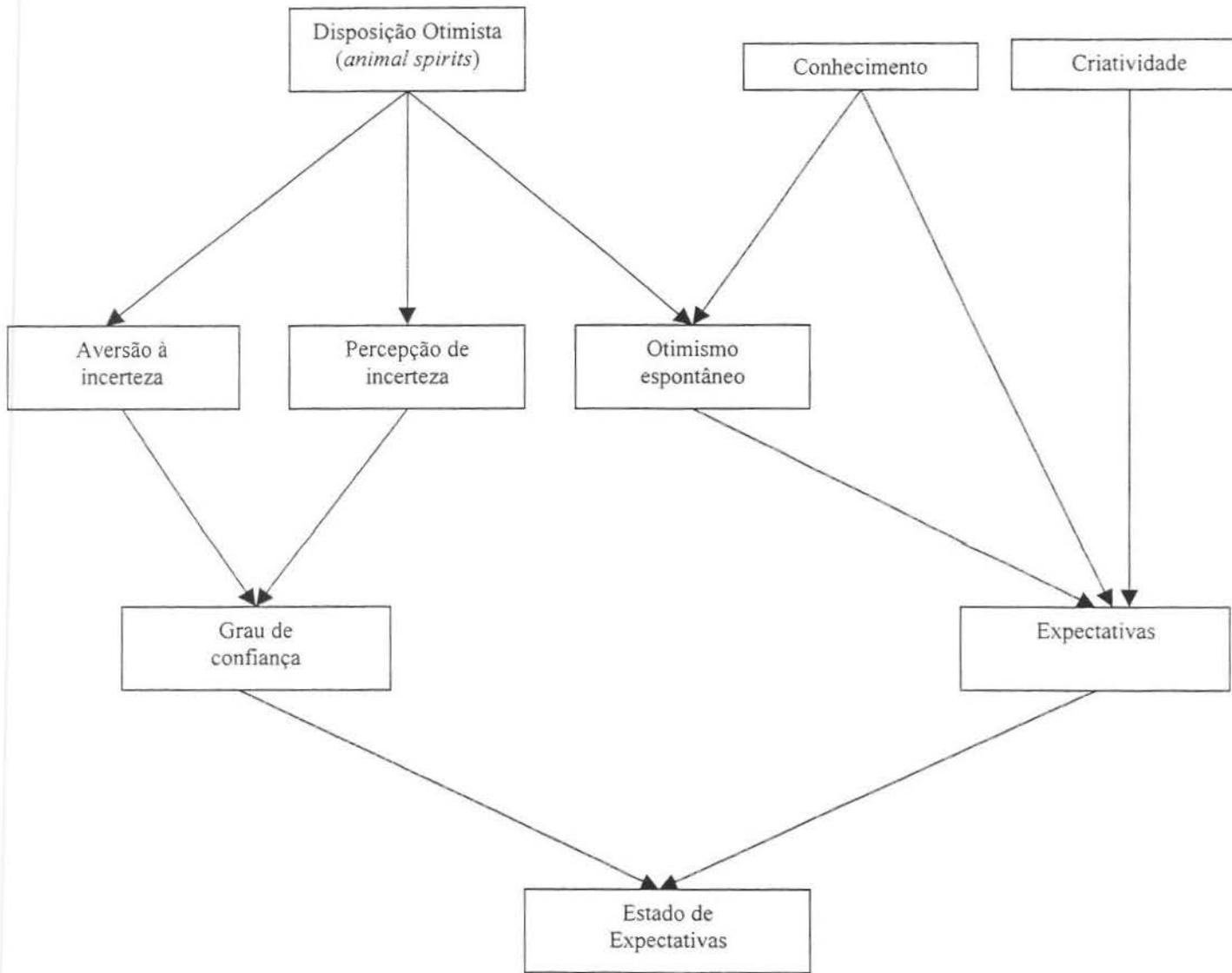
força conservadora deste conjunto de parâmetros que pautam as decisões dos gestores dos fundos de pensão.

OS DETERMINANTES MICROECONÔMICOS DA DECISÃO DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Toda decisão de alocação de recursos por parte dos fundos de pensão envolve, como visto, uma *escolha mediante incerteza*. Importa, pois, verificar em que medida tal incerteza é percebida por estes agentes em suas decisões de composição de portfólio. Em outros termos, importa tentar medir o *grau de incerteza* (Dequech, 1999) envolvido nesta decisão. Para tanto, faz-se necessário verificar-se os elementos que subjazem à conformação deste grau de incerteza e que contribuem para a construção de um determinado estado de expectativas propício à realização de Investimentos Alternativos por parte destes agentes.

O *estado de expectativas* dos responsáveis pelas decisões de investimento dos fundos de pensão é formado a partir dos fatores que, em conjunto, formam suas *expectativas* e seu *estado de confiança*. “Expectativas são as melhores estimativas que podem ser formadas a respeito de alguns eventos, enquanto confiança refere-se a considerações sobre a probabilidade com que as coisas podem se comportar de forma diferente daquela esperada e à disposição de agir de acordo com as expectativas apesar dessa possibilidade” (Dequech, 1999, p. 3). Expectativas e estado de confiança compõe o que o autor chama de *determinantes imediatos* do estado de expectativa.

O modelo abaixo sugere um padrão para a formação do estado de expectativas destes agentes econômicos. Nesta seção, pretende-se, a partir do modelo, dar conta de completar a representação da forma pela qual os diretores dos fundos de pensão formam suas expectativas e, a partir destas, tomam suas decisões quanto ao modo de investir seu patrimônio.



Fonte: Dequech, 1999.

Os determinantes últimos do estado de expectativa dos diretores dos fundos de pensão são o *conhecimento*, a *criatividade* e a *disposição otimista* destes, quando envolvidos na decisão de como alocar o patrimônio sob sua responsabilidade. O conhecimento diz respeito ao conjunto de informações que estão ou podem estar à disposição dos fundos de pensão ou que são por eles conhecidas como resultado de sua prática à frente de seu negócio (conhecimento tácito). Porém, a decisão de investir em determinado conjunto de ativos (*private equity*, por exemplo) não está calcada exclusivamente na informação disponível. Também a disposição para agir cumpre um papel fundamental nesta decisão.

Keynes classificou de *animal spirits* a “disposição espontânea para agir”. Dequech, graduando esta disposição a partir da percepção de que as escolhas não resumem-se em agir ou não agir, mas envolvem diferentes formas de agir, reclassifica o *animal spirits* keynesiano como sendo uma *disposição otimista para enfrentar a incerteza*. A presença desta disposição otimista (ou pessimista) é outro elemento central que fundamenta a decisão de agir numa certa direção (direcionar recursos a um certo tipo de Investimento Economicamente Direcionado, como em *venture capital*, por exemplo). Em parte subjetivo, tal fator é, no entanto, influenciado pelo ambiente institucional no qual os agentes operam. A existência ou não de contratos, como nos mercados organizados de derivativos, ou de *market makers*, como nos mercados de balcão, por exemplo, pode ser decisiva na formação de uma certa disposição para enfrentar a incerteza.

Completando o conjunto de fatores que compõe os determinantes microeconômicos últimos da tomada de decisão tem-se a criatividade. Esta pode ser definida como a habilidade de perceber o futuro como algo distinto do presente, ou seja, a capacidade de ver e fazer as coisas de uma maneira distinta

daquela existente no presente. A experiência passada pode ser crucial em uma decisão (de empreender esforços para melhorar as regras de *corporate governance* de um grupo ou empresa, por exemplo) quando esta experiência indica o peso e a capacidade da ação criativa como vital para o sucesso da escolha feita. A crença presente dos agentes decisores dos fundos de pensão na habilidade de desenvolver soluções criativas para problemas e questões que ainda não se materializaram pode ter grande *peso* em uma decisão a respeito de alocar ou não seus recursos em um projeto de *venture capital*, por exemplo.

Conhecimento e criatividade afetam diretamente as *expectativas*, determinante primeiro do estado de expectativas. Os *animal spirits*, por sua vez, influenciam três outros fatores que agem sobre as expectativas e sobre o grau de confiança dos agentes: o *otimismo espontâneo*, que é “um tipo de otimismo não baseado no conhecimento”, que pode ser maior ou menor de acordo com a disposição de enfrentar a incerteza do agente e que aumenta o grau de confiança quanto maior for, e a *incerteza*, que se refere à capacidade de *percepção da incerteza* e à *aversão à incerteza*. Ambas afetam diretamente o grau de confiança que um agente tem em uma certa escolha.

Em termos formais, ainda seguindo Dequech, pode-se estabelecer um modelo que descreve o fluxo de rendimentos esperados para cada tipo de ativo adquirido pelos fundos de pensão.

A taxa de juros própria do ativo i (taxa de rendimento esperada - δ_i) pode ser descrita como uma função de: das rendas nominais proporcionadas pelo ativo (Q_i), como por exemplo os lucros distribuídos aos acionistas; do custo de manutenção (*carrying cost*) do ativo (C_i), como as taxas de corretagem pagas no mercado; do prêmio de liquidez conferido pela posse do ativo (L_i) e pela apreciação esperada do ativo em termos nominais (A_i), como a valorização de um

lote de ações numa operação de *mezzanine financing*, por exemplo. À incerteza associada à posse do ativo aplica-se uma taxa de desconto (α_i). Assim,

$$(1 + \delta_i) = (Q_i - C_i + L_i + A_i)/(1 + \alpha_i)P_i$$

onde P_i é o preço de mercado do ativo i .

L_i , o prêmio de liquidez de i , é por sua vez uma função de: um indicador do grau *geral* percebido de incerteza (α_g), um indicador da aversão à incerteza específica do agente que adquiriu o ativo i (β), um indicador do grau de liquidez específico do ativo i (λ_i) e a apreciação do ativo i em termos dos outros ativos do mercado (A_j), como a valorização relativa das ações de uma companhia em relação a um índice de mercado, por exemplo.

Assim,

$$L_i = L_i(\alpha_g, \beta, \lambda_i, A_j),$$

Onde,

$$\partial L_i / \partial \alpha_g > 0; \partial L_i / \partial \beta > 0; \partial L_i / \partial \lambda_i > 0; \partial L_i / \partial A_j < 0$$

O prêmio de liquidez conferido pelo ativo i (ou o prêmio esperado pela posse futura do ativo i) é, assim, um fator fundamental na escolha de ativos sob incerteza. Este varia positivamente com o grau geral percebido de incerteza, com a aversão à incerteza específica do agente possuidor do ativo i e com o grau de liquidez específico do ativo i e negativamente com a apreciação do ativo i em termos dos outros ativos do mercado.

Assim, a maior disponibilização dos recursos dos fundos de pensão ao mercado organizador de *funding* ao investimento produtivo ou relacionado à

reconstrução da infra-estrutura dar-se-á com maior facilidade caso este mercado consiga oferecer meios adequados de:

1. Diminuição do grau de incerteza percebida pelos fundos de pensão mediante um maior e melhor volume de informações, algo obtido diretamente mediante práticas mais amplas de governança corporativa por parte das empresas; e
2. Formatação de instrumentos que garantam um maior grau de liquidez aos ativos passíveis de serem adquiridos pelos fundos de pensão, algo ainda pouco presente nos arranjos financeiros de securitização imobiliária, de *project finance* e, em menor grau, de *venture capital*.

CONCLUSÃO

Os dirigentes dos fundos de pensão enfrentam periodicamente escolhas a respeito de como melhor alocar seus recursos em situações de incerteza baseados em fatores como estes apontados na segunda, terceira e quarta seções deste capítulo. A adequação do modelo de formação de estados de expectativas às decisões destes agentes pode ser questionada, mas os elementos apontados certamente devem fazer parte de qualquer modelo que tente padronizar o comportamento destes agentes e que se pretenda próximo da realidade contemporânea. *O peso de fatores subjetivos, do ambiente institucional, do conhecimento (informação) e principalmente do entorno macroeconômico é decisivo e antecede as decisões mais relevantes tomadas por estes e outros agentes econômicos.*

Num ambiente caracterizado por crescimento econômico e estabilidade monetária, em mercados líquidos que contem com a presença de instituições sólidas (como contratos que são respeitados, por força da tradição ou de um sólido

e ágil sistema legal, ou um grande número de grandes *market makers*), portanto um ambiente de baixa volatilidade de preços, os agentes tendem a ter uma menor preferência pela liquidez e uma maior disposição para enfrentar riscos. Os mercados de ações *dos países centrais* tenderam, na última década até o final do ano 2000, a mostrar esse padrão de comportamento. Isso em parte explica o direcionamento de recursos dos investidores institucionais (agentes reconhecidamente avessos ao risco) em projetos de alto risco, como o *venture capital*, inclusive na fase de *seed money*.

Tabela 14 - Fontes de Capital para Fundos de Capital de Risco nos EUA (%)

	1978	1984	1989	1991	1992
Fundos de Pensão	15	34	46	42	41
Indivíduos/Famílias	32	15	08	12	11
Recursos Externos	18	18	14	12	11
Seguradoras/Bancos	16	13	09	06	15
Empresas Industriais	10	15	11	04	03
Fundações	10	05	12	24	19

Fonte: Gorgulho, 1997; Padovano, 1994.

Deste modo, ganha relevo a percepção de que o ambiente macroeconômico e institucional que cerca os agentes que operam nos mercados de capitais dos países centrais, associado ao acesso privilegiado às informações e a capacidade de influenciar as decisões cruciais de uma corporação são fatores decisivos para o ingresso dos fundos de pensão no *board* de controle de corporações que têm suas ações negociadas em bolsa ou mesmo para o direcionamento de recursos para Investimentos Alternativos. Tal ambiente institucional diz respeito inclusive aos padrões de respeito às normas trabalhistas, ao grau de transparência presente nas

demonstrações contábeis das empresas e à observância das leis vigentes, inclusive quanto ao grau de respeito ao meio ambiente demonstrado pela empresa que pode vir a ter a participação dos fundos de pensão em seu *board* de controle (Salomon, 2001 *a* e Salomon, 2001 *b*). Também o contínuo e acelerado desenvolvimento de inovações financeiras nos países centrais criou e ampliou as condições de liquidez nos principais mercados de capitais destes países, o que foi decisivo na atração dos investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão, para a consolidação financeira de projetos de longo prazo de maturação e de alto risco, como no caso de arranjos de *project finance* e *venture capital*.

O peso dos fatores subjetivos, porém, não deve ser desprezado. Todos os elementos dos modelos discutidos apontam para a importância da subjetividade do agente que toma a decisão de como investir os recursos disponíveis. São estes elementos idiossincráticos (referentes aos indivíduos) ou ideológicos (referentes ao grupo que conduziu o dirigente à frente das decisões) centrais para o entendimento dos motivos que pautam as decisões destes dirigentes quanto à composição de portfólio das instituições que governam.

A disposição otimista positiva, a incerteza percebida como mais baixa e uma menor aversão à incerteza, influenciados pelo ambiente de crescimento, principalmente nos EUA, geraram um maior grau de confiança neste país, pilar de um melhor estado de expectativa dos agentes de mercado em relação a seus investimentos feitos ou por fazer e fator decisivo para um maior direcionamento de recursos para Investimentos Alternativos por parte dos fundos de pensão.

Por outro lado, esse maior grau de otimismo associado à criatividade crescente e, principalmente, a um maior conhecimento do mercado como fruto de uma mais constante aproximação dos investidores com as corporações e os intermediários do mercado financeiro, implicou melhores expectativas dos agentes

sobre o futuro desconhecido, constituindo-se no segundo pilar de sustentação de um melhor estado de expectativas dos agentes inversores, principalmente daqueles por natureza mais avessos ao risco e à incerteza: os investidores institucionais.

Uma maior participação de Investimentos Alternativos na carteira dos fundos de pensão, porém, está relacionada não apenas a uma melhoria no ambiente institucional (mercado de capitais mais largo e profundo, pleno desenvolvimento do mercado de seguros, etc.), mas principalmente à melhora das condições macroeconômicas, discutidas na segunda seção deste capítulo. A redução das taxas básicas de juros, principalmente, seguida de uma retomada do crescimento do produto e da renda e de uma queda do desemprego e do nível da dívida pública, colocam-se como condições *sine qua non* para a construção das condições favoráveis à canalização de recursos por parte dos fundos de pensão a Investimentos Alternativos, particularmente àqueles IED's relacionados à reconstrução da infra-estrutura urbana.

No Brasil, a tentativa de construção de um ambiente macroeconômico mais favorável ao investimento produtivo fracassou. Substituiu-se o peso de uma alta inflação desorganizadora de qualquer construção prospectiva de futuros cenários econômicos por uma taxa de juros repressora de qualquer busca de rentabilidade alternativa àquela obtida em aplicações financeiras, principalmente aquelas ancoradas em títulos públicos. Mesmo o papel perverso de mecanismo concentrador da renda exercido pela alta inflação não plenamente indexada foi substituído por outro mecanismo gerador de desigualdades sociais, talvez mais perversas, que é o desemprego gerado pelo modelo atualmente em curso.

Desta feita, **não estamos** frente a uma situação na qual os anos 90 pavimentaram um cenário macroeconômico estável, a partir do qual basta a promoção de reformas institucionais construtoras de canais que viabilizem a

canalização de novas formas de financiamento ao investimento de longo prazo. O que se pôde assistir nestes últimos anos foi a mudança de mecanismos de inviabilização da construção de cenários confiáveis de longo prazo na economia brasileira. O próprio desenrolar-se da década e a confrontação entre as promessas do início (marcadas pela abertura comercial e financeira e pela alienação do patrimônio público produtivo) e os “ajustes” necessários para a viabilização dos acordos feitos então⁴³, observados neste fim de século, explicitam cabalmente a falácia contida no entendimento de que o Brasil logrou construir, nos anos 90, as bases principalmente macroeconômicas sobre as quais poder-se-á desenvolver uma Nação autônoma e inserida ativamente no novo contexto econômico mundial.

Em resumo, não basta um novo contexto institucional (como um mercado de capitais organizado em novas bases) para que os recursos dos fundos de pensão nacionais possam ser canalizados ao investimento de longo prazo de maturação. Antes, é preciso que se encontre um equacionamento macroeconômico que liberte o país das vicissitudes provocadas seja pela alta inflação, seja pela alta taxa de juros básica e que, ao fazê-lo, construa de fato um ambiente macroeconômico favorável à assunção de posições menos líquidas por parte dos agentes detentores da riqueza.

⁴³ Como os recorrentes esquemas de suporte financeiro via BNDES ou via contribuinte oferecidos ao setor elétrico, dentre outros.

CAPÍTULO 5

OS FUNDOS DE PENSÃO E O DIRECIONAMENTO DE RECURSOS PARA INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS

A ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO EM INVESTIMENTOS ECONOMICAMENTE DIRECIONADOS (IED's) DOS FUNDOS DE PENSÃO: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Os IED's são definidos por Rabelo como sendo "uma operação que atende a duas exigências rigorosas. Em primeiro lugar, ele proporciona uma taxa de retorno, ajustada ao risco, competitiva. Em segundo lugar, além dos retornos atraentes, esse investimento gera benefícios colaterais para os trabalhadores e comunidades sob a forma de infra-estrutura, habitação, criação de empregos e desenvolvimento de negócios." Assim sendo, os IED's não devem ser confundidos com investimentos de cunho social. Estes não têm compromisso com a taxa de retorno obtida. No caso dos IED's, a oportunidade de geração de um benefício colateral à comunidade que está sendo diretamente atingida pelos impactos do IED (como os empregos gerados e as unidades habitacionais criadas em programas de construção de imóveis residenciais, ou a melhoria nos serviços relacionada ao investimento realizado em setores de infra-estrutura urbana) subordina-se à taxa de retorno esperada do investimento. Outra característica distintiva dos IED's é o fato de seus efeitos benéficos terem geralmente um impacto localizado a uma determinada região geográfica, um grupo de pessoas ou determinado setor da economia (Levine, 1997).

A destinação de recursos por parte dos fundos de pensão estrangeiros a IED's compõe uma parcela sempre diminuta do total de seus investimentos. Em termos absolutos, porém, o montante alocado neste tipo de investimento não pode

ser desprezado, conforme demonstra o mais amplo estudo sobre IED's feito nos EUA (Institute for Fiduciary Education, 1993).

Tabela 15 - Investimentos Economicamente Direcionados nos EUA em 1992

Categoria de Investimento	Número de IED's	% dos IED's	Número de Fundos	% dos Fundos	Valor Investido (US\$ milhões)	% do Total
Habitação	30	31,6	25	54,0	12.722,8	64,2
Imóveis outros	10	10,5	10	21,7	3.913,1	19,7
Financiamento de Pequenas Empresas	8	8,4	7	15,2	41,0	0,1
Venture Capital	24	25,3	14	30,4	638,0	3,2
Outros	23	24,2	17	36,9	2.515,4	12,7
TOTAL	95	100,0	-	-	19.830,3	100,0

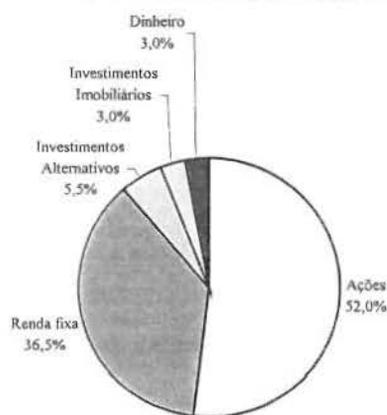
Fonte: Rabelo, 2000; IFE, 1993.

Particularmente rico em estudos sobre o tema, a primeira metade do anos 90 foi marcada por um debate desenvolvido no Senado americano onde, de um lado, posicionava-se o titular da Secretaria de Trabalho (DoL) da administração Clinton, então em seu primeiro mandato, Robert Reich, na defesa da utilização dos recursos dos fundos de pensão americanos para a reconstrução da infra-estrutura do país dentro de programas de IED's. De outro lado, contrapunha-se um grupo de senadores republicanos liderados pelo senador Jim Saxton.

O debate envolvia, à época, a destinação de parte substancial dos US\$ 4,4 trilhões que os fundos americanos detinham em ativos. Os rumos deste debate acabaram por marcar a pesquisa sobre o tema e mesmo a aceitação, tanto por parte dos responsáveis pelos recursos dos fundos de pensão quanto dos legisladores, da destinação de recursos dos fundos de pensão a IED's. A maioria republicana do Senado americano rejeitou o projeto democrata e, assim, deu um importante passo na direção de minar os alicerces de mega-projetos do governo Clinton ligados à infra-estrutura do país.

Em 1995, US\$ 70 bilhões dos fundos de pensão americanos e canadenses encontravam uma alocação em Investimentos Alternativos, particularmente IED's (Hearley, & Hardy, 1997). Dos fundos que alocavam parte de seus ativos neste tipo de investimento, 5,5% do total de seus ativos eram destinados a Investimentos Alternativos.

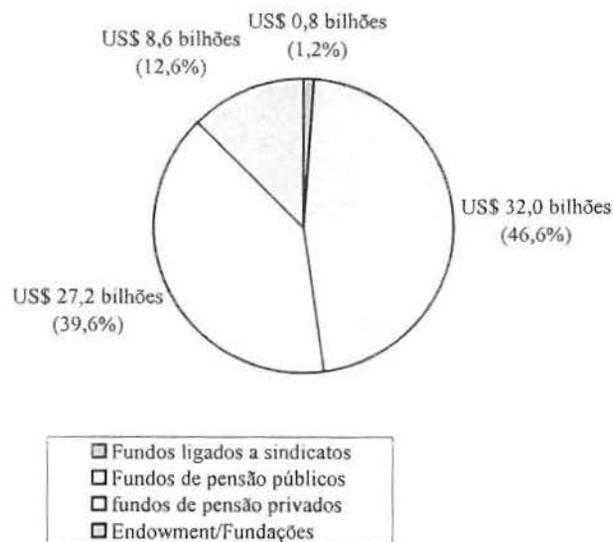
Gráfico 8 - Alocação de Portfólio dos Fundos de Pensão Canadenses e Americanos



Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

Observa-se uma forte aceitação deste tipo de investimento particularmente por parte dos fundos de pensão públicos, ou seja, dos fundos de pensão cujos participantes são servidores públicos.

Gráfico 9 - Participação por Tipo de Fundo no Total dos Investimentos Alternativos nos EUA e Canadá



Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

Dentre os motivos apontados pelos administradores destes fundos e destacados pelo estudo do IFE para o ingresso do fundo em programas de IED, encontram-se a oportunidade de explorar um novo nicho de mercado, as altas taxas de retorno oferecidas pelo investimento e o fato de que o estado no qual o fundo está baseado teria encontrado ou estaria encontrando dificuldades para atrair capital para aquele determinado programa de inversão. Frente à crítica de que os fundos estariam utilizando os recursos dos participantes de modo inapropriado, dado o componente político do direcionamento dos investimentos, os administradores dos fundos respondem que na verdade eles estariam cobrindo uma falha de mercado, que não foi capaz de suprir recursos para um rentável programa de inversão.

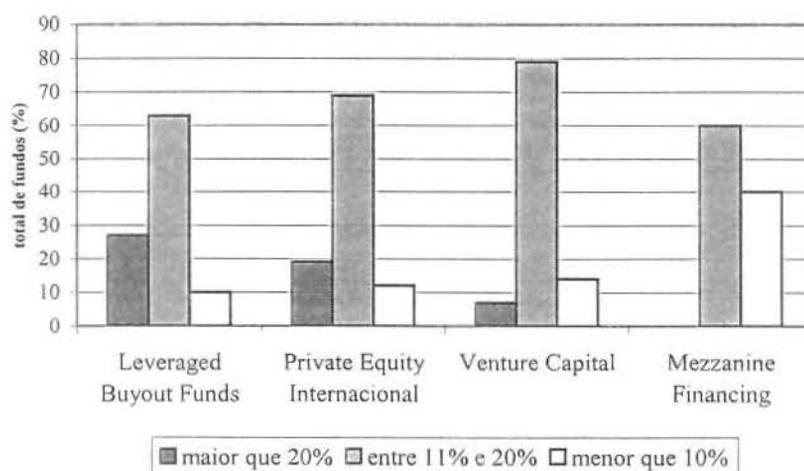
**Tabela 16 - Evolução do Crescimento do Investimento em IED's
nos EUA e Canadá**

Anos	Taxa anual de crescimento (%)	Comprometimento médio por ano (US\$ bilhões) – fluxo
1986 – 1990	20,1	3,0
1990 – 1992	20,0	5,0
1992 - 1995	24,2	11,0

Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

Os investimentos em IED's nestes dois países obtiveram uma taxa de crescimento acelerada em função também de sua capacidade de superar a performance dos demais ativos do mercado cuja taxa de risco aproximava-se daquela apresentada pelos IED's. Além disso, a busca de uma maior diversificação de portfólio fez com que os fundos, particularmente os fundos públicos, alocassem uma parte cada vez maior de seus ativos em IED's.

Gráfico 10 - Retornos Anuais Esperados por Tipo de Investimento

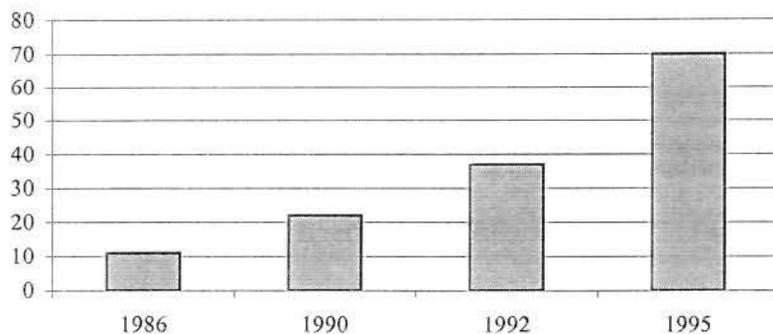


Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

O crescimento dos Investimentos Alternativos e particularmente dos IED's mostrou-se, assim, vigoroso nos últimos 15 anos nestes países. Além dos motivos

de cunho microeconômico já apontados, deve-se destacar que este período caracterizou-se pelo crescimento acelerado da economia norte-americana, à exceção da breve crise do início dos anos 90.

Gráfico 11 - Crescimento dos Investimentos Alternativos nos EUA e Canadá (em US\$ bilhões)

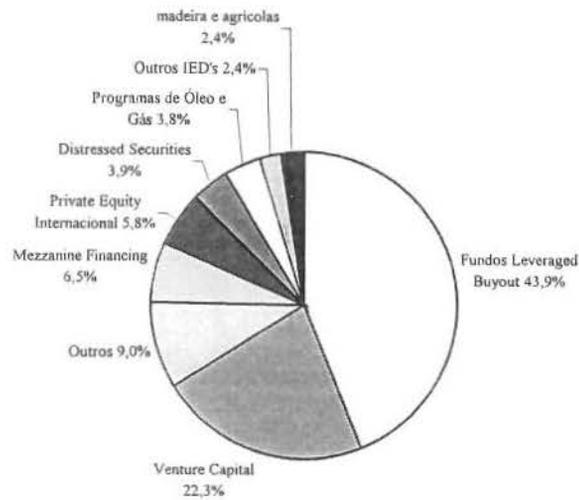


Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

Este entorno macroeconômico favorável, aliado à existência nestes países dos mais largos (diversificados) e profundos (maiores quantidades de negócios realizados) mercados financeiros do planeta, fizeram com que os Investimentos Alternativos e os IED's encontrassem crescimento exponencial.

Indicação da influência decisiva do ambiente macroeconômico para a composição do portfólio dos fundos de pensão é a destinação dos recursos observada do ponto de vista do tipo de Investimento Alternativo realizado. Quase 44% dos recursos destinados a Investimentos Alternativos destinaram-se a Fundos *Leveraged Buyout*, que são fundos utilizados para a aquisição de empresas em condições pré-falimentares e neste sentido são muito próximos das *distressed securities*, porém apresentam-se na forma de fundos, ou seja, de cotas de investimento que podem ser adquiridas por um conjunto de agentes ou por um único fundo de pensão.

Gráfico 12 - Alocação de Ativos por Tipo de Investimento Alternativo



Fonte: Hearley, & Hardy, 1997

A idéia central é promover a aquisição de uma empresa que tenha condições de ser reerguida e voltar a gerar lucros. Na prática, a empresa é reerguida e em seguida vendida. O retorno maior dos Fundos *Leveraged Buyout* dá-se pelo ganho patrimonial realizado na diferença entre o preço de compra e o preço de venda da empresa.

Gáfico 13 - Investimentos Alternativos de Fundos de Pensão Públicos por Destinação



Fonte: IFE, 1993

Dentre os fundos de pensão públicos, a maior parte dos investimentos faz-se no setor de construção de imóveis residenciais. As principais razões para esta preferência são a existência de um amplo mercado secundário para papéis ligados a este tipo de investimento bem como a existência de agências especializadas em securitizar os títulos que dão origem ao processo de financiamento imobiliário⁴⁴. Além disso, é inegável, ainda que de difícil quantificação, o benefício político do empreendimento de programas de habitação.

⁴⁴ Nos EUA existem três instituições especializadas neste tipo de securitização, lançando no mercado as chamadas *mortgage based securities* (MBS): *Government National Mortgage Association* (GNMA ou *Ginnie May*, oficial, e duas outras que são patrocinadas pelo governo federal: *Federal National Mortgage Association* (FNMA ou *Fannie Mae*) e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC ou *Fredie Mac*. As MBS emitidas pela Fannie Mae, segundo Rabelo (2000), incluem a garantia do pagamento regular do principal e dos juros para o investidor, ainda que o fluxo de caixa que lastreiam os papéis não sejam suficientes para tal. O risco de tal garantia é assumido pela própria empresa e não pelo governo americano (Rabelo, 2000: 31).

Em resumo, os programas de IED promovidos por fundos de pensão principalmente públicos ganham expressão nos EUA e no Canadá. Para isto contribuem decisivamente fatores de ordem macroeconômica, como o bom desempenho da economia norte-americana na década de 90, e fatores de ordem institucional, como a existência de agentes que criam e ampliam mercados secundários para papéis derivados de operações de financiamento de programas de IED, tais como as agências emissoras de *Mortgage Bond Securities* (MBS), nos EUA. Ambos os conjuntos de fatores, tanto os de ordem macroeconômica quanto os de ordem institucional, conferem um entorno que conduz o comportamento dos fundos de pensão a um maior envolvimento com IED's. O comportamento do agente econômico, assim, é moldado pelo formato e pelo *modus operandi* das instituições, bem como pelo desempenho das variáveis macroeconômicas. Abaixo, apresenta-se um quadro-resumo elaborado por Levine (1997) sobre os programas de IED's.

Quadro 7 - Programas de IED: Características Gerais

Tipo de ativo Forma do investimento	Características de risco e retorno	Impacto	Estrutura	Restrições e requisitos	Exemplos
Imóveis • hipotecas comerciais • fundos <i>commingled</i>	geralmente com risco moderado; retornos levemente superiores que títulos de renda fixa comuns	Desenvolvimento da área imobiliária; forte criação de empregos	Transação focalizada em uma área geográfica; projetos arquitetados por trabalhadores sindicalizados	Necessita de uma extensa área para permitir diversificação	J for Jobs; Prudential; HIT; Westmark; Equitable Life
Imóveis • participações (equity) • Fundo <i>commingled</i>	Risco de médio a alto; alto retorno	Desenvolvimento da área imobiliária; forte criação de empregos	projetos arquitetados por trabalhadores sindicalizados	Necessita de uma extensa área para permitir diversificação	MEPT
Imóveis • participações (equity) • <i>private placements</i>	Alto risco; alto retorno	Cria empregos, habitação e promove o desenvolvimento da comunidade	Investimentos privados em construtores qualificados	Necessita de construtor/parceiro qualificado	CalPERS

Tipo de ativo Forma do investimento	Características de risco e retorno	Impacto	Estrutura	Restrições e requisitos	Exemplos
Imóveis • Empréstimos voltados à construção de instalações para conservação de energia e segurança contra incêndios	Médio risco; médio retorno	Cria empregos; melhora o meio ambiente; amplia a estrutura de segurança pública	Fundo de empréstimo para construções	Cria transações mão-de-obra intensivas	NASI/Hartla Asset Management
Renda fixa • Empréstimos para pequenas empresas; • financiamento para exportação fundos exclusivos	Risco e retorno de moderado a baixo; geralmente garantidos pelo governo	Gera crescimento de pequenas empresas; forte criação de empregos; ajuda a promover o crescimento das exportações	Empréstimos podem ser geograficamente delimitados	Necessidade de originar empréstimos e de fazer um <i>pool</i>	NYCERS
Ativos alternativos • <i>Mezzanine financing</i> • parceria ou fundo	Médio a alto risco e retorno	Criação de empregos		Transações com empresas regionais de porte médio	Texas Growth Fund; Vários programas públicos estaduais
Ativos alternativos • <i>venture capital</i> na fase <i>seed money</i> • parcerias	Alto risco e retorno	Incentivo ao crescimento dos negócios, novas tecnologias e criação de emprego	Transações de natureza regional	Necessita de um número adequado de empreendedores	Vários programas públicos estaduais
Titulos públicos (equities) • Ações <i>Small caps</i> • fundos de índices	Maiores risco e retorno em comparação com outros títulos públicos	aumenta a liquidez para empresas <i>small caps</i> (pouco negociadas em bolsa); aumenta o acesso e diminui o custo de capital para pequenas empresas	Fundos de índice poderia ter menores custos	Requer a formação de um <i>pool</i> de ações e capacidade gerencial para selecioná-las	

Fonte: Levine, 1997.

A ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO EM INVESTIMENTOS ECONOMICAMENTE DIRECIONADOS (IED'S) DOS FUNDOS DE PENSÃO: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Os fundos de pensão nacionais vêm, nos últimos anos, alterando sua forma de alocar os recursos que estão sob sua administração. Historicamente compondo sua carteira com até 50% de seus ativos com títulos de renda variável, mormente ações, os fundos ampliaram sobremaneira sua exposição aos títulos de renda fixa, particularmente títulos públicos pós-fixados e/ou com correção cambial, diminuindo a exposição ao risco de oscilações no mercado de ações. Tal fato deveu-se tanto à cada vez maior atratividade proporcionada pelos títulos públicos quanto pela percepção de maior risco associada ao mercado de títulos de renda variável.

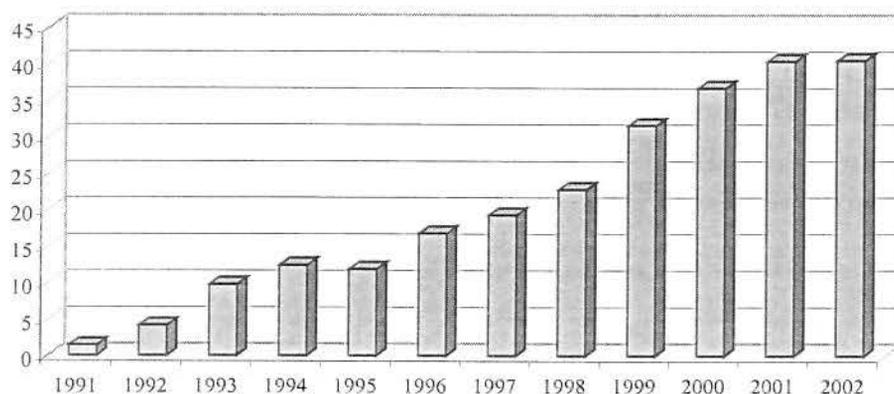
Tabela 17 - Fundos de Pensão no Brasil: Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação (R\$ milhões)

Discriminação	1991	%	1992	%	1993	%	1994	%	1995%	1996%		
Ações	5.180	28,7	6.062	26,3	11.331	34,8	21.537	39,1	17.393	29,5	20.850	30,6
Imóveis	3.470	19,3	4.677	20,3	5.213	16,0	7.929	14,4	8.785	14,9	9.120	12,9
Depósitos a prazo	2.272	12,6	3.671	15,9	4.752	14,5	6.320	11,5	8.599	14,6	7.442	9,6
Fundos de investimento RV	ND	-	ND	-	ND	-	ND	-	ND	-	1.832	2,6
Fundos de investimento RF	266	1,5	971	4,2	3.178	9,8	6.847	12,4	7.015	11,9	11.598	16,8
Empréstimos a participantes	180	1,0	332	0,4	358	1,1	1.051	1,9	1.097	1,9	1.559	2,2
Financiamento imobiliário	642	3,6	951	4,1	1.017	3,1	2.541	4,6	3.420	5,8	3.550	5,1
Debêntures	1.023	5,7	942	4,1	827	2,5	1.021	1,9	3.075	5,2	3.190	4,6
Títulos públicos	1.335	7,4	1.502	6,5	1.290	4,0	2.098	3,8	2.628	4,4	4.537	6,7
Outros	2.035	11,51	1.206	5,2	2.087	6,4	1.425	2,6	1.485	2,5	1.611	2,4
Operações com patrocinadoras	1.586	8,8	2.713	11,6	2.535	7,8	4.315	7,8	5.558	9,4	4.721	6,9
Discriminação	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001%	2002%		
Ações	24.724	28,5	17.465	19,2	30.259	26,3	30.669	23,6	26.614	18,5	28.814	18,8
Imóveis	9.038	10,4	9.684	10,7	10.110	8,8	10.460	8,0	10.554	6,8	10.836	7,2
Depósitos a prazo	6.623	7,5	8.818	9,7	5.313	4,5	4.145	3,2	4.822	3,1	4.512	2,9
Fundos de investimento RV	9.302	10,7	9.214	10,2	14.086	12,2	14.881	11,4	16.232	10,5	15.881	10,4
Fundos de investimento RF	16.729	19,3	20.648	22,8	36.423	31,6	47.710	36,7	62.411	40,4	61.945	40,5
Empréstimos a participantes	1.623	1,9	1.740	1,9	1.805	1,6	2.279	1,8	2.742	1,8	2.740	1,8
Financiamento imobiliário	3.923	4,5	4.021	4,4	3.868	3,4	3.797	2,9	3.848	2,5	3.411	2,2
Debêntures	3.384	3,9	3.229	3,6	3.592	2,5	2.880	2,0	3.201	2,1	2.972	1,9
Títulos públicos	3.240	3,7	5.918	6,5	7.307	6,3	8.588	6,6	17.513	11,3	17.294	11,3
Outros	1.878	2,2	2.382	2,6	3.011	2,6	4.687	3,6	4.496	2,9	4.655	3,0
Operações com patrocinadoras	6.396	7,4	7.637	8,4	70	0,1	201	0,2	144	0,1	142	0,1

Fonte: ABRAPP – Consolidado Estatístico, vários números.

A tabela acima aponta para o forte crescimento da participação relativa dos investimentos em fundos de investimento RF (renda fixa). De uma participação de 1,5% da carteira em 1991, tal modalidade apropriou-se hoje de nada menos que 40,5% do total dos investimentos dos fundos de pensão nacionais.

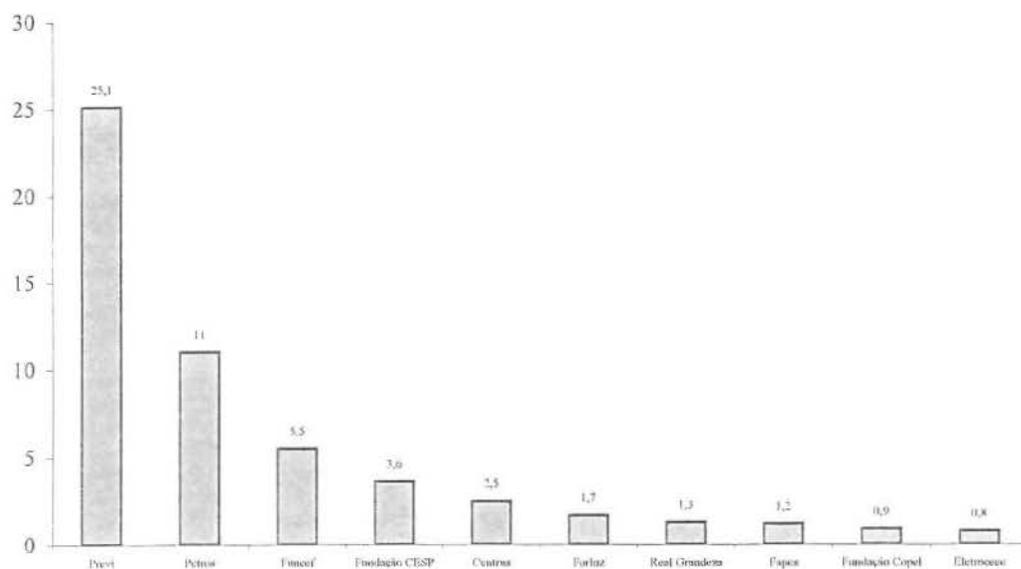
Gráfico 14 - Fundos de pensão no Brasil: Evolução dos Investimentos em Fundos de Renda Fixa (%)



Fonte: ABRAPP – Consolidado Estatístico, vários números.

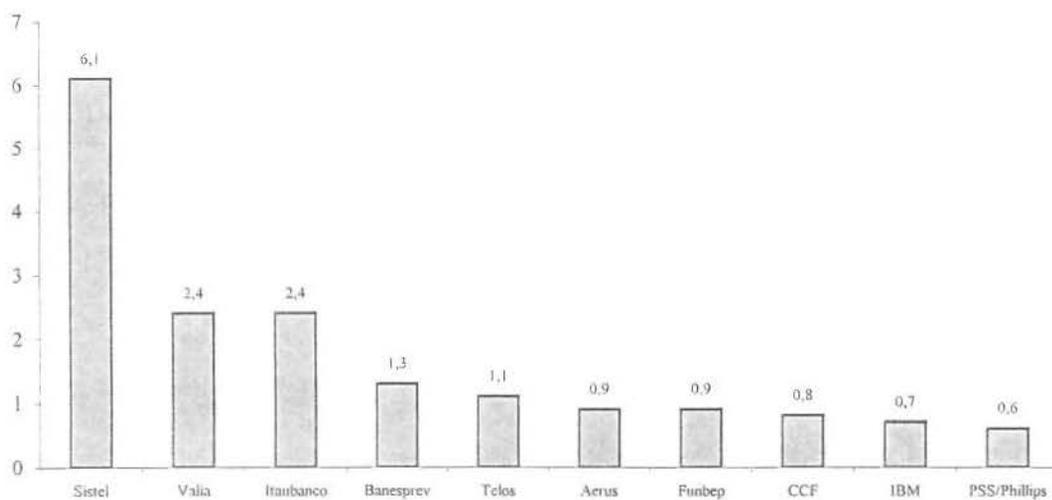
Abaixo aponta-se para o conjunto dos 150 fundos de pensão mais importantes do país em termos de valores administrados. Claramente, observa-se forte concentração de recursos. Os 20 maiores fundos detêm 73,30% do total dos ativos do setor ao passo que os 5 maiores fundos reúnem 52,85% deste total. Também os fundos de pensão cuja principal patrocinadora é uma empresa pública concentram a maior parte dos recursos do conjunto de entidades. A desproporção entre o volume de ativos destas e de fundos cujas patrocinadoras sejam empresas privadas é evidente nos gráficos reproduzidos abaixo.

**Gráfico 15 - Maiores EFPC's - Patrocinadoras Públicas
% dos Ativos de Investimento**



Fonte: ABRAPP

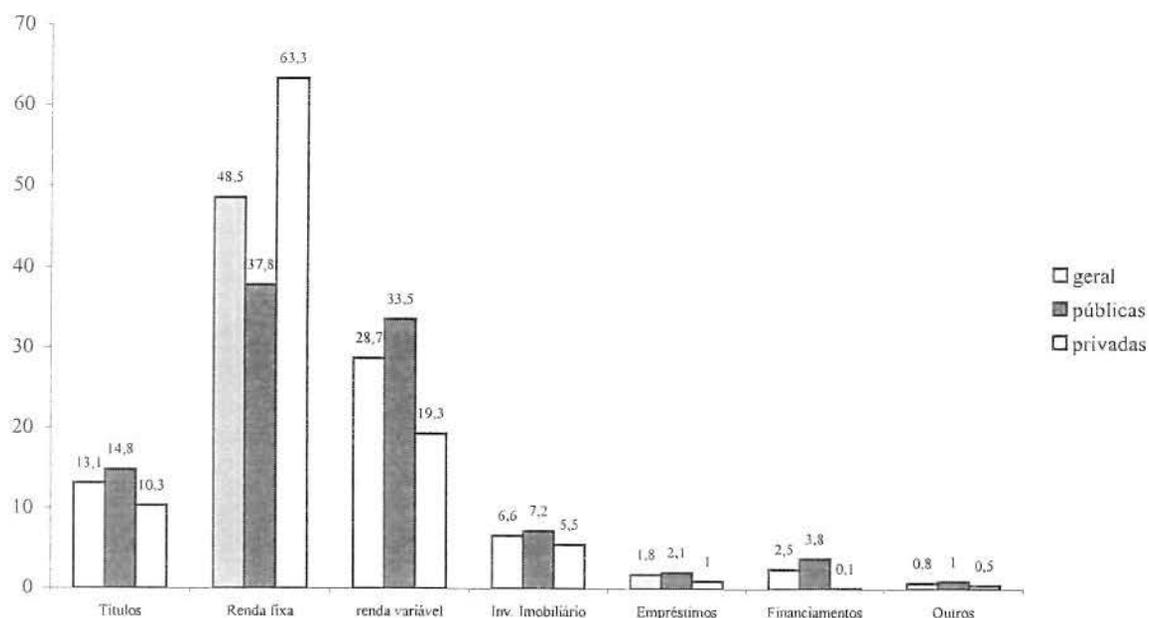
**Gráfico 16 - Maiores EFPC's - Patrocinadoras Privadas
% dos Ativos de Investimento**



Fonte: ABRAPP

Deste modo, não surpreende o fato de pouquíssimos fundos de pensão no Brasil envolverem-se com qualquer tipo de Investimento Alternativo, conforme demonstra a tabela contida no anexo deste capítulo. Dos 349 fundos de pensão associados à ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), 169 fundos, ou 48,4% do total, não realizam investimentos em outras categorias que não as de renda fixa e renda variável. No que tange à renda fixa esta concentra-se, nestes casos, exclusivamente em títulos públicos.

Gráfico 17 - Investimentos das EFPC's diversificação- em %



Fonte: ABRAPP.

Essa composição de carteira espelha a forma de gestão de ativos escolhida pela maioria dos fundos de pensão brasileiros. Delega-se a um banco de investimentos ou outro tipo de *asset manager* a gestão da carteira de ativos das fundações. Desta feita, o direcionamento de recursos a ativos que exijam uma estruturação financeira mais complexa e um acompanhamento mais rigoroso, que

tenham pouca liquidez (por contarem com mercados secundários mais estreitos e rasos) e alta volatilidade em seus retornos, fica preterido e os recursos (hoje na casa dos R\$ 148,2 bilhões) ganham o caminho do financiamento da dívida pública ou, cada vez em menor medida, das bolsas de valores.

Tabela 18 - Fundos de Pensão: Investimentos por Entidade

Posição em março de 2002 – em Reais

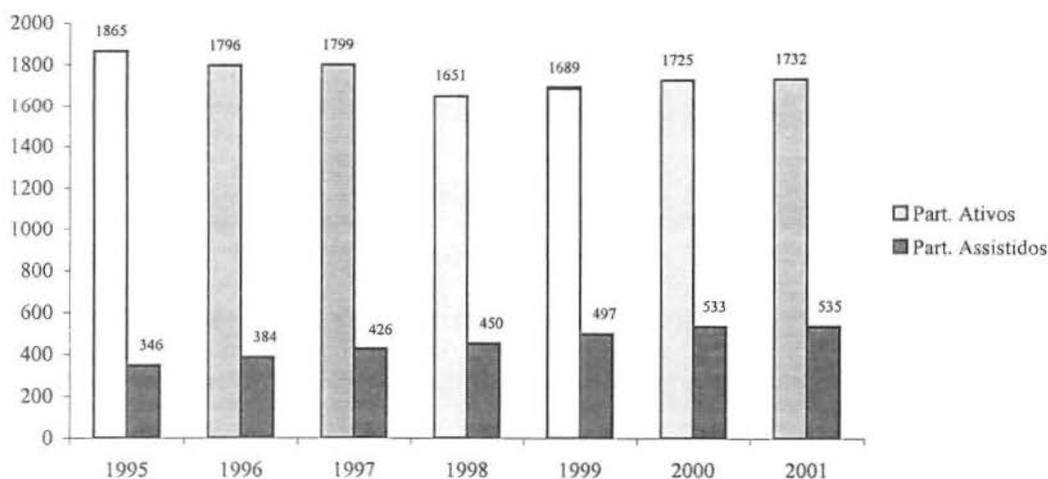
	Sigla	Investimentos		Sigla	Investimentos
1	PREVI/BB	38.238.123.878,20	76	FIPECQ	268.287.789,18
2	PETROS	16.820.699.433,48	77	FASC	260.932.418,57
3	SISTEL	9.355.962.544,96	78	PREVI NOVARTIS	260.366.184,25
4	FUNCEF	8.449.043.287,69	79	DESBAN	257.474.722,45
5	FUNDAÇÃO CESP	5.448.227.828,46	80	FASASS	252.125.530,16
6	CENTRUS	3.842.422.664,66	81	FACEB	245.656.766,34
7	VALIA	3.700.855.577,81	82	PREVI - SIEMENS	244.202.595,54
8	ITAUBANCO	3.684.652.992,77	83	PREVINOR	243.856.588,73
9	FORLUZ	2.578.876.120,90	84	FUSAN	241.869.058,07
10	REAL GRANDEZA	1.979.167.282,28	85	AGROS	239.998.713,68
11	BANESPREV	1.916.045.581,34	86	FAELCE	239.680.576,33
12	FAPES	1.810.723.003,29	87	F.F.M.B.	232.152.227,33
13	TELOS	1.682.873.219,56	88	CELPOS	225.264.490,66
14	FUNDAÇÃO COPEL	1.412.244.759,14	89	SAO BERNARDO	223.547.544,59
15	AERUS	1.378.232.324,25	90	PREVUNIAO	218.519.565,78
16	FUNBEP	1.364.321.226,39	91	ISBRE	203.853.583,22
17	ELETROCEEE	1.290.984.325,17	92	BASF PP	203.645.288,62
18	CCF	1.285.932.835,24	93	ACEPREV	203.226.655,12
19	ECONOMUS	1.186.788.351,62	94	MULTIPREV	194.758.445,68
20	POSTALIS	1.184.127.715,57	95	PREVIPLAN	191.210.806,47
21	CAPEF	1.149.008.645,83	96	BB PREVIDENCIA	189.033.722,87
22	IBM	1.125.842.167,82	97	PREVI-BANERJ	187.444.705,64
23	REFER	1.018.249.518,43	98	ESCELSOS	185.722.478,50
24	ELETROS	967.203.558,99	99	PREVIBOSCH	182.210.495,89
25	PSS/PHILIPS	955.831.558,50	100	ARUS	181.458.087,73
26	USIMINAS	899.664.178,92	101	BRASILETROS	175.552.782,13
27	PREVI-GM	770.539.236,96	102	PREVI-ERICSSON	173.275.596,10
28	SERPROS	760.707.699,24	103	PREVDOW	170.956.298,02
29	FEMCO	740.134.189,21	104	UNISYS-PREVI	169.220.570,62
30	CERES	723.446.981,93	105	COMSHELL	165.198.637,16
31	FACHESF	700.970.080,24	106	DURATEX	160.457.410,65
32	CBS	680.145.633,19	107	FUND. CORSAN	142.869.808,14
33	ELOS	667.164.584,05	108	MÚTIPLA	142.844.154,88
34	BRASLIGHT	620.841.075,41	109	FUNDAMBRAS	136.188.558,13
35	BANDEPREV	618.612.881,49	110	ALCOA PREVI	134.594.273,66

	Sigla	Investimentos		Sigla	Investimentos
36	VWPP	603.201.212,35	111	PREVEME	134.499.706,46
37	ATTILIO FONTANA	543.080.217,57	112	PREVISC	131.761.747,04
38	CITIPREVI	542.635.652,02	113	PREVILLARES	126.539.480,25
39	BANRISUL/FBSS	537.265.551,04	114	PREVDATA	123.875.453,62
40	INSTITUTO AMBEV	530.826.485,23	115	HOLANDAPREVI	122.548.163,15
41	FCRT	526.206.135,98	116	FUNGRAPA	119.902.520,09
42	FIBRA	523.101.524,65	117	CAPOF	119.540.986,56
43	ACOS	512.338.772,53	118	PREVIREFINACOES	119.225.815,86
44	PREVIRB	471.075.175,87	119	ENERSUL	118.950.812,17
45	FAELBA	463.208.596,16	120	CAPAF	116.622.450,08
46	GEAP	462.505.349,31	121	PREVID EXXON	115.128.188,34
47	CELOS	462.343.197,48	122	FUNDIAGUA	112.091.036,75
48	PORTUS	459.194.552,98	123	CABEC	111.866.305,70
49	PREVIMINAS	451.499.539,20	124	ABRILPREV	110.353.902,75
50	SABESPREV	448.567.697,12	125	AGPREV	110.152.119,72
51	PRECE	438.583.877,14	126	COMPREV	109.431.682,40
52	FUSESC	418.987.793,02	127	SERGUS	108.556.710,75
53	REGIUS	411.200.691,34	128	CASA	105.483.547,42
54	INFRAPREV	390.329.859,76	129	CYAMPREV	104.819.967,49
55	SÃO RAFAEL	389.045.765,59	130	SAO FRANCISCO	101.064.090,67
56	BANESES	380.384.938,85	131	CIBRIUS	99.469.286,28
57	PRhosper	361.453.237,91	132	IAJA	97.815.154,82
58	FUNSSEST	359.566.533,58	133	SUPREV	93.368.148,44
59	BASES	355.572.726,27	134	CABEA	92.106.876,59
60	PREBEG	351.079.145,02	135	DUPREV	91.648.476,24
61	ECOS	346.375.937,51	136	AEROS	91.360.644,61
62	PROMON	338.344.623,44	137	SARAHPREV	90.829.664,72
63	FORD	328.015.129,79	138	PREVSAN	89.586.941,09
64	PREVIGEL	327.997.600,10	139	BANORTE	88.989.032,52
65	FUNEPP	320.841.263,59	140	PREVISCANIA	88.141.675,84
66	TREVO	311.172.777,87	141	COFAPREV	84.472.761,14
67	SANPREV	309.452.804,87	142	SOMUPP	83.619.246,20
68	PREVHAB	302.566.259,06	143	GOODYEAR	81.812.593,21
69	FUNDAÇÃO ITAÚSA	295.558.696,03	144	DERMINAS	81.000.019,91
70	NUCLEOS	289.364.667,85	145	PREVISÃO	80.595.438,03
71	PREVINORTE	285.824.460,80	146	PREVICAT	80.028.456,66
72	GERDAU	283.133.521,74	147	ELETRA	79.349.668,01
73	METRUS	278.184.164,88	148	PREVILLOYDS	78.859.297,56
74	PREVIBAYER	277.308.586,60	149	FAPA	77.868.135,49
75	JOHNSON	274.772.016,71	150	ZENECA ICIFUND	77.528.415,66
				TOTAL	148.169.355.432,98

Fonte: MPAS – Secretaria de Previdência Complementar

Em termos de crescimento do número de participantes ativos e assistidos⁴⁵ dos fundos de pensão nacionais, o setor viveu um período de estagnação entre 1995 e 2000, período de definições legais quanto ao novo formato da previdência pública no país. Este fator contribuiu para que a importância relativa dos fundos como proporção do PIB não ultrapassasse os 14%, previsão já apontada em estudo anterior⁴⁶. Desta feita, a (mal) chamada “poupança previdenciária” brasileira continuou em níveis baixos em comparação com outros países, notadamente aqueles que contam com uma renda melhor distribuída e um mercado de capitais mais amplo e mais ativamente inserido na estruturação do financiamento de longo prazo, como Reino Unido, EUA e Holanda, nos quais a relação percentual entre os ativos dos fundos de pensão e o PIB atinge níveis próximos de 100%⁴⁷.

Gráfico 18 - Evolução da População das EFPC's em 1000 pessoas



Fonte: ABRAPP

⁴⁵ Os participantes ativos são aqueles que estão vinculados a um plano de previdência complementar e portanto têm um direito acumulado a receber benefícios futuros deste plano na forma da lei. Os participantes assistidos são aqueles que já estão em gozo de qualquer benefício do plano.

⁴⁶ Ver Raimundo, 1997.

A observação da evolução dos ativos sob administração dos fundos de pensão no Brasil nas últimas décadas leva à conclusão de que o crescimento substancial destes, no sentido de aproximar-se a relação ativos/PIB daquela observada nos países centrais, dar-se-á mediante uma transformação institucional de monta na forma de organização dos fundos no país e/ou uma substancial mudança no perfil de distribuição da renda do trabalho no país. A experiência internacional aponta para o rápido crescimento dos ativos dos fundos de pensão em função de três distintos fatores: quando da instituição de novas formas de organização institucional destes; por efeito da inflação (o que proporciona evidentemente apenas um efeito nominal); e via crescimento dos ativos por efeito da valorização dos ativos financeiros de posse dos fundos de pensão (Toporowski, 2000: 69-81). No Brasil, duas são as transformações institucionais recém implantadas ou em discussão no Congresso Nacional: a possibilidade de criação de fundos de pensão pelos agentes instituidores⁴⁸ e a constituição de fundos de previdência complementar para servidores públicos.

A criação da figura do instituidor pode trazer um estímulo substancial à ampliação das reservas dos fundos de pensão nacionais. Diferentemente do patrocinador, o instituidor não está obrigado a realizar aportes de recursos que complementem aqueles feitos pelo participante. Deste modo, o custo de instituir um fundo de previdência complementar fica restrito aos custos de administração do fundo, cuja gestão a Lei obriga ser totalmente terceirizada. Os principais alvos do legislador foram os sindicatos de trabalhadores e os órgãos de classe profissionais liberais. O sucesso de tal modalidade de fundo de pensão está

⁴⁷ a relação percentual entre os ativos dos fundos de pensão e o PIB nestes países é de, respectivamente, 91%, 80% e 162% (Lorenzo Filho, 2002).

baseado no número de associados; na renda média destes e a proporção com que esta supere o teto de benefícios do Regime Geral de Previdência Social, administrado pelo INSS; na relação contribuição/benefício esperado oferecida pelo plano *vis-à-vis* aquelas ofertadas pelas entidades abertas de previdência, como bancos; e no grau de confiança e estreiteza de relacionamento do associado para com o órgão associativo.

Dada a baixa renda média de boa parte dos associados dos sindicatos de trabalhadores da maioria das categorias não-liberais, não são explosivas as perspectivas de crescimento dos ativos dos fundos de pensão pela via da instituição de novos fundos pelos sindicatos de trabalhadores ou mesmo pelas grandes centrais sindicais brasileiras. Ainda assim, segundo dados da PNAD/97 apontados por Rabelo (2001), existem no país 2.103.536 de pessoas sindicalizadas com rendimento mensais superiores a dez salários mínimos. Já as associações de classe de profissionais liberais apontam para uma perspectiva de forte adesão a planos de previdência que ofertem benefícios similares a custos menores que aqueles oferecidos pelo mercado. Apenas os profissionais inscritos nos conselhos federais das áreas de direito, medicina, economia, contabilidade, engenharia e arquitetura, odontologia e psicologia reúnem 2.938.714 pessoas, das quais algo em torno de 40% têm um rendimento mensal superior a dez salários mínimos.

Outra fonte de crescimento dos ativos dos fundos de pensão no país é a instituição de fundos de pensão para servidores públicos, cuja regulamentação tramita no Congresso Nacional na forma do Projeto de Lei Complementar nº. 09/99. Pelo projeto, aos servidores públicos da União, estados e municípios poderá

⁴⁸ Possibilidade criada pela Lei Complementar nº. 109, de 29 de maio de 2001, que permitiu a associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial instituírem seu próprio fundo de previdência complementar.

ser oferecida, a critério destes, a opção de contribuição a um regime de previdência complementar ao regime próprio de cada ente estatal. Para tanto, poderá ser fixado um limite de benefício para os servidores públicos, balizado pelo teto do Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Para aqueles servidores cujos vencimentos ultrapassem o teto do RGPS e não queiram observar no valor do benefício de sua aposentaria uma redução em relação a este, o projeto prevê a adesão a um plano de previdência complementar cujo patrocinador seria o ente estatal.

Instituídos sob as regras dos fundos de pensão fechados, tais planos de previdência complementar seriam organizados sob o regime de capitalização, o que sem dúvida ampliaria substancialmente os recursos sob administração dos fundos de pensão nacionais. Estes teriam o potencial de transformarem-se nos maiores fundos de pensão do país, tal qual ocorre nos EUA, cujos maiores fundos são fundos públicos de pensão, como por exemplo os fundos de pensão dos servidores públicos dos estados da Califórnia (CalPERS) e do estado de Nova York (NYCERS). Em que pese o potencial de atrito político relacionado à tal questão, esta parece ser parte da solução para a questão do financiamento dos benefícios dos servidores públicos no Brasil. Em 2001, o déficit relativo ao sistema de aposentaria e pensões dos servidores públicos das três esferas de governo superou os R\$ 50 bilhões, remontando a mais de 4,5% do PIB nacional. Entretanto, ainda seria necessário encontrar-se uma solução para a questão da transição entre regimes de financiamento (de um regime de repartição para um regime capitalizado) para a implementação de tal transformação no sistema público de seguridade. As elevadas somas envolvidas nesta transição levaram a uma sistemática protelação da votação do Projeto de Lei que institui tal reforma.

Deste modo, o sistema de previdência complementar no Brasil pode apresentar uma descontinuidade em seu crescimento caso seja aprovada a criação

de fundos de pensão para servidores públicos e caso venha a ganhar fôlego a instituição de fundos de pensão por entidades de classe. A evolução dos principais indicadores das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC's) é apresentada no quadro abaixo.

Tabela 19 - Fundos de Pensão no Brasil: Evolução dos Ativos

Ano	Ativos (R\$ milhões)	PIB (R\$ milhões)	Taxa de câmbio R\$/US\$ ¹	Ativos/PIB (%)	Crescimento da relação ativos/PIB (%)
1990	26.352	787.806	1.569,58	3,34	-
1991	36.812	795.920	1.068,80	4,63	38,62
1992	43.269	791.622	12.387,50	5,47	18,14
1993	59.959	830.570	326,11	7,22	31,99
1994	72.742	879.158	0,84	8,27	14,54
1995	74.815	916.259	0,97	8,17	-1,21
1996	86.629	941.548	1,03	9,20	12,61
1997	101.033	976.991	1,13	10,34	12,39
1998	101.129	977.661	1,23	10,34	0,00
1999	125.995	1.010.068	1,86	12,47	20,60
2000	144.025	1.089.688	2,13	13,22	6,01
2001	155.696	1.184.769	2,60	13,14	0,00
2002 ²	148.169	1.203.429	2,45	12,31	-0,06

1. Paralelo; 2. posição de março.

Fonte: ABRAPP – Consolidado Estatístico, vários números; MPAS; Conjuntura Econômica – FGV; Banco Central do Brasil.

Quanto à alocação de portfólio dos fundos de pensão nacionais, esta acompanha a determinação da Resolução do Banco Central nº. 2.829, de 29 de março de 2001, que determina tetos de aplicação para cada tipo de investimento. Dentre os destaques desta Resolução, ressalta a inclusão da modalidade de investimentos em fundos de investimento imobiliário em *private equity*.

**QUADRO 8 - CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL
RESOLUÇÃO N.º 2.829 DE 29 DE MARÇO DE 2001**

RENDA FIXA

SEGMENTO - DESCRIÇÃO	LIMITE MÁXIMO	REQUISITO D DIVERSIFICAÇÃO
Baixo Risco de Crédito:		
a) Títulos de emissão do Tesouro Nacional e Banco Central, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional e títulos de emissão de estados e municípios que tenham sido objeto de refinanciamento pelo Tesouro Nacional;	100%	20% mesmo estado, município ou pessoa jurídica não-financeira; 25% do PL de mesma instituição financeira considerada como de baixo risco de crédito e 15% do PL nos demais casos.
b) Títulos de emissão de estado e municípios considerado pela entidade fechada de previdência complementar, com base em classificação, efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país, como de baixo risco de crédito; c) CDBs e RDBs e demais títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira considerada pela entidade fechada de previdência complementar, com base em classificação, efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país, como de baixo risco de crédito; d) depósitos de poupança em instituição financeira enquadrável na condição de baixo risco de crédito; e) debêntures e demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhia aberta ou sociedade de objeto exclusivo enquadrável na condição de baixo de risco de crédito; f) operações com derivativos de renda fixa em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias e de futuros exclusivamente na modalidade "com garantia";	80%	
g) cotas de fundos de investimentos no exterior (FIEEX);	10%	
Médio e Alto Risco de Crédito:		

SEGMENTO - DESCRIÇÃO	LIMITE MÁXIMO	REQUISITO DE DIVERSIFICAÇÃO
a) títulos públicos de emissão de estados e municípios que não aqueles referidos nos itens "a" e "b" do segmento de baixo risco de crédito; b) CDBs, RDBs e demais títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira não enquadrável como baixo risco de crédito ou que não tenham sido objeto de classificação de risco; c) depósitos de poupança efetuados em instituição financeira não enquadrável na condição de baixo de risco de crédito ou que não tenha sido objeto de classificação de risco; d) debêntures e demais valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhia aberta ou sociedade de objeto exclusivo não enquadráveis na condição de baixo de risco de crédito ou que não tenha sido objeto de classificação de risco;		

As aplicações em operações compromissadas devem ser classificadas nas carteiras referidas neste artigo, conforme o lastro correspondente satisfaça as condições estabelecidas para baixo risco ou médio/alto risco de crédito.

RENDA VARIÁVEL

SEGMENTO DESCRIÇÃO	LIMITE MÁXIMO	REQUISITO DE DIVERSIFICAÇÃO
Ações em Mercado:	Ações de cias. admitidas no novo mercado: 60% plano CD e 45% demais planos. Ações de cias. classificadas como nível 2: 55% plano CD e 40% demais planos. Ações de cias. classificadas como nível 1: 45% plano CD e 35% demais planos. Ações de cias. não classificadas e derivativos: 35% plano CD e 30% demais planos.	20% do capital total e capital votante; 5% mesma cia., podendo chegar a 10% no caso de participação maior ou igual a 3% do Ibovespa, IBX ou FGV-100.

SEGMENTO DESCRIÇÃO	LIMITE MÁXIMO	REQUISITO DE DIVERSIFICAÇÃO
<p>a) as ações, bônus de subscrição, recibos de subscrição e os certificados de depósito de ações de companhia aberta, adquiridos em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado por entidade credenciada na CVM;</p> <p>b) as ações subscritas em lançamentos públicos ou em decorrência do exercício do direito de preferência;</p> <p>c) operações com derivativos de renda variável em bolsa de valores ou em bolsa de mercadorias e de futuros, exclusivamente na modalidade "com garantia".</p>		
<p>Participações: Cotas de fundos de investimentos em empresas emergentes e as cotas de fundos de investimentos em participações, nos termos da regulamentação baixada pela CVM.</p>	<p>20% plano CD e 10% demais planos, observada a necessidade de que as cias. emissoras das ações integrantes dos fundos sejam admitidas no Novo Mercado ou nível 2 (no caso de empresas fechadas, deve haver compromisso formal de adesão aos padrões quando de sua abertura de capital).</p>	<p>25% do PL dos fundos e 40% considerando o conjunto com a patrocinadora e suas controladas.</p>
<p>Outros Ativos BDRs Níveis II e III, ações de cias. do Mercosul, debêntures de distribuição pública com participação nos lucros registradas na CVM e certificados de ouro físico padrão BM&F.</p>	<p>3%</p>	<p>Conforme estipulado para o segmento de renda variável na página anterior.</p>

IMÓVEIS

SEGMENTO DESCRIÇÃO	LIMITE MÁXIMO	REQUISITO DE DIVERSIFICAÇÃO
Desenvolvimento:		
Investimentos, em regime de co-participação, na realização de empreendimentos imobiliários, com vistas a sua ulterior comercialização.		25% do empreendimento.
Aluguéis e Renda:		
Investimentos em imóveis ou na realização de empreendimentos imobiliários com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações.		70% do segmento 2001 e 2002 60% do segmento 2003 50% do segmento 2005
Fundos Imobiliários:		
Investimentos em cotas de fundos de investimento imobiliário.	16% - 2001 e 2002 14% - 2003 e 2004 12% - 2005 e 2006 10% - 2007 e 2008 8% - 2009	25% do PL do fundo
Outros:		
Investimentos em imóveis de uso próprio, imóveis recebidos em dação, em pagamento ou como produto da execução de dívidas ou garantias, terrenos e outros imóveis não classificáveis nas carteiras acima referidas.		4% - único imóvel 2% - Ⓢ terrenos 2001 e 2002 1% - Ⓢ terrenos 2003 e 2004 0% - Ⓢ terrenos 2005
Empréstimos e Financiamentos:	10%	
Empréstimos a participantes:		
Financiamentos imobiliários a participantes:		

Limites Gerais

- I. Equiparam-se às aplicações realizadas diretamente pela EFPC aquelas efetuadas por meio de fundos de investimento que não os fundos de investimentos de empresas emergentes e fundos de investimento e participações ou de carteira administrativas.
- II. Somente podem integrar os diversos segmentos e carteiras referidos no Regulamento debêntures e outros valores mobiliários de distribuição pública, bônus de subscrição de companhias abertas e certificados de depósitos de ações cuja distribuição tenha sido autorizada pela CVM.
- III. O total das aplicações em valores mobiliários, exceto ações, bônus de subscrição de ações e recibos de subscrição de ações de uma mesma série, não pode exceder:

- a. 25% da série, em se tratando das inversões da própria entidade fechada de previdência complementar;
 - b. 40% da série, em se tratando das inversões da entidade fechada de previdência complementar, em conjunto com as inversões da(s) própria(s) patrocinadora(s), de sua(s) controladora(s), de sociedades por ela(s) direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum.
- IV. As aplicações em quaisquer títulos ou valores mobiliários de emissão de uma mesma pessoa jurídica – instituição financeira ou não –, de sua controladora, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum não podem exceder, no seu conjunto 30%, aí computados não só os objetos de compra definitiva, mas também aqueles objetos de empréstimos e de operações compromissadas e os integrantes das carteiras dos fundos do quais a entidade fechada de previdência complementar participar, na proporção da respectiva participação.
- V. As aplicações em quaisquer títulos ou valores mobiliários de emissão da(s) própria(s) patrocinadora(s) – instituição financeira ou não –, de sua(s) controladora(s), de sociedade por ela(s) direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum não podem exceder 10%, aí computados não só os objetos de compra definitiva, mas também aqueles objetos de empréstimos e de operações compromissadas e os integrantes das carteiras dos fundos dos quais a EFPC participe, na proporção da respectiva participação.
- VI. As ações e debêntures de emissões de companhia fechadas, inclusive aquelas de emissão de companhias adquiridas no âmbito do PND e de programas estaduais ou municipais de privatização, quando representativas de percentual igual ou superior a 0,5% do capital social da companhia desestatizada, somente podem ser alienadas por meio de leilão especial em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, observadas as condições estabelecidas pela CVM, exceto quando se tratar de alienação de participação acionária vinculada a controle.

Os limites impostos pela Resolução 2.829 aprofundaram uma tendência de estabelecer regras prudenciais baseadas em limites máximos de exposição a cada tipo de ativo, sempre preservando o papel de financiador da dívida pública historicamente cumprido pelos fundos de pensão. A própria exposição máxima dos fundos ao investimento em ações foi limitada em níveis mais baixos que aqueles estipulados em regulamentações anteriores. Na Resolução 2.829, os fundos cujos planos de benefício sejam do tipo benefício definido podem alocar no máximo 45% de seus recursos em ações. Para os planos do

tipo contribuição definida (que ainda são minoria no Brasil), o limite de exposição em ações é de 60% do portfólio⁴⁹.

Tal distribuição busca evitar a excessiva exposição dos fundos aos riscos do mercado de capitais e de outros investimentos não associados aos títulos da dívida pública. Enquanto as taxas de juros oferecidas por estes títulos mantiverem-se em patamares elevados, a busca de investimento de maior remuneração não será uma necessidade premente dos fundos de pensão frente seus (elevados) compromissos atuariais⁵⁰. A queda da taxa básica, caso ocorra, tornará o que hoje é uma opção em uma obrigação para que problemas de equilíbrio atuarial não surjam no horizonte dos fundos de pensão nacionais, qual seja, a destinação de uma porção maior de seus portfólio a aplicações não-tradicionais e/ou uma alteração na legislação (quanto aos limites de aplicação em ações) ou mesmo na meta atuarial obrigatória.

FATORES DE ADOÇÃO OU DE REPULSÃO DE INVESTIMENTOS ECONOMICAMENTE DIRECIONADOS APONTADOS PELOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL: RESULTADOS DA PESQUISA

A legislação não pode ser considerada o único fator limitante para que uma porção maior dos recursos dos fundos de pensão venha a ser alocada em IED's. Outros foram os fatores apontados nas entrevistas realizadas e nas informações

⁴⁹ Destaque-se que este limite diminui à medida que seja rebaixada a classificação da ação de acordo com os parâmetros do Novo Mercado da BOVESPA. No início de 2002, das 436 empresas com ações listadas na BOVESPA apenas 19 estavam listadas no Nível 1 e nenhuma constavam no Nível 2 ou no Nível Especial. Fica estipulada, ainda, a proibição de aquisição de ações cuja primeira distribuição pública de ações tenha sido realizada posteriormente à publicação da Resolução 2.829 e que não constem da listagem do Novo Mercado.

⁵⁰ No Brasil, as metas atuariais dos fundos de pensão são de 6% *reais* ao ano, geralmente utilizando o INPC, IGP-M ou IGP-DI como indexadores. No Japão e na Inglaterra, por exemplo, as metas atuariais *nominais* em 2001 eram respectivamente de 5,5% e 4,0% ao ano e as taxas de juros básicas de 0,1% e 4,0 ao ano (Lorenzo Filho, 2002).

obtidas a partir dos questionários remetidos aos principais fundos de pensão associados a ABRAPP⁵¹. Na tabela abaixo, sumariza-se os fatores pró e contra a alocação de recursos em IED's por parte dos fundos de pensão nacionais.

Quadro 9 - Fatores de Adoção ou de Repulsão de Investimentos Economicamente Direcionados Apontados pelos Fundos de Pensão no Brasil

Motivos apontados para alocar recursos em IED's	Motivos apontados para <i>não</i> alocar recursos em IED's
<ul style="list-style-type: none"> • Oportunidade de mercado – nicho • Altas taxas de retorno • <i>Expertise</i> já existente no staff administrativo do fundo com a área relativa ao investimento feito. • Necessidade de diversificação de portfólio 	<ul style="list-style-type: none"> • Alto risco do investimento • Baixa liquidez dos ativos envolvidos no investimento • Necessidade de grande esforço administrativo e conhecimento específico para gerenciar IED's, gerando custos mais elevados. • Retornos sociais não interessam aos fundos de pensão. Estes têm que se preocupar com a busca do maior retorno para o participante do plano • Faltam oportunidades no mercado relacionadas ao investimento em IED • Tamanho dos ativos • Compromisso fiduciário com os participantes • Estatutos não permitem • Alto custo de oportunidade dada a remuneração dos títulos públicos

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados de entrevistas com gestores de fundos de pensão e da aplicação de questionários a fundos associados a ABRAPP.

Dos fatores apontados pela pesquisa, destacam-se como fatores que incentivam o investimento em IED's:

⁵¹ Cuja cópia encontra-se no Anexo II deste capítulo. Destaque-se que a pesquisa em tela utilizou dois tipos de abordagens investigativas: o questionário enviado por internet e as entrevistas com gestores dos principais fundos de pensão do país, bem como com pesquisadores e profissionais do mercado de previdência complementar. O baixo retorno obtido com os questionários (menos de 10% do total de 280 enviados) calçou a análise que se segue principalmente nas entrevistas realizadas. Percebeu-se, ao longo do trabalho de pesquisa, que o contato direto com o entrevistado é condição *sine qua non* para sua colaboração e que, além disso, os resultados obtidos via questionários poderiam viesar a análise final dos dados dada a imensa diferença em termos de montante de ativos sob administração dos 10 maiores fundos de pensão do país e os demais fundos.

- *Oportunidade de mercado.* Alguns fundos de pensão identificam nichos de mercado que podem ser explorados e que no entanto não têm a atenção suficiente do mercado. Tal argumento fortalece a hipótese da existência de falhas de mercado e de que este não é capaz de precificar todas as oportunidades existentes funcionando como um guia perfeito para o direcionamento de investimentos. O fator específico de proximidade com o setor que foi objeto de IED pode trazer informações não disponíveis no mercado, abrindo uma oportunidade percebida apenas pelos agentes que dispõem desta proximidade e, portanto, do acesso à informação.

Este fator leva à percepção, apontada na literatura sobre o tema⁵², de que os IED's são investimentos do tipo *demand driven*. Não são os agentes de mercado como por exemplo os bancos de investimento ou outro *asset manager* que tendem a induzir ou mesmo sugerir o investimento do tipo IED. Estes são realizados muito mais por força da demanda específica dos agentes que realizam o investimento, como os fundos de pensão.

- *Altas taxas de retorno.* As taxas de remuneração esperadas para os IED's justificam o direcionamento de parte dos recursos para este tipo de investimento. Em IEDs realizados por um grande fundo de pensão nacional na área de *project finance*, a taxa de rentabilidade em 2001 foi 148% superior à meta atuarial.

- *Expertise já existente no staff administrativo do fundo com a área relativa ao investimento feito.* Tal característica tem a função de diminuir os riscos percebidos de diferentes projetos. Em alguns casos, como na área de energia, a existência de *expertise* específico torna os investimentos do tipo IED muito atraentes para a Petros, fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás. Não por outro motivo, este

⁵² Ver UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE, 1995.

fundo de pensão tem sido o mais ativo dos fundos brasileiros em investimentos tipicamente classificados como IED nas áreas de gás (como na construção de termelétricas) e petróleo (como em vários projetos no campo de Marlim, dentre outros).

- *Necessidade de diversificação de portfólio.* A busca de diversificação de portfólio justifica-se tanto pela busca de redução do risco global da carteira de investimentos quanto pela diminuição da exposição dos gestores a críticas de má administração dos recursos dos fundos. A possibilidade concreta de sanções penais aos gestores dos fundos, contida na legislação vigente, aumentou o temor quanto a processos instaurados por participantes quanto à qualidade da composição de portfólio dos fundos.

Quanto à redução dos riscos da carteira, este consolida-se por meio não apenas da diversificação do tipo de investimento, mas também em relação à área geográfica ou setor da economia que é objeto da alocação de recursos. Acima de tudo, a busca de diversificação por meio de investimentos em IED's justifica-se dada a possibilidade de escolha de IED's que apresentem baixa correlação entre a evolução de sua rentabilidade (e sua volatilidade) e a dos ativos financeiros em geral.

Destaque-se a inexistência de referências a dois fatores que, em pesquisas feitas nos EUA, comumente surgem como fatores impulsionadores dos IED's: a existência de *incentivos fiscais* e a *pressão dos participantes*. A inexistência de incentivos fiscais pode estar relacionada à falta de percepção política do potencial de investimento representado pelos fundos de pensão e do impacto positivo que tal investimento traria para o estado ou região no qual ele se realiza. Outra hipótese é a da existência de impedimentos legais para a criação de tais incentivos, como por exemplo a Lei Complementar 101/00. Em muitos casos, porém, a

inexistência de formas adequadas de mensuração dos impactos concretos dos IED's feitos a partir de incentivos fiscais torna a participação do poder público limitada. A experiência internacional mostra que dois tipos de custo devem ser levados em conta quando da decisão de montagem de suportes fiscais de incentivo a fundos de pensão que façam algum tipo de IED: os *custos de oportunidade* ligados ao direcionamento alternativo dos recursos que estão deixando de ser arrecadados e os custos (ou gastos) que serão evitados pelo setor públicos (*avoided costs*) dada a realização do IED pelos fundos de pensão. Uma conclusão mais definitiva sobre a oportunidade de ampliarem-se os incentivos fiscais direcionados à realização de IED's necessita de estudos locais mais aprofundados, não estando dentro dos objetivos desta Tese.

Quanto à ausência de pressão dos participantes dos fundos para que haja um maior direcionamento de recursos para IED's, a melhor hipótese explicativa aponta para o fato de que *os participantes estão distantes das decisões dos fundos no que diz respeito à política de investimentos destes*. Mesmos nos casos de fundos de pensão que contam com diretores eleitos, a demanda por IED's (também chamados por estes de Investimentos Socialmente Responsáveis) vem dos próprios diretores, que lutam para convencer seus representados de sua necessidade (do ponto de vista social) e da oportunidade (do ponto de vista do fundo) de realizá-los.

A própria história de constituição dos fundos de pensão no país aponta para o entendimento do porquê desta participação ser pequena. A regulamentação dos fundos de pensão no país foi feita a partir da Lei 6.435 de 15 de julho de 1977, que, em um período de forte repressão política, instituiu fundos de previdência privada que em sua quase totalidade eram do tipo benefício definido. Desta feita, os funcionários (principalmente aqueles ligados às empresas estatais, que já então contavam com os maiores fundos de pensão do país) não precisavam procurar

participar da gestão dos ativos dos fundos. O risco de arcar com eventuais desequilíbrios atuariais dos fundos concentrava-se na empresa, tendo o funcionário garantida sua renda quando de sua aposentadoria.

Com as recentes mudanças na legislação, que impõe limitações como por exemplo a paridade de contribuição entre empresas e funcionários (no caso dos fundos de empresas públicas) e com a rápida (e em curso) transformação dos planos de benefício definido em planos de contribuição definida (nos quais o risco de insuficiência de recursos para o pagamento de um certa renda esperada no período de inatividade é assumido pelo funcionário), os participantes passaram a ter uma maior preocupação com o destino dado aos recursos dos fundos de pensão⁵³. Esta, porém, ainda é insipiente e pouco generalizada⁵⁴, principalmente no sentido de perceber a importância de sua participação não apenas para que sejam garantidos seus direitos mais imediatos de futuramente receber os benefícios esperados, como principalmente de influenciar os fundos para que estes dêem uma maior atenção ao seu potencial de alocação de recursos em IED's e dos efeitos colaterais socialmente benéficos que esta atitude pode trazer, sem prejuízo de seus participantes.

As Leis Complementares nº. 109, de 30 de maio de 2001, e nº. 108, de 29 de maio de 2001, que substituíram a Lei 6.435/77 como organizadora do sistema de previdência complementar, abrem um espaço inédito aos participantes ao determinar que os conselhos fiscal e deliberativo dos fundos de pensão tenham, no mínimo, um terço de seus conselheiros eleitos pelos participantes no caso de fundos patrocinados por empresas privadas ou instituídos por sindicatos ou

⁵³ Ver Gushiken, 2002.

⁵⁴ Uma das mais recentes e importantes iniciativas no sentido da busca de uma maior organização por parte dos participantes dos fundos de pensão foi a criação da ANAPAR (Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão) em 26 de maio de 2001.

órgãos representativos de classe e representação paritária no caso de fundos de pensão cuja patrocinadora é uma empresa pública. A previsão em lei da presença *ativa* dos participantes nos fundos de pensão acena com a possível concretização de uma mudança profunda na forma de atuar principalmente dos sindicatos de trabalhadores no Brasil. A participação nas decisões de direcionamento de recursos dos fundos de pensão nacionais abre um campo de atuação distinto do “tripé clássico de atuação sindical: aumento de salários, melhores condições de trabalho e redução da jornada de trabalho. [...] Esta nova estratégia busca inserir os sindicatos na esfera do *global business*, tendo como referência seu próprio código de ética de investimentos, visando à alocação de recursos que melhor combine rentabilidade e objetivos sociais” (Gushiken, 2002). Desperdiçar esta oportunidade parece inoportuno, tanto para os sindicatos, quando toma-se em conta o atual momento delicado da organização sindical no Brasil, quanto para o próprio país, dada a carência de investimentos observada principalmente nas áreas industrial e de infraestrutura urbana.

Também não citada na pesquisa, a *pressão política* para o direcionamento de recursos para IED’s é um fator de difícil desconsideração. Neste caso, é mais sensato supor a existência de algum tipo de constrangimento que tenha feito com que os gestores não admitissem a existência de tais pressões em sua resposta aos questionários ou mesmo nas entrevistas realizadas, em que pese o compromisso de sigilo previamente assumido.

Os fatores que desincentivam o investimento em IED’s foram mais fartamente citados na pesquisa. Destacaram-se:

- *Alto risco do investimento*. A percepção de risco associada aos IED’s varia de acordo com o tipo de investimento. Para empreendimentos ligados à área de habitação, a inexistência de mecanismos mais amplamente desenvolvidos de

divisão do risco (algo conseguido pela via da securitização dos papéis de dívida) e a inadequação da legislação vigente, dentre outros fatores⁵⁵, ampliam sobremaneira o risco do investidor, criando uma situação típica na qual o ambiente institucional conspira contra a ampliação do volume de investimento e do número de inversores presentes no mercado.

Para investimentos do tipo *venture capital*, o principal fator que amplia a percepção de risco do agente investidor é a ausência de mecanismos de saída do investimento. A inexistência ou a estreiteza de mercados secundários para papéis de pequenas e médias empresas conferem a este tipo de inversão uma ampliação brutal do risco, tornando-se, muitas vezes, um fator proibitivo à realização do investimento.

Para arranjos de *project finance*, por sua vez, os riscos percebidos são específicos aos projetos e relacionam-se intimamente à falta de *expertise* dos administradores dos fundos com as áreas que são objeto do investimento e à diminuta existência de agentes externos que assessorem a realização da inversão.

- *Baixa liquidez dos ativos envolvidos no investimento.* Intimamente associada à ausência de mercados secundários para papéis que viabilizem a inversão dos fundos de pensão em IED's (como papéis representativos de cotas de fundos de investimento ou ações de empresas de médio porte) está a baixa liquidez atribuída aos ativos envolvidos neste tipo de investimento. Sem mercados secundários desenvolvidos não há como sair do ativo sem o envolvimento de grandes perdas patrimoniais. Como os fundos de pensão têm cronogramas rígidos de desembolso associados ao pagamento dos benefícios contratados, a rigidez proporcionada por

⁵⁵ No capítulo 6 a questão do financiamento imobiliário é tratada com mais detalhes.

vários tipos de IED assusta e afasta os fundos de pensão deste tipo de investimento.

- *Necessidade de grande esforço administrativo e conhecimento específico para gerenciar IED's, conduzindo a custos mais elevados.* Dada a ausência de agentes de mercado que façam a intermediação de IED's, cabe aos próprios fundos de pensão buscar internamente a habilidade técnica para gerenciar investimentos cujas especificidades nem sempre estão ao fácil alcance de seus gestores. O resultado concreto é uma elevação dos custos administrativos associados à opção por IED's, o que evidentemente diminui a rentabilidade esperada deste tipo de investimento.

- *Retornos sociais não interessam aos fundos de pensão. Estes têm que se preocupar com a busca do maior retorno para o participante do plano.* Para boa parte dos gestores de fundos de pensão, a única e não apenas principal preocupação foca-se na busca do maior retorno possível, dado um nível de risco aceitável, obtido pelos investimentos realizados. Os efeitos colaterais que eventualmente podem ser obtidos por intermédio dos investimentos dos fundos de pensão não deveriam preocupar aos seus gestores. No fundo, tal manifestação guarda algum tipo de aderência à *regra do homem prudente*, pilar da legislação americana que regula o comportamento dos gestores de fundos de pensão nos EUA. A cada vez maior profissionalização destes gestores e a ainda pequena participação de diretores eleitos no *board* diretor dos fundos acaba por gerar comportamentos que evitam ou mesmo ignoram o potencial que os fundos de pensão têm de serem investidores de longo prazo, dadas as suas características já discutidas no capítulo 3 desta Tese.

- *Faltam oportunidades no mercado relacionadas ao investimento em IED.* A ausência de oportunidades ou de instrumentos no mercado que viabilizem a maior participação dos fundos de pensão em IED's reforça a argumentação de que os IED's são *demand driven*. Alguns gestores concordam com a idéia de que os *asset*

managers obtêm elevadas remunerações com os produtos que já existem e que estão disponíveis no mercado e que, a menos que o fundo de pensão tenha uma demanda explícita por IED's, os administradores de recursos não inovarão na gestão destes. O motivo maior para tal conservadorismo é o receio de "errar sozinho". Se todos ou a maior parte dos administradores de recursos errarem juntos, este tende a ser considerado um erro natural por aqueles que julgam suas decisões. Sozinho, o *asset manager* corre o risco de explicitar sua decisão e não ter com quem dividir a responsabilidade pelas eventuais conseqüências negativas da mesma.

- *Tamanho dos ativos.* O conjunto dos fundos de pensão brasileiros, dada a magnitude de seus ativos, conta com um grande potencial de alocação de recursos em IED's. Na prática, porém, a grande concentração destes ativos em poucas fundações faz com que muito fundos tenham pouca margem de manobra para alocarem recursos em IED's. Como destacado, 48,4% do total de fundos não realizam investimentos em outras categorias que não as de renda fixa e renda variável. Nestas modalidades, prevalecem as ações *blue chips* os títulos públicos.

- *Compromisso fiduciário com os participantes.* Alguns administradores de fundos de pensão foram explícitos em afirmar que a ausência de investimentos do tipo IED justificava-se pelo seu compromisso fiduciário com os participantes do fundo. Tal fuga de ativos que não os mais tradicionais do mercado justifica-se dado o histórico de "sucesso" dessa conduta⁵⁶ e a tendência, já comentada, de um *comportamento de manada* de tais gestores quanto às decisões de como alocar os recursos sob sua

⁵⁶ Tal sentimento de "sucesso" na administração dos recursos dos fundos de pensão percebido em vários gestores encontra justificativa no contínuo crescimento da massa de recursos dos fundos e nas constantes superações da meta atuarial obtidas em anos recentes. Nem mesmo a confrontação desta crença com o fato, por exemplo, das perdas oriundas das fortes quedas das cotações das ações

administração. Nem mesmo o argumento da busca por uma maior diversificação dos ativos e portanto de uma diminuição do *risco global* da carteira de investimentos provoca uma sequer tênue tendência de revisão na estratégia de alocação de recursos sob administração de tais gestores. Neste caso, o medo de errar sozinho supera a racionalidade proposta pela teoria de alocação de portfólio.

- *Estatutos não permitem.* O argumento da vedação estatutária de investimentos do tipo IED calca-se muito mais em uma determinada leitura que se faz quanto à responsabilidade fiduciária explicitada nestes estatutos do que em uma proibição absoluta à canalização de recursos a este tipo de destinação. Mais uma vez, pesa o receio quanto a futuras acusações de má administração dos recursos dos fundos.

- *Alto custo de oportunidade dada a remuneração dos títulos públicos.* Este é o argumento mais utilizado pelos gestores dos fundos de pensão para justificar a canalização de recursos para outros fins que não IED's. A persistência da manutenção de altas taxas de juros, como já discutido no capítulo 4, tornou-se uma exigência do modelo de estabilização adotado. Desta feita, a manter-se o atual *status quo* político e econômico, dificilmente os fundos de pensão canalizarão, espontaneamente, um volume maior de recursos para IED's que aquele hoje já alocado.

Nenhum dos gestores entrevistados citou a *baixa performance dos IED's realizados no passado* como fator que levou a uma diminuição ou eliminação dos IED's de seu fundo de pensão. Tal ausência pode indicar que os gestores que já realizaram IED's estão satisfeitos com tais investimentos (e a maioria mostra-se plenamente satisfeita e tem planos de aumentar o volume e o percentual de recursos destinados a IED's no futuro), ou que não há porque decepcionar-se com

negociadas na BOVESPA em 2001 atenua a sensação de que o comportamento conservador foi o

IED's uma vez que estes nunca foram feitos anteriormente (o que é o caso da imensa maioria dos fundos de pensão nacionais).

Também a *ausência de suportes governamentais que ofereçam garantias em última instância aos investidores* pouco foi citada nas entrevistas e questionários. Isso pode indicar que os mecanismos existentes de suporte são suficientes ou que, dado o baixo interesse por IED's tal necessidade ainda não foi plenamente sentida. De qualquer modo, a ausência de tais suportes (discutidos com mais detalhes no capítulo 6) amplia a percepção de risco dos agentes potencialmente inversores em IED's, afastando-os deste tipo de inversão.

Discutidos os fatores que conduzem ou afastam os fundos de pensão de IED's, apresenta-se abaixo um resumo dos principais tipos de IED e suas características centrais. No capítulo 6 discute-se mais a fundo as modalidades de IED relacionadas ao investimento imobiliário em habitação e ao *project finance*.

Quadro 10 - Matriz de Investimentos Alternativos de Fundos de Pensão no Brasil

Área de Investimento	Modalidade do Projeto	Perfil de Risco
Habitação de baixo custo	O requisito principal é um mercado secundário eficiente de recebíveis imobiliários. Garantias oferecidas aos compradores destes papéis são importantes	O financiamento direto, sem securitização, é extremamente arriscado. Mesmo com securitização, garantias oferecidas por agências oficiais são importantes
Projetos de infraestrutura	<ul style="list-style-type: none"> • Participação direta em <i>project finance</i> • Aquisição de cotas de um fundo de investimento especializado em projetos de infraestrutura 	A participação direta em um arranjo de <i>project finance</i> implica um risco maior e exige maior capacitação interna do fundo em selecionar e monitorar projetos. A reputação dos parceiros envolvidos é fundamental para avaliar o risco. O uso de um fundo de investimentos especializado dilui os riscos, mas exige

melhor possível e, portanto, continuará a sê-lo nos próximos anos.

Área de Investimento	Modalidade do Projeto	Perfil de Risco
		habilidade de identificar gestores com perfil adequado.
<i>Funding</i> para pequenas e médias empresas, particularmente para setores emergentes da economia (biotecnologia, software, etc)	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamento direto • Fundos de <i>venture capital</i> 	<i>Venture capital</i> é a modalidade mais arriscada de investimento de <i>private equity</i> . Aplicam-se todos os riscos usuais desta classe de ativos, mais os riscos de mortalidade de empresas emergentes. A participação de empresas públicas (BNDES, SEBRAE) e órgãos multilaterais (BID, IFC) pode diminuir a percepção de risco.
Reestruturação e consolidação de empresas	<ul style="list-style-type: none"> • Fundos de <i>venture capital</i> • Fundos de <i>private equity</i>. Aquisição de participações minoritárias em empresas fechadas de porte médio ou grande com o intuito de promover melhorias operacionais e estratégicas ou consolidação em um negócio maior, capaz de interessar um investidor estratégico.	O maior risco está associado às opções de saída destes investimentos. Como o mercado de valores mobiliários no Brasil é pouco desenvolvido, a opção mais viável é a venda da participação a um investidor estratégico. A reputação da firma que gere o fundo <i>private equity (general partner)</i> é um fator fundamental. A falta de um histórico de desempenho deste tipo de investimento no Brasil contribui para a elevação da percepção de risco pelos agentes.

Fonte: Rabelo, 2000.

CONCLUSÃO

A modificação do atual perfil de alocação de recursos por parte dos fundos de pensão nacionais requer um conjunto de alterações tanto nas condições institucionais quanto nas condições macroeconômicas atualmente vigentes. Sem uma melhor estruturação dos instrumentos e mercados secundários de renegociação de ativos financeiros, dificilmente os gestores de ativos direcionarão um montante maior de recursos a investimentos outros que não os que hoje concentram a maioria das posições dos fundos: renda variável (28,7%) e renda fixa (48,5%).

Mesmo o eventual crescimento dos ativos totais destes agentes via criação de novos fundos pela figura do instituidor ou por intermédio da constituição de

fundos de pensão para servidores públicos, apenas resultará em crescimento da massa de recursos caso o cenário macroeconômico se modifique. Caso contrário, poucos agentes arriscarão assumir posições ilíquidas e compromissos de longo prazo, alocando suas economias pessoais em previdência privada⁵⁷. Muito menos os gestores dos recursos dos fundos de pensão destinarão esforços para compor sua carteira de investimentos com IED's ligados ao financiamento do investimento industrial de longo prazo ou voltado à reestruturação da infra-estrutura urbana.

Os temores individuais de tais gestores quanto à alocação de recursos só serão atenuados quando um novo ambiente institucional começar a ser construído e quando novos parâmetros macroeconômicos forem erigidos. O capítulo derradeiro destina-se a compreender a constituição deste entorno institucional e macroeconômico e a encaminhar sugestões de alteração deste contexto com o intuito de entender as dificuldades presentes em cada um dos tipos de IED escolhido para análise, além de encaminhar sugestões para que os fundos de pensão nacionais possam canalizar uma porção maior de seus recursos a este tipo de investimento.

⁵⁷ A menos, obviamente, que seja inserido algum item de compulsoriedade no ingresso em fundos de pensão, por exemplo, dirigidos a servidores públicos. Destaque-se que tal obrigatoriedade feriria o texto da Lei que ordena o funcionamento dos fundos de pensão no país, no qual explicita-se como facultativa a adesão ao fundo por parte do funcionário de empresa que vier a instituí-lo.

ANEXO I

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
ABBOTTPREV	89,33%	10,67%	0,00%	0,00%
ABBPREV	84,07%	15,93%	0,00%	0,00%
ABRILPREV	86,50%	13,50%	0,00%	0,00%
ACEPREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ACOS	68,53%	24,96%	5,60%	0,91%
AEROS	21,56%	4,44%	14,85%	59,15%
AERUS	35,81%	42,93%	13,78%	7,49%
AGPREV	66,23%	32,66%	0,00%	1,11%
AGROS	67,37%	17,81%	9,85%	4,97%
AKZOPREV	75,66%	22,98%	0,00%	1,36%
ALCANPREV	69,83%	30,17%	0,00%	0,00%
ALCOA PREVI	72,75%	27,25%	0,00%	0,00%
ALLERGAN PREV	82,98%	17,02%	0,00%	0,00%
ALPHA	70,47%	15,88%	10,26%	3,40%
AMEX PREV	79,16%	20,84%	0,00%	0,00%
ARUS	67,92%	20,53%	9,33%	2,22%
ASBACE	91,95%	0,00%	1,57%	6,48%
ATTILIO FONTANA	56,70%	29,87%	12,45%	0,98%
AVONPREV	98,56%	1,44%	0,00%	0,00%
AZENPREV	78,25%	21,75%	0,00%	0,00%
B - D PREV	81,22%	18,43%	0,00%	0,35%
BANDEPREV	92,92%	5,06%	1,18%	0,83%
BANESES	66,91%	23,73%	5,72%	3,64%
BANESPREV	81,34%	13,03%	0,98%	4,65%
BANKBOSTON	76,55%	23,45%	0,00%	0,00%
BANORTE	90,72%	4,47%	4,70%	0,10%
BANRISUL/FBSS	67,58%	21,58%	8,44%	2,40%
BASES	80,51%	12,45%	6,16%	0,88%
BASF PP	76,90%	21,52%	0,72%	0,86%
BB PREVIDENCIA	93,10%	6,90%	0,00%	0,00%
BCO. SUMITOMO	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
BERONPREV	97,71%	0,00%	0,00%	2,29%
BETZDEARBORN	89,42%	10,58%	0,00%	0,00%
BiEMPRESARIAL	81,51%	18,49%	0,00%	0,00%
BIPREV	89,49%	10,51%	0,00%	0,00%
BLS PREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
BOAVISTAPREV	91,34%	0,00%	8,65%	0,01%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
BOMPREV	94,48%	5,52%	0,00%	0,00%
BOTICARIO PREV	80,96%	19,04%	0,00%	0,00%
BRASILETROS	32,84%	51,62%	12,65%	2,89%
BRASLIGHT	85,48%	6,00%	8,51%	0,01%
BRASPREV	81,39%	17,87%	0,00%	0,74%
BRISTOL-MYERS	85,78%	14,22%	0,00%	0,00%
BUNGEPREV	76,93%	23,07%	0,00%	0,00%
CABEA	84,32%	10,82%	4,55%	0,31%
CABEC	46,48%	34,51%	17,26%	1,75%
CAEMI	45,94%	25,77%	27,22%	1,07%
CAFBEF	92,76%	0,09%	3,23%	3,93%
CANADA LIFE	84,03%	15,97%	0,00%	0,00%
CAPAF	56,00%	18,88%	18,72%	6,41%
CAPEF	61,73%	21,46%	11,64%	5,17%
CAPESESP	70,44%	12,45%	11,57%	5,54%
CAPOF	96,43%	0,97%	1,08%	1,52%
CARBOPREV	77,63%	22,37%	0,00%	0,00%
CARFEPE	77,14%	15,78%	7,05%	0,03%
CASA	94,36%	5,64%	0,00%	0,00%
CASFAM	69,80%	19,06%	9,48%	1,66%
CAVA	95,50%	3,62%	0,88%	0,00%
CBS	43,81%	41,81%	10,42%	3,96%
CCF	77,19%	22,79%	0,00%	0,02%
CELOS	47,89%	30,06%	6,58%	15,46%
CELPOS	55,05%	33,65%	8,43%	2,87%
CENTRUS	35,65%	50,01%	6,73%	7,62%
CENTRUS/MT	29,11%	16,04%	3,20%	51,65%
CEPLUS	1,88%	0,00%	2,71%	95,41%
CERES	51,46%	33,32%	10,60%	4,62%
CHAMPREV	87,15%	8,35%	0,00%	4,50%
CIBRIUS	52,49%	32,23%	7,78%	7,50%
CIC-PREV	82,81%	17,19%	0,00%	0,00%
CIFRAO	64,67%	7,30%	17,78%	10,25%
CISPER PP	74,32%	25,68%	0,00%	0,00%
CITIPREVI	81,20%	18,80%	0,00%	0,00%
COFAPREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
COMPREV	84,52%	6,72%	6,76%	2,00%
COMSHELL	61,99%	19,39%	18,62%	0,00%
CORRENTE	77,11%	22,89%	0,00%	0,00%
CP PREV	80,85%	19,15%	0,00%	0,00%
CREDIPREV	87,62%	7,45%	4,87%	0,05%
CREMERPREV	93,03%	0,00%	0,00%	6,97%
CRYOVAC	85,57%	14,43%	0,00%	0,00%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
CYAMPREV	78,78%	21,22%	0,00%	0,00%
DAREXPREV	81,80%	18,20%	0,00%	0,00%
DCPREV	69,95%	24,01%	5,01%	1,02%
DERMINAS	78,68%	11,75%	7,03%	2,54%
DESBAN	63,61%	21,86%	10,89%	3,63%
DUPREV	70,49%	29,36%	0,15%	0,00%
DURATEX	67,09%	29,41%	2,50%	1,01%
EATONPREV	69,04%	30,31%	0,00%	0,65%
ECONOMUS	74,14%	22,64%	2,13%	1,09%
ECOS	80,68%	6,19%	12,61%	0,52%
EDS PREV	78,17%	21,83%	0,00%	0,00%
ELBA	92,16%	7,84%	0,00%	0,00%
ELETRA	65,57%	12,94%	19,33%	2,16%
ELETROCEEE	69,27%	24,86%	3,92%	1,95%
ELETROS	64,42%	26,94%	6,60%	2,04%
ELOS	76,78%	16,26%	5,28%	1,68%
ENERSUL	75,84%	21,18%	1,68%	1,31%
ESCELSOS	77,36%	19,58%	1,61%	1,45%
F.F.M.B.	70,28%	29,16%	0,56%	0,00%
F.GUIMARAES	58,68%	38,13%	3,20%	0,00%
FABASA	83,17%	11,17%	0,00%	5,66%
FACEAL	73,34%	18,14%	0,00%	8,52%
FACEB	69,94%	18,85%	9,56%	1,66%
FACEPI	65,88%	12,95%	17,13%	4,03%
FACHESF	48,50%	41,82%	4,41%	5,27%
FACOPAC	85,85%	14,15%	0,00%	0,00%
FAECES	59,90%	34,29%	0,00%	5,81%
FAELBA	72,65%	18,07%	6,36%	2,93%
FAELCE	75,03%	16,94%	6,87%	1,16%
FAIRPLAN	74,97%	16,87%	8,16%	0,00%
FAPA	66,59%	17,87%	10,66%	4,88%
FAPECE	52,00%	0,00%	44,62%	3,38%
FAPERS	70,95%	11,77%	15,66%	1,62%
FAPES	60,23%	27,73%	8,54%	3,50%
FAPIEB	24,48%	10,26%	62,20%	3,06%
FASASS	73,58%	19,13%	7,30%	0,00%
FASC	73,64%	26,06%	0,30%	0,00%
FASCEMAR	42,68%	38,28%	17,26%	1,79%
FASERN	70,80%	24,74%	2,87%	1,60%
FCRT	79,98%	12,91%	5,83%	1,29%
FEMCO	56,32%	20,42%	21,99%	1,27%
FENIPREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FGV-PREVI	79,29%	20,71%	0,00%	0,00%
FIBERGLAS	79,13%	20,87%	0,00%	0,00%
FIBRA	72,08%	17,97%	7,35%	2,60%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
FIOPREV	81,88%	5,76%	4,89%	7,48%
FIPECQ	59,57%	32,76%	5,07%	2,60%
FMCPREV	75,25%	22,87%	0,00%	1,88%
FOLHAPREV	89,44%	10,56%	0,00%	0,00%
FORD	73,16%	25,20%	1,64%	0,00%
FORLUZ	82,75%	9,64%	5,71%	1,91%
FPMN	75,48%	24,52%	0,00%	0,00%
FRANCISCO CONDE	0,00%	2,70%	97,30%	0,00%
FUCAE	81,04%	0,23%	18,70%	0,03%
FUCAP	74,57%	8,55%	12,89%	3,99%
FUMBESC	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FUNASA	34,74%	46,68%	17,14%	1,44%
FUNBEP	76,76%	11,86%	8,99%	2,39%
FUNCASAL	82,40%	11,25%	1,70%	4,64%
FUNCEF	33,89%	35,26%	21,82%	9,02%
FUND. BRASISAT	99,79%	0,00%	0,00%	0,21%
FUNDACAO CESP	60,38%	32,47%	5,70%	1,46%
FUNDACAO COPEL	64,32%	27,92%	6,37%	1,39%
FUNDACAO CORSAN	33,71%	4,28%	54,64%	7,37%
FUNDAÇÃO ITAÚSA	90,82%	7,59%	1,59%	0,00%
FUNDAMBRAS	68,58%	24,41%	5,91%	1,10%
FUNDIAGUA	66,78%	26,81%	1,14%	5,27%
FUNEPP	62,14%	31,05%	6,81%	0,00%
FUNGRAPA	84,89%	9,14%	3,67%	2,29%
FUNPADEPAR	74,08%	0,00%	25,92%	0,00%
FUNREDE	70,68%	4,42%	13,00%	11,90%
FUNSEJEM	81,16%	18,82%	0,00%	0,02%
FUNSSSEST	54,90%	32,68%	6,18%	6,24%
FUNTERRA	76,19%	20,30%	0,29%	3,22%
FUSAN	64,25%	24,51%	6,19%	5,05%
FUSESC	71,63%	10,81%	11,00%	6,57%
GAROTO	72,37%	23,96%	0,00%	3,67%
GASIUS	43,17%	42,71%	12,57%	1,55%
GEAP	79,94%	20,02%	0,04%	0,00%
GEBSA-PREV	79,64%	20,36%	0,00%	0,00%
GEIPREV	46,30%	37,25%	13,66%	2,79%
GERDAU	71,62%	28,38%	0,00%	0,00%
GOODYEAR	77,66%	20,98%	0,00%	1,36%
GTMPREVI	80,51%	19,16%	0,00%	0,34%
GZM PREVI	91,40%	8,60%	0,00%	0,00%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
HERINGPREV	75,59%	24,41%	0,00%	0,00%
HOLANDAPREVI	83,50%	16,50%	0,00%	0,00%
HP PREV	83,00%	17,00%	0,00%	0,00%
IAJA	77,23%	21,32%	1,45%	0,00%
IBM	54,67%	35,98%	9,35%	0,00%
ICATU HARTFORD	77,75%	22,25%	0,00%	0,00%
ICI CORAL	82,27%	17,73%	0,00%	0,00%
IJMS	72,49%	27,51%	0,00%	0,00%
INDUSPREVI	82,14%	16,09%	1,78%	0,00%
INERGUS	72,98%	20,77%	4,70%	1,56%
INFRAPREV	71,27%	17,74%	8,68%	2,31%
INSTITUTO AMBEV	62,47%	34,05%	3,48%	0,00%
ISBRE	76,87%	9,32%	12,86%	0,96%
ITAUBANCO	81,89%	12,82%	5,25%	0,04%
J & HIGGINS	78,64%	21,36%	0,00%	0,00%
JOHNSON	71,08%	28,01%	0,91%	0,00%
JOSAPREV	77,15%	22,85%	0,00%	0,00%
KPMG PREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
LILLYPREV	70,15%	25,66%	0,00%	4,20%
LLOYDS	74,97%	25,03%	0,00%	0,00%
LWW PREV	81,25%	18,75%	0,00%	0,00%
MAGNUS	96,95%	2,81%	0,23%	0,00%
MAPPIN	37,45%	15,14%	47,41%	0,00%
MARCOPREV	77,91%	22,09%	0,00%	0,00%
MARISOL	87,49%	9,62%	0,00%	2,89%
MAUA PREV	71,14%	23,22%	5,65%	0,00%
MCPREV	86,26%	13,74%	0,00%	0,00%
MENDESPREV	51,23%	4,92%	43,85%	0,00%
MERCAPREV	84,56%	15,44%	0,00%	0,00%
MercerPREV	74,48%	25,52%	0,00%	0,00%
MESSIUS	88,59%	11,41%	0,00%	0,00%
METRUS	69,38%	23,46%	5,77%	1,38%
MSD PREV	68,81%	31,19%	0,00%	0,00%
MULTIPARANA	89,51%	10,49%	0,00%	0,00%
MULTIPENSIONS	93,93%	6,07%	0,00%	0,00%
MULTIPLA	85,28%	14,72%	0,00%	0,00%
MULTIPREV	77,66%	22,34%	0,00%	0,00%
NALCOPREV	89,49%	10,51%	0,00%	0,00%
NUCLEOS	69,08%	19,25%	9,88%	1,79%
ODEPREV	94,74%	5,26%	0,00%	0,00%
OESPREV	86,26%	13,74%	0,00%	0,00%
ORIUS	11,27%	0,00%	11,46%	77,26%
P&G PREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PARSE	54,86%	10,64%	34,50%	0,00%
PEIXOTO	96,14%	0,00%	0,00%	3,86%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
PERDIGAO	86,77%	13,23%	0,00%	0,00%
PETROS	52,19%	28,44%	9,70%	9,67%
PFIZER PREV	79,32%	20,68%	0,00%	0,00%
PHILIP MORRIS	80,63%	19,37%	0,00%	0,00%
PINUSPREV	96,65%	2,06%	0,00%	1,30%
PLPREV	78,64%	21,36%	0,00%	0,00%
PORTOPREV	97,92%	2,08%	0,00%	0,00%
PORTUS	44,55%	30,98%	21,78%	2,69%
POSTALIS	71,50%	19,02%	6,22%	3,27%
POTIPREV	99,74%	0,00%	0,26%	0,00%
POUPREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
POWERPrev	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PREBEG	70,01%	21,85%	5,79%	2,35%
PRECE	56,13%	32,19%	11,06%	0,61%
PREV. AMERICA	98,82%	1,18%	0,00%	0,00%
PREV. MOTOROLA	83,23%	16,77%	0,00%	0,00%
PREVBEP	71,02%	25,40%	1,49%	2,09%
PREVCAPCO	73,89%	26,11%	0,00%	0,00%
PREVCHEVRON	86,32%	13,68%	0,00%	0,00%
PREVCUMMINS	70,10%	29,37%	0,53%	0,00%
PREVDATA	41,46%	44,94%	10,49%	3,12%
PREVDEUTSCHE	91,81%	8,19%	0,00%	0,00%
PREVDOW	66,72%	32,39%	0,00%	0,90%
PREVEME	72,84%	27,16%	0,00%	0,00%
PREVER HAAS	71,11%	28,89%	0,00%	0,00%
PREVHAB	60,13%	18,09%	21,10%	0,68%
PREVHENKEL	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PREVI - FIERN	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PREVI - SIEMENS	77,96%	22,04%	0,00%	0,00%
PREVI GILLETTE	72,24%	26,80%	0,00%	0,96%
PREVI INCEPA	87,18%	11,05%	0,00%	1,77%
PREVI NOVARTIS	79,15%	20,07%	0,78%	0,00%
PREVI/BB	25,35%	58,24%	6,24%	10,16%
PREVIALBARUS	82,37%	17,63%	0,00%	0,00%
PREVIARMCO	80,63%	18,20%	0,00%	1,16%
PREVIBAN	65,94%	22,26%	8,21%	3,59%
PREVI-BANERJ	30,92%	39,04%	30,01%	0,03%
PREVIBAYER	72,98%	18,19%	8,33%	0,51%
PREVIBOSCH	66,13%	30,64%	0,60%	2,63%
PREVICAR	86,98%	13,02%	0,00%	0,00%
PREVICASTROL	70,26%	29,74%	0,00%	0,00%
PREVICAT	70,22%	25,59%	4,19%	0,00%
PREVICEL	93,00%	5,05%	0,00%	1,95%
PREVICOKE	73,20%	26,80%	0,00%	0,00%
PREVID EXXON	56,50%	43,50%	0,00%	0,00%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
PREVIDA	93,41%	4,96%	1,63%	0,00%
PREVI-ERICSSON	79,08%	20,92%	0,00%	0,00%
PREVIF	77,40%	22,60%	0,00%	0,00%
PREVIGEL	77,37%	22,63%	0,00%	0,00%
PREVI-GM	71,07%	26,60%	2,33%	0,00%
PREVIHONDA	80,42%	19,58%	0,00%	0,00%
PREVIKODAK	72,55%	27,45%	0,00%	0,00%
PREVILAVORO	93,26%	6,74%	0,00%	0,00%
PREVILEAF	62,72%	37,28%	0,00%	0,00%
PREVILLARES	78,62%	16,56%	3,80%	1,01%
PREVILLOYDS	78,64%	21,36%	0,00%	0,00%
PREVIM	77,84%	22,16%	0,00%	0,00%
PREVIMA	81,73%	18,27%	0,00%	0,00%
PREVIMAT	88,45%	9,47%	0,00%	2,08%
PREVIMINAS	72,98%	9,80%	10,95%	6,27%
PREVIMULTIPLIC	78,47%	21,53%	0,00%	0,00%
PREVINDUS	60,31%	37,47%	0,00%	2,23%
PREVINOR	70,56%	20,30%	8,69%	0,45%
PREVINORTE	79,72%	13,08%	4,33%	2,87%
PREVIPLAN	76,68%	22,20%	0,00%	1,11%
PREVIQ	85,18%	14,82%	0,00%	0,00%
PREVIRB	85,20%	5,94%	8,46%	0,41%
PREVIREFINACOES	79,08%	20,92%	0,00%	0,00%
PREVISA0	95,38%	4,07%	0,00%	0,55%
PREVISC	82,73%	11,75%	4,25%	1,26%
PREVISCANIA	77,98%	22,02%	0,00%	0,00%
PREVISTIHL	73,60%	26,40%	0,00%	0,00%
PREVITDB	74,47%	22,19%	3,35%	0,00%
PREVIVER	98,60%	1,40%	0,00%	0,00%
PREVMILL	92,83%	7,17%	0,00%	0,00%
PREVMOBIL	76,11%	23,89%	0,00%	0,00%
PREVMON	88,57%	11,43%	0,00%	0,00%
PREVPISA	89,51%	10,49%	0,00%	0,00%
PREVQUAKER	74,61%	24,08%	0,00%	1,31%
PREVSAN	86,60%	4,15%	2,77%	6,48%
PREVUNIAO	78,42%	18,92%	2,11%	0,55%
PREVYASUDA	97,69%	0,00%	2,31%	0,00%
PRhosper	72,12%	16,67%	11,21%	0,00%
PRODUBAN	90,22%	0,00%	9,78%	0,00%
PROMON	54,65%	35,64%	8,89%	0,82%
PSS/PHILIPS	53,18%	24,79%	20,18%	1,85%
RANDONPREV	79,97%	20,03%	0,00%	0,00%
RBS PREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
REAL GRANDEZA	72,76%	19,97%	4,00%	3,27%
RECKITT	74,66%	25,34%	0,00%	0,00%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
REFER	69,13%	10,78%	20,08%	0,01%
REGIUS	67,66%	22,11%	7,59%	2,63%
RESAPREV	76,99%	17,15%	3,18%	2,68%
RIBEIRAO PREV	87,71%	12,29%	0,00%	0,00%
ROCHEPREV	88,83%	11,17%	0,00%	0,00%
ROYALPREV	75,79%	24,21%	0,00%	0,00%
SABESPREV	66,38%	30,12%	2,36%	1,14%
SANEPREVI	89,46%	4,28%	4,63%	1,63%
SANPREV	76,31%	11,14%	11,50%	1,06%
SAO BERNARDO	65,67%	28,02%	6,31%	0,00%
SAO FRANCISCO	47,05%	44,25%	4,85%	3,86%
SAO RAFAEL	78,35%	19,99%	0,00%	1,66%
SARAHPREV	78,74%	21,26%	0,00%	0,00%
SCHNEIDER	71,45%	23,61%	4,07%	0,87%
SEAGRAM	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SEGURIDADE	86,32%	6,31%	7,37%	0,00%
SERGUS	80,40%	12,16%	5,37%	2,08%
SERPROS	31,41%	48,61%	17,17%	2,81%
SIAS	5,07%	24,39%	63,50%	7,04%
SILIUS	2,98%	0,78%	71,58%	24,66%
SISTEL	55,61%	38,88%	4,66%	0,85%
SOMUPP	98,00%	0,00%	2,00%	0,00%
SPASAPREV	76,52%	21,45%	0,00%	2,04%
STEIO	83,26%	2,83%	13,91%	0,00%
SULAMULTI	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SUPRE	82,64%	15,77%	0,11%	1,48%
SUPREV	49,99%	27,83%	18,28%	3,89%
SWPREV	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TELOS	75,81%	17,54%	4,72%	1,93%
TETRA PAK PREV	77,44%	22,56%	0,00%	0,00%
TEXPREV	71,62%	28,38%	0,00%	0,00%
TEXTIL PREV	88,73%	11,27%	0,00%	0,00%
TRAMONTINAPREV	75,28%	24,72%	0,00%	0,00%
TREVO	66,92%	23,83%	7,64%	1,61%
TRICHESPREV	64,55%	32,16%	3,30%	0,00%
ULTRAPREV	50,73%	37,88%	2,72%	8,67%
UNIPREVI	84,26%	14,14%	1,60%	0,00%
UNISYS-PREVI	84,17%	14,66%	0,75%	0,42%
URANUS	62,37%	11,33%	26,22%	0,08%
USIMINAS	63,87%	21,88%	13,68%	0,57%
UTCPREV	79,42%	20,58%	0,00%	0,00%
VALIA	55,81%	34,83%	7,58%	1,78%
VAN LEER	79,81%	20,19%	0,00%	0,00%
VIKINGPREV	80,31%	17,63%	0,00%	2,07%
VOITH PREV	85,42%	14,58%	0,00%	0,00%

Diversificação dos Ativos de Investimento

Posição de 06/06/2001

	Renda Fixa	Renda Variável	Invest. Imobiliários	Outros
VULCAPREV	73,61%	26,39%	0,00%	0,00%
VWPP	69,92%	25,48%	4,60%	0,00%
WEG	79,17%	17,00%	0,37%	3,46%
ZENECA ICIFUND	77,83%	22,17%	0,00%	0,00%
TOTAL	52,12%	35,17%	7,57%	5,13%

Fonte: MPAS – Secretaria de Previdência Complementar

ANEXO II

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

INSTITUTO DE ECONOMIA

Pesquisa: Investimentos Economicamente Direcionados

Patrocinador: FAPESP – Fundação de Amparo à Pesquisa no Estado de São Paulo

Autor: Licio da Costa Raimundo

Orientador: Prof. Dr. Luciano Galvão Coutinho

Endereço para correspondência: Av. N.Sra. de Fátima, 805, ap. T-103 CEP: 13090-000 Campinas/SP

Esta pesquisa foi elaborada com o intuito de colher informações sobre a participação dos fundos de pensão brasileiros em programas de investimento voltados a Investimentos Economicamente Direcionados⁵⁸. Estes podem ser definidos como um investimento que, além de produzir uma taxa de retorno competitiva, gera benefícios econômicos colaterais para a sociedade (para uma certa região geográfica, um determinado grupo de pessoas ou mesmo um certo setor da economia).

Esta pesquisa compõe um estudo maior que busca entender o papel potencial dos fundos de pensão na economia brasileira. Tal estudo consubstanciar-se-á na Tese de doutoramento do autor.

Garante-se o total sigilo das informações individuais aqui prestadas. Sua utilização será feita no agregado, buscando entender o comportamento do setor frente aos

⁵⁸ Esta pesquisa foi elaborada tomando por modelo a pesquisa feita por: Franken, R. et al. *Economic Target Investments. A reference for public pension funds*. Institute for Fiduciary Education, junho de 1993.

IED's. Quando fizer-se necessário aponta-las em separado, manter-se-á o sigilo quanto à fonte.

Nome do respondente:

Fundo de pensão:

Data:

PARTE 1: Informações Gerais sobre Investimentos Economicamente Direcionados (IED's)

1. O seu fundo de pensão já fez ou faz Investimentos Economicamente Direcionados? Se sim, responda as demais questões da parte 1, indo a seguir diretamente para a parte 3. Se não, vá à parte 2 deste questionário.

2. Em quais áreas seu fundo de pensão realizou IED's?

___ residencial

___ venture capital

___ escritórios comerciais

___ fundo de empresas emergentes

___ infra-estrutura urbana: ___ portos

___ aeroportos

___ rodovias

___ ferrovias

___ geração e distribuição de energia elétrica

___ geração de energia (outras formas)

___ outros _____

___ outros _____

___ outros _____

3. Seu fundo de pensão (o estatuto) impõe algum limite ao montante de investimentos que pode ser feito em projetos relacionados a IDE's?

___ sim (___ % ou R\$ ___)

___ não (___ % ou R\$ ___)

Se sim, trata-se de um limite anual ou cumulativo? ___ anual ___ cumulativo

4. Seu fundo de pensão considera o investimento em IDE como uma classe a parte de investimentos? ___ sim ___ não

Se não, em qual classe de investimento os IDE's são relacionados?

___ renda fixa:

___ títulos públicos

___ títulos hipotecários

___ empréstimos

___ outros _____

___ outros _____

___ ações:

___ venture capital

___ outros _____

___ Investimentos Alternativos

PARTE 2:

1. Seu fundo de pensão alguma vez considerou a possibilidade de realizar um IED?

___ sim

___ não

2. Seu fundo de pensão alguma vez já rejeitou a hipótese de realizar um IED?

___ sim

___ não

3. Indique as principais razões para que seu fundo de pensão não tenha aceitado inserir-se em um programa de IED

___ IED's não são autorizados pelo estatuto de nossa fundação

___ IED's estão em conflito com nossa percepção de responsabilidade fiduciária

___ IED's requerem uma dedicação/tempo maior que o disponível/desejável

___ Nosso conselho fiscal desaconselhou o investimento em IED's

___ Nunca pensamos na possibilidade de investir em programas de IED

___ Nenhum agente (banco/asset manager) jamais nos indicou investimentos em IED's

PARTE 3:

1. Seu Conselho de Administração/Fiscal alguma vez já emitiu um parecer sobre IED's?

___ sim

___ não

Se sim, seria possível enviar uma cópia deste parecer e indicar se ele é ou não confidencial?

cópia em anexo o parecer não pode ser divulgado

2. Seu fundo de pensão está interessado sobre informações a respeito da área que envolve IED's?

sim não

Se sim, indique as áreas de maior interesse

residencial venture capital

escritórios comerciais fundo de empresas emergentes

infra-estrutura urbana: portos

aeroportos

rodovias

ferrovias

geração e distribuição de energia elétrica

geração de energia (outras formas)

outros _____

outros _____

outros _____

QUESTÕES ESPECÍFICAS SOBRE IED's

Estas questões devem ser respondidas pelos fundos de pensão que têm programas de IED's

1. Em quais anos seus IED's foram realizados?

2. Quais são os objetivos destes investimentos?

ampliar a oferta de:

residências

escritórios comerciais

energia

outros _____

recursos naturais

conservação

desenvolvimento

- desenvolvimento industrial
- desenvolvimento tecnológico
- criação de empregos
- outros _____

3. Qual foi o principal motivo para que estes objetivos fossem selecionados? (aponte uma ordem de prioridade, indicando 1 para o mais importante, 2 para o segundo em ordem de importância e assim por diante)

- o mercado não costuma direcionar recursos para este objetivo e ele é rentável
- o mercado carrou recursos insuficientes para este objetivo
- outros _____

4. Quanto foi *reservado* pelo seu fundo de pensão para o investimento em IDE?

R\$ _____ (milhões)

5. Quanto foi *investido* pelo seu fundo de pensão para o investimento em IDE?

R\$ _____ (milhões)

6. Quem são os maiores responsáveis por promover e desenvolver IDE's?

Promover

Desenvolver

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> participantes | <input type="checkbox"/> participantes |
| <input type="checkbox"/> diretores executivos | <input type="checkbox"/> diretores executivos |
| <input type="checkbox"/> staff interno do fundo de pensão | <input type="checkbox"/> staff interno do fundo de pensão |
| <input type="checkbox"/> consultores | <input type="checkbox"/> consultores |
| <input type="checkbox"/> Conselho Administrativo | <input type="checkbox"/> Conselho Administrativo |
| <input type="checkbox"/> Conselho Fiscal | <input type="checkbox"/> Conselho Fiscal |
| <input type="checkbox"/> Comitê de Investimentos | <input type="checkbox"/> Comitê de Investimentos |
| <input type="checkbox"/> sindicato de trabalhadores | <input type="checkbox"/> sindicato de trabalhadores |
| <input type="checkbox"/> agência governamental | <input type="checkbox"/> agência governamental |
| <input type="checkbox"/> asset manager | <input type="checkbox"/> asset manager |
| <input type="checkbox"/> banco de investimento | <input type="checkbox"/> banco de investimento |
| <input type="checkbox"/> outros _____ | <input type="checkbox"/> outros _____ |

7. Indique o grau de dificuldade que cada item a seguir impôs à realização do IED?

1: Nenhuma dificuldade

5: muita dificuldade

Requerimentos de risco/retorno	1	2	3	4	5	
Requerimentos de liquidez		1	2	3	4	5

Requerimentos de prudência da Dir.Executiva	1	2	3	4	5	
Considerações do staff interno	1	2	3	4	5	
Considerações políticas	1	2	3	4	5	
Opinião pública		1	2	3	4	5
Opinião dos participantes	1	2	3	4	5	
Gastos relativos à participação	1	2	3	4	5	
Determinação de um benchmark adequado 1	2	3	4	5		
Outros _____	1	2	3	4	5	
Outros _____	1	2	3	4	5	

8. Indique o grau de dificuldade de operar o programa de IED realizado

1 2 3 4 5

9. Qual é a maturidade esperada de seu(s) investimento(s) do tipo IED?

___ curta ___ média ___ longa (___ anos e ___ meses)

10. Quem opera seu IED?

___ staff interno (departamento de _____) ___ gestor externo

11. Se é seu staff interno que opera seu(s) programa(s) de IED, quais são seus custos de operação para cada tipo de IED? _____(especifique R\$ ou %)

12. Se é um gestor externo que opera seu(s) programa(s) de IED, qual é sua remuneração? _____(especifique R\$ ou %)

13. Com que frequência seu(s) programa(s) de IED são avaliados?

___ trimestralmente ___ semestralmente ___ anualmente ___ outro _____

14. Esta avaliação é feita por agentes externos ao fundo de pensão?

___ sim ___ não

15. Qual benchmark é utilizado para avaliar seu(s) programa(s) de IED?

16. Como o(s) seu(s) programa(s) de IED têm se comportado em relação ao benchmark escolhido para sua avaliação?

___ superado ___ igualado ___ ficado abaixo ___ o programa é muito recente para uma avaliação correta

17. Qual é a taxa de retorno anual de seu(s) IED's? _____%

18. Quanto ao risco do investimento, como comparam-se seu(s) investimento(s) do tipo IED e seus demais investimentos?

CAPÍTULO 6

OS FUNDOS DE PENSÃO NO PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO SÉCULO XXI

O PADRÃO DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

A possível ampliação da participação dos fundos de pensão em esquemas de financiamento calcados no mercado de capitais e voltados à reestruturação da infra-estrutura e/ou à reestruturação industrial no país repousa, em última instância, no *padrão de financiamento desta economia*. Historicamente, o financiamento à atividade produtiva no Brasil dividiu-se em quatro vertentes: recursos próprios (lucros retidos), crédito bancário privado de curto e médio prazo, financiamento externo e créditos oficiais direcionados direta ou indiretamente pelo BNDES.

Ao BNDES coube, desde sua fundação em 1952, o financiamento de investimentos de maior risco e de maior vulto, ligados essencialmente à construção da infra-estrutura econômica. Desta forma, o banco caracterizou-se por ser um banco de suporte aos grandes projetos econômicos essencialmente públicos levados a cabo a partir da metade dos anos 50. *Pari passu* com este papel, o banco concedeu apoio fundamental ao erguimento e consolidação das grandes empresas públicas nacionais, responsáveis últimas pelos projetos de remodelagem da estrutura industrial do país. Apenas a partir da década de 70, com o advento do II PND, o banco passou a dividir a destinação de seus recursos com o setor privado nacional, dentro do espírito do projeto de fortalecimento da “perna fraca” do tripé sobre o qual a industrialização houvera se consolidado no país, processo este que avançou pelos anos 80 e moldou-se às necessidades de suporte ao esforço de

geração de superávits comerciais após o início do período de crise da dívida externa. Nos anos 90, o BNDES cumpriu com o papel de ser o coordenador da estratégia de desenvolvimento adotada a partir de então. Coube ao banco conduzir o Programa Nacional de Desestatização (PND), inclusive financiando empresas estrangeiras interessadas na participação no PND⁵⁹.

A instabilidade das fontes de recursos que estruturaram o *funding* do BNDES desde sua fundação dá uma idéia da fragilidade de sua inserção como banco ofertante de crédito de capital e da precariedade da própria construção de um padrão de financiamento de longo prazo no Brasil. De sua fundação até os anos 70, o banco apoiou-se em recursos orçamentários (parcelas da arrecadação do Imposto de Renda). A partir dos anos 70, o BNDES passou a calcar-se em recursos oriundos de mecanismos geradores de poupança compulsória, principalmente os recursos do Programa de Integração Social e do Programa de Assistência ao Servidor Público (PIS-PASEP) e, mais contemporaneamente, em recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

A ausência de uma provisão mais sólida de recursos nos 20 primeiros anos de vida do único banco brasileiro voltado à provisão de crédito de longo prazo no Brasil explicita a natureza do arranjo que subjaz ao padrão de financiamento de longo prazo nacional. Frente à decisão de aprofundar a indústria de bens duráveis no país, nos anos 50, coube ao Estado encontrar recursos que sustentassem os investimentos de maior prazo de maturação sem, no entanto, criá-los a partir de um rearranjo da base fiscal predominante. O BNDES nasce, desta feita, calcado em um esquema provisório de *funding*, insuficientemente alicerçado para dar suporte

⁵⁹ Tal destinação de recursos só tornou-se possível após a aprovação da Emenda Constitucional n.6, de 15 de agosto de 1995, que eliminou a distinção entre empresa de capital nacional e de capital estrangeiro.

até mesmo aos próprios investimentos demandados pelo Plano de Metas (Corrêa, 1995). Ainda assim, o BNDES constitui-se no único agente ofertante de recursos de longo prazo para investimentos no país.

Os recursos próprios das empresas nacionais, associados às linhas de crédito de curto e médio prazo oferecidas por bancos privados, constituíram-se na forma por excelência de financiamento da empresa privada nacional. Até o final do período 1930-1955, os capitais nacionais apoiavam-se quase que exclusivamente em tais fontes. Estas mostravam-se bastante apropriadas para um baixo grau de indivisibilidade técnica do capital e a baixos requisitos de escala produtiva, próprios dos ramos industriais explorados pelo capital nacional à época. A proteção tarifária associada a políticas de minidesvalorizações cambiais proporcionavam um ambiente adequado à manutenção de altos *mark-ups* e portanto de constituição de uma fonte segura e firme de financiamento para as empresas locais.

As transformações da estrutura industrial promovidas pelo bloco de inversões dos anos 50 não eliminaram esta forma de financiamento da indústria nacional. A partir daí, passa a ganhar corpo uma fonte *adicional* que asseguraria a manutenção dos *mark-ups* da indústria local, bem como a realização de ganhos expressivos por parte dos agentes financeiros, mormente bancos: a inflação crescente. A perda de referência de cálculo que o ambiente inflacionário proporciona abriu espaço para que as indústrias pudessem administrar larga margem sobre os custos operacionais, na medida em que a proteção externa operava um mecanismo de reserva de mercado em favor dos produtores nacionais. Quanto aos bancos, estes passaram a auferir grandes ganhos no *float*, ou seja, na diferença entre as taxas de captação (muito baixas) e as de empréstimo, em geral indexadas à inflação. A própria estrutura da rede bancária nacional acompanhou

esta oportunidade e espalhou-se por uma lógica onde prevalecia a busca de maior capilaridade mesmo que acompanhada de altos custos operacionais (Belluzzo e Almeida, 2002).

Os recursos externos compõem-se na terceira fonte de recursos para a realização do investimento no país. Estes vieram, de início, majoritariamente na forma de investimento direto estrangeiro em setores ligados à indústria de bens de consumo duráveis. A obtenção de um volume expressivo de capitais de empréstimo (que pudessem alimentar os agentes nacionais) só se concretizou a partir dos anos 70, desaparecendo nos anos 80 e retornando ao país a partir de 1992. Fincada em uma lógica concorrencial que excedia as fronteiras nacionais, a empresa privada estrangeira contava com um esquema de financiamento próprio, calcado em bases externas, prescindindo da existência de um arranjo interno de financiamento de longo prazo.

Não deve causar espécie, portanto, que a estrutura de financiamento de longo prazo no país não tenha gerado um largo, profundo e líquido mercado de capitais. Os agentes envolvidos na constituição da trama da industrialização brasileira prescindiram de tal instituição, dado que: i) o capital nacional permaneceu à sombra de qualquer pressão concorrencial que o obrigasse a um movimento de centralização e à obtenção de maiores escalas de operação. Sua protegida condição de parceiro-menor no arranjo industrial o satisfazia por não interferir em sua estrutura patrimonial e em suas oportunidades de lucro, aliás ampliadas com o advento do movimento industrializante que tomou corpo dos anos 50 até os anos 80; ii) o investimento de maior risco coube ao Estado, que buscou construir, ainda que de modo precário, suportes financeiros próprios para cumprir com seu papel; iii) a empresa privada estrangeira podia contar com o acesso a fontes externas de recursos, de modo a também não necessitar de fontes internas de financiamento.

A opção de calcar-se o salto industrializante nacional na empresa privada estrangeira (ao lado do Estado e do sócio menor, a empresa privada nacional) implicou um aprofundamento da dependência de recursos externos por parte da economia brasileira. De outra forma, tal aprofundamento do processo de industrialização não poderia ter sido feito, dados os condicionantes específicos do padrão de industrialização⁶⁰ vigente à época. Desta feita, a contribuição do capital estrangeiro para a consolidação de uma estratégia de aprofundamento industrial mostrou-se decisiva para que o país pudesse dar seu salto industrializante e candidatar-se a membro do pequeno conjunto de países que internalizaram o setor produtor de bens de produção nos cânones da segunda revolução industrial.

Os limites de sua utilização, entretanto, foram tornando-se patentes ao longo do período de aprofundamento da estratégia de industrialização pesada. Na ausência de um esquema de financiamento de longo prazo calcado solidamente em bases internas, os recursos externos passaram de suporte decisivo ao projeto de construção de um país com mais graus de liberdade no cenário econômico internacional (principalmente na forma de Investimento Direto Estrangeiro), para mecanismo de adiamento da superação de impasses (políticos e sociais) internos e prolongamento de uma ordem que coloca sobre o Estado Nacional o papel de absorvedor dos riscos inerentes ao processo capitalista. Não fosse a abundância dos recursos externos (capitais de empréstimo) na década de setenta, e o país teria que escolher entre desistir do aprofundamento industrializante e o rearranjo de seu padrão de financiamento de longo prazo.

⁶⁰ Mello (1982) conceitua padrões de industrialização (originário, atrasado e tardio) como momentos específicos da evolução capitalista. Seus determinantes essenciais são: a) o momento em que este processo se realiza (em termos das estratégias concorrenciais, de empresas e países, em curso); e b) a estrutura econômica vigente (em termos de escala mínima de operação e nível tecnológico estabelecido, ou seja, em termos dos requerimentos técnico-financeiros mínimos exigidos).

Desta feita, os recursos externos sempre foram parte integrante do próprio padrão de financiamento de longo prazo no Brasil, padrão este que mostrou-se incapaz de transformar-se mesmo frente à crescente (e cada vez mais patente) dificuldade de sua sustentação. Tal fato, porém, não é estranho à nossa forma de organização capitalista, dado tratar-se do mero reflexo da própria incapacidade de transformação do *padrão de relação público-privado*⁶¹ entronizada no país desde os anos 30 (Corrêa, 1995), ou por outra, de sua capacidade de perpetuar-se, *mudando continuamente para permanecer como sempre foi*⁶². Desta feita, pode-se concluir que o padrão de financiamento de longo prazo do país é uma expressão desta relação público-privado.

Não foi por falta de engenhosidade técnica ou política que não se logrou construir na Brasil um mercado de capitais amplo e profundo. As reformas do período 1964-67 buscavam instituir um modelo de sistema de financiamento que contasse com a presença decisiva deste tipo de mercado. Em verdade, a construção do mercado de capitais no país traria a possibilidade benigna de diluição de riscos e ampliação da escala de recursos e condições de financiamento⁶³ aos agentes que

⁶¹ Por *padrão de relação público-privada* entende-se o conjunto de formas concretas que toma a relação Estado-Sociedade. Este caracteriza-se, no país, por um “esquema de ‘solidariedade’ determinante de certa relação público-privado consubstanciada numa lógica de privatização do Estado...que permite ao último [setor privado] a obtenção de grandes lucros sem grandes riscos, transferindo ao primeiro [setor público], além da [necessidade de ofertar] as garantias deste processo, o próprio ônus dos ajustes necessários” (Corrêa, 1995:116). Concretamente, esta relação público-privado compreende, por exemplo, o grau de proteção obtido pela indústria nacional desde sua formação, os ganhos inflacionários (tanto bancários como industriais) auferidos desde o início do processo industrializante, a transferência para o Estado dos custos do ajuste (patrimonial e de risco) frente às restrições de crédito externo dos anos 80, dentre outros.

⁶² Visconti, Luchino. *Il Gato Pardo*, Itália, 1963.

⁶³ Em termos de prazos, riscos, remunerações e demais características dos papéis que têm curso em um mercado de capitais profundo, características estas que podem inclusive moldar-se às necessidades específicas dos agentes envolvidos nas transações, tal qual ocorre nos mercados de balcão, como visto no capítulo 2 desta Tese.

atuam no espaço econômico nacional. *A questão de sua não construção diz respeito às necessidades dos agentes envolvidos na construção do espaço econômico nacional em sua etapa industrializante.* Estes, dada sua posição relativa na relação público-privado vigente (o Estado), dado seu papel de sócio menor do salto industrializante e portanto sua pequenez técnica e de escala produtiva (o capital privado nacional) e dada a natureza da propriedade do capital envolvido com a geração de expressivos volumes de produção e lucros (a empresa privada estrangeira), não careciam de um mercado de capitais que pudesse supri-los em suas necessidades de financiamento. O Estado podia contar com arranjos orçamentários precários e/ou com poupança forçada, o capital privado nacional podia contar com seus lucros retidos (dados os elevados *mark-ups* propiciados pela proteção à concorrência externa) e com os financiamentos de curto e médio prazo ofertados pelos bancos comerciais nacionais e o capital privado estrangeiro podia contar com suas fontes externas de financiamento.

Mais que isto, o capital estrangeiro não tinha no país seu centro de decisão quanto à forma de alocar seus lucros dentro de uma estratégia global de concorrência. O vazamento de poupança financeira representado por esta extroversão de recursos pela via do repatriamento de lucros e pagamento de juros e amortizações relativas à dívida externa aniquilou a base de sustentação de qualquer arranjo interno de financiamento de longo prazo calcado no mercado de capitais.

Desta forma, apenas um reordenamento de nosso padrão de relação público-privado pode *requerer* a construção efetiva de um sistema interno de financiamento de longo prazo no país. Os anos 90, em sua tentativa de reafirmação da relação público-privado historicamente desenvolvida no país, acabaram por soterrar de vez suas bases de sustentação: i) ao liquidar o Estado do ponto de vista

financeiro e não reaparelhá-lo em bases sólidas do ponto de vista fiscal; e ii) ao eliminar o elemento que mantinha a condição de fixação de altos *mark-ups* por parte do capital privado (nacional e estrangeiro) que aqui atuam: as barreiras comerciais restritivas às importações. Frente a tal quadro e na iminência da eliminação (ainda que parcial, porém significativa) do último pilar de sustentação desta relação público-privado (o acesso ao capital de empréstimo e a vinda do capital de investimento estrangeiros), a primeira década do século XXI parece apontar para a *necessária* emergência de um novo padrão de relação público-privado no país.

AS TRANSFORMAÇÕES DOS ANOS 90

Os anos 90 inauguram uma nova etapa na dinâmica de perpetuação do padrão de relação público-privado brasileiro, presente desde os anos 30. Pereira (2000) aponta para as estratégias dos grupos empresariais brasileiros nos anos 80 e 90 e mostra como as diferentes combinações entre barreiras comerciais viabilizadoras de uma alta capacidade de fixação de *mark-ups* e mecanismos de ganho inflacionário, simultânea ou alternadamente, permitiram aos grupos privados nacionais escaparem de um processo de centralização do capital e conservarem suas posições menores no arranjo capitalista desenvolvido no Brasil. Conjugados a uma brutal transferência patrimonial do Estado para os grupos privados a partir do início da crise dos anos 80, estes expedientes permitiram a manutenção dos interesses mais imediatos do capital nacional e trouxeram como consequência lógica a manutenção de sua estrutura de financiamento, calcada nos lucros retidos e em linhas de financiamento bancário de curto e médio prazo, além da manutenção do BNDES como único agente interno a ofertar crédito de longo prazo. Na esteira deste processo, a retomada dos empréstimos estrangeiros

autônomos a partir de 1992 permitiu um aprofundamento da lógica subjacente a tal modelo.

Até a crise da dívida dos anos 80, os capitais nacionais gozavam de amplo acesso às linhas de crédito externas (diretamente, via repasses bancários por intermédio da Resolução 63 do Banco Central ou indiretamente, via BNDES) e de proteção contra a concorrência externa de produtos importados. Neste ambiente, como já destacado, não se admira o fato da incapacidade do sistema de criar mecanismos internos de financiamento de longo prazo. Eles simplesmente não eram necessários.

Com o estrangulamento das linhas de crédito dos anos 80 e a alta inflação do período, os capitais nacionais passaram a adotar um posicionamento defensivo, encurtando sua estrutura de passivos e buscando ativos cuja manutenção do valor real estivesse de algum modo atrelada às variações de preços da economia. O resultado foi a transformação da grande empresa nacional de devedora líquida do sistema financeiro (algo desejável em uma estrutura capitalista sadia) em credora do sistema. Os ganhos financeiros, assim, passaram a compor parte importante dos lucros líquidos das corporações nacionais, rivalizando com seus lucros operacionais (Belluzzo e Almeida, 2002).

Nos anos 90, a abertura comercial representou duro golpe nas estratégias há muito consolidadas de defesa e manutenção dos *mark-ups* dos grupos nacionais. A manutenção de altas taxas de inflação, porém, viabilizou a continuidade de uma estratégia rentista. A retomada dos fluxos de empréstimos internacionais, a partir de 1992, veio aliviar a pressão por linhas de financiamento em um contexto onde o Estado, financeira e fiscalmente exaurido, já não podia mais cumprir plenamente com seu papel histórico de absorvedor dos riscos de maior vulto da estratégia de desenvolvimento e garantidor da segurança patrimonial da grande empresa

privada. A volta de tais fluxos implicou a possibilidade de construção de um projeto de desenvolvimento que buscava a convergência de estruturas de consumo e produção, tendo esta última um forte componente de complementariedade com relação às estruturas industriais dos países centrais.

Tal estratégia, consubstanciada no Plano Real, buscou equilibrar-se enquanto os fluxos de capital estrangeiros⁶⁴ mantiveram-se presentes. Tão logo sua ausência fez-se sentir, como nas crises do México em 1995, da Ásia em 1997, da Rússia em 1998, do próprio Brasil em 1999 e da Argentina em 2002, as fragilidades do modelo manifestaram-se de forma incontestante.

A crise que se avizinha, neste momento, aponta para a *possível* reordenação dos capitais nacionais de tal modo que, finalmente, surjam grandes grupos privados minimamente articulados em torno de uma estratégia comum de manutenção das condições internas de estabilidade política e inflacionária e retomada do poder do Estado de fornecer o suporte (político, diplomático e econômico) de seu crescimento, o que conduz a estratégias de ampla geração de emprego e renda.

Sem as condições que historicamente delinearam suas linhas de resistência, desmanteladas pela abertura comercial, pela escassez de linhas de crédito externas, pela exasperação da situação fiscal e financeira do Estado e pela baixa inflação (cuja manutenção é garantida, minimamente, pelas condições de baixa absorção interna, abertura comercial e quebra dos mecanismos automáticos de indexação), aos capitais privados nacionais não cabe outra saída que não a de buscar fazer aquilo

⁶⁴ Cujo influxo admitiu-se, se não perene, ao menos prolongado o suficiente para fazer convergir as estruturas de consumo e de produção, bem como a estrutura de risco do investimento no país, o que vale dizer conferir uma convergência também às taxas de câmbio e de juros com às dos países centrais, em particular com os EUA, cuja moeda serviu de âncora ao modelo.

que há décadas é adiado em prol da manutenção de interesses menores na teia de relações intercapitalistas brasileira: uma firme centralização de capital e a formação de grandes grupos em setores nos quais o país mantém posição privilegiada: petroquímico, siderúrgico, *commodities* agrícolas ou semi-manufaturados agro-industriais, dentre outros.

Tal *purgação redentora*, ou seja, tais mudanças na composição patrimonial irão exigir, necessariamente, dada a ausência dos suportes históricos de sustentação do atual padrão de relação público-privado (Estado e capital externo), a organização de estruturas internas de financiamento de longo prazo. A organização institucional *derivada da demanda* oriunda do processo de centralização do capital nacional terá que fazer frente às necessidades ampliadas do capital e seus projetos de investimento. Finalmente poderá ter lugar um mercado de capitais nacional responsável pela mobilização de recursos ao *crédito de capital*.

A concretização deste novo arranjo, porém, dependerá para sua realização da construção *histórica* de um novo padrão de relação público-privado, nos termos de Corrêa (1995). Tal construção, em parte fruto dos impasses do capital nacional que encontra na primeira década do novo século o limite das possibilidades de *fuga para frente*, já está em curso e teve no movimento de privatizações dos anos 90 seu primeiro passo decisivo. As mudanças patrimoniais recentes da economia nacional não apenas remodelaram a inserção do Estado no que se refere a sua atuação produtiva direta. Também sua forma de atuação enquanto indutor do crescimento remodelou-se.

O Estado, na década de 90, deixa de ser um agente capaz de, *sozinho*, concentrar recursos na magnitude necessária às necessidades de inversão, dadas pelo nível de deterioração da infra-estrutura no país. *Nesse sentido*, o Estado abre mão do papel histórico de *condotiere* do desenvolvimento brasileiro. Seu *principal*

papel passa de investidor e gestor, por vezes único, de grandes projetos, para o de leiloeiro do espaço econômico, visando exclusivamente à atração, valorização e acumulação dos capitais privados. Perdeu-se neste período (anos 90), entretanto, a capacidade de articulação conferida pelo Estado em momentos anteriores do desenvolvimento econômico da Nação. Inundado por um volume de investimento estrangeiro há muito distantes do país, o Brasil vê-se desprovido de um agente organizador de seu espaço econômico que promova um processo de acumulação em que se articulem os interesses privados setoriais e os interesses públicos de conjunto, inclusive no que diz respeito à capacidade fiscal do Estado, continuamente dilapidada pelas exigências de taxas de juros permanentemente sustentadas em patamares acima da taxa de crescimento do produto que o arranjo macroeconômico dos anos 90 impôs.

Fragmentou-se, desta feita, em conjunto com o papel de articulador do Estado, o modelo de financiamento de longo prazo construído no país. A capacidade de articular setores e direcionar recursos com vistas à busca de *complementaridades* a partir das quais se *construam* inserções competitivas no mercado internacional ou que substituam importações internamente foi, entretanto, abandonada. Ao mercado coube o papel de articulador outrora pertencente ao Estado. Abriu-se mão da necessidade, inerente à condição periférica a uma economia como a brasileira, do estratégico entrelaçamento entre o setor público e os vários segmentos do setor privado.

Desta feita, não está garantido *a priori* o resultado benigno de tal purgação redentora. É necessário que um esforço de articulação nacional seja empreendido para que da desarticulação do padrão de relação público-privado anterior (ainda vigente) surja um novo padrão, voltado à construção de uma estrutura produtiva e

de financiamento compatível com a retomada do desenvolvimento perdida desde o início dos anos 80.

Frente a tal oportunidade, aberta pela crise do padrão de relação público-privado construído ao longo do século XX, o início do século XXI coloca-se como o momento decisivo para que a construção de um sistema interno de financiamento de longo prazo finalmente tenha vez como *corolário da remodelação do próprio relação público-privado*. Novas formas de organização do *funding* necessário ao financiamento de longo prazo construídas a partir de dentro do país parecem mais que urgentes neste momento de redescoberta de quem somos e de como nos organizaremos para superar as nossas dificuldades.

A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO CONTROLE DE GRANDES GRUPOS INDUSTRIAIS A PARTIR DOS ANOS 90

Os fundos de pensão nacionais passaram a assumir um papel inédito em sua história a partir do início do Programa de Privatizações, levado a cabo pelo governo federal e por diversos governos estaduais no início dos anos 90. Convocados pelo governo federal para tomar parte na aquisição de empresas estatais, os fundos perceberam a oportunidade de realização de bons negócios dados os preços estabelecidos para os ativos que estavam sendo colocados à venda. Obviamente, os fundos patrocinados por empresas estatais, como Previ, Petros, Valia e outros, foram os eleitos para dar sustentação e credibilidade ao programa. A atuação dos fundos no programa de privatizações é apontada nas tabelas abaixo.

**Tabela 20 - Participação dos Fundos de Pensão
no Programa Nacional de Desestatização**

Empresa	Mês	Capital	Adquirido	Valor da	Aquisição
		Capital ordinário	Capital total	US\$ milhões	Em % do total
1. USIMINAS – ordinárias	Out/91	26,1	13,0	385,5	1,24
2. USIMINAS – preferenciais	Nov/91	-	4,9	81,2	0,26
3. CELMA	Nov/91	6,2	5,3	5,6	0,0
4. MAFERSA	Nov/91	90,0	90,0	48,4	0,2
TOTAL 1991				520,7	1,7
5. PETROFLEX	Abr/92	26,0	26,0	70,0	0,2
6. COPEL	Mai/92	8,5	8,5	89,6	0,3
7. CST - leilão	Jul/92	1,7	2,4	10,1	0,0
8. CST - leilão	Jul/92	0,0	0,0	0,1	0,0
9. FOSFÉRTIL	Ago/92	0,0	0,0	0,0	0,0
10. ACESITA	Out/92	36,1	29,2	204,4	0,7
TOTAL 1992				374,2	1,2
11. CSN – leilão	Abr/93	3,3	3,3	58,2	0,2
12. COSIPA	Ago/93	0,2	0,1	0,6	0,0
13. AÇOMINAS	Set/93	0,6	0,6	2,4	0,0
14. OXITENO	Set/93	0,2	0,2	0,6	0,0
TOTAL 1993				61,8	0,2
15. PQU	Jan/94	1,7	1,7	11,6	0,0
16. CSN – leilão	Mar/94	3,4	3,4	79,9	0,3
17. CSN – leilão	Abr/94	1,8	1,8	43,8	0,2
18. EMBRAER	Dez/94	29,5	26,9	97,4	0,3
TOTAL 1994				232,8	0,8
19. ESCELSA	Jul/95	25,0	25,0	192,8	0,6
20. COPENE	Ago/95	3,3	1,2	25,3	0,1
21. CPC – leilão	Set/95	0,3	0,2	7,0	0,0
22. SALGEMA – leilão	Out/95	7,0	4,1	18,9	0,1
TOTAL 1995				244,0	0,8
23. LIGHT	Mai/96	3,1	1,8	48,4	0,2
TOTAL 1996				48,4	0,2
24. CVRD	Mai/97	-	-	782,9	2,6
25. Porto de Santos	Set/97	-	-	87,9	0,3
TOTAL 1997				870,8	2,9
RFFSA - Paulista	Nov/98	-	-	24,7	0,1
TOTAL 1998				24,7	0,1
TOTAL 1999-2002				0,0	0,0
Participação dos fundos de pensão				2.380,2	6,0
PND – total 1991/2002				39.681,0	100,0

Fonte: Modiano, 1996.; BNDES, 2002 (b); BNDES, 2002 (c)

Tabela 21 - Participação dos Fundos de Pensão nas Privatizações do setor de Telecomunicações

Ano	Empresa	Valor (US\$ milhões)	Em % do total
1998	Tele Centro Sul Participações S/A	336,3	1,1
1998	Telemig Celular Participações S/A	116,9	0,4
1998	Tele Norte Celular Participações S/A	29,1	0,0
1998	Concessão banda B telefonia móvel	129,2	0,4
Participação dos fundos de pensão		611,5	2,0
Teles -TOTAL		30.918,0	100,0

Fonte: BNDES, 2002 (c).

Tabela 22 - Participação dos Fundos de Pensão nas Privatizações Estaduais

Ano	Empresa	Valor (US\$ milhões)	Em % do total
1997	COELBA	974,78	2,81
1997	Cia. Norte-NE de Distr. Energia Elétrica	490,37	1,41
1997	CPFL	1.493,16	4,30
1997	Energipe	182,03	0,52
1997	COSERN	35,79	0,10
TOTAL 1997		3.176,13	9,15
1998	EBE – Cia Bandeirante de Energia ¹	206,82	0,60
TOTAL 1998		206,82	0,60
1999	COMGÁS ¹	21,61	0,06
TOTAL 1999		21,61	0,06
2000	CELPE	200,80	0,58
TOTAL 2000		200,80	0,58
Participação dos fundos de pensão		3.605,36	10,39
Estados - TOTAL		34.699,00	100,00

Fonte: : BNDES, 2002 (c).

1. Via CPFL

Passado o período inicial do Programa de Privatizações, no qual as aquisições de participações acionárias nas empresas privatizadas tiveram um caráter quase que compulsório, as fundações deram-se conta da importância do exercício ativo do controle das companhias nas quais detinham participação acionária com vistas à própria valorização de seu patrimônio. Passaram, então, a exigir: uma conduta dessas empresas baseada em melhores práticas de governança

corporativa, tais como maior transparência na disponibilização de informações contábeis; participação ampliada dos acionistas minoritários no Conselho Administrativo e mesmo na direção das empresas; cláusulas estatutárias que buscam diminuir ou mesmo eliminar a discriminação de valores pagos a acionistas majoritários e minoritários quando da alienação da empresa (cláusulas de *tag along* e *poison pills*, dentre outras⁶⁵); etc. Como fatores negativos de sua maior participação acionária nos grandes conglomerados nacionais, destacam-se a proliferação das *holdings* cruzadas com o conseqüente agravamento dos problemas relacionados a informações privilegiadas de governança empresarial e o agravamento dos problemas de agência com a crescente proliferação dos conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Mello Jr, 2000). Deste modo, os fundos de pensão passaram a atuar ativamente para melhorar os princípios básicos de governança corporativa no país a partir do momento em que perceberam que tal iniciativa traria um aumento do *shareholder value* das empresas cujas ações passaram a compor grande parte de seu portfólio de investimentos. O resultado efetivo de tal conjunto de ações por parte dos fundos foi o início da discussão no Congresso Nacional da nova Lei das S.A., que busca, em princípio, conferir maior proteção ao acionista minoritário.

Proibidos por Lei de tornarem-se acionistas majoritários individualmente, os fundos de pensão buscaram proteger-se impondo mudanças nas regras do ambiente institucional prevalecente. A construção de um conjunto de regras que

⁶⁵ A cláusula de *tag along* estabelece que na eventualidade de uma aquisição da empresa (*hostil takeover*), os acionistas minoritários têm direito a receber não menos que um percentual previamente combinado (e evidentemente não punitivo) do valor pago por ação do bloco controlador. As *poison pills* são cláusulas que determinam que, na ocorrência de uma aquisição que traga potenciais prejuízos aos acionistas minoritários, os adquirentes do bloco controlador tenham suas ações "divididas ao meio", ou de alguma forma diluídas no total de ações que a companhia tenha em mercado. Tal dispositivo tem por objetivo inibir a ocorrência de *hostil takeovers* que tragam prejuízo aos minoritários (Brancato, 1997).

visam criar salvaguardas aos sócios minoritários é a expressão deste movimento. Bem sucedidos em boa parte de suas reivindicações, os fundos mantiveram suas participações acionárias em várias das principais empresas do país, como destacado abaixo.

Tabela 23 - Participações Estratégicas de Fundos de Pensão no Capital Ordinário de Empresas em 1998

EMPRESA	FUNDOS DE PENSÃO
SIDERURGIA E METAIS NÃO FERROSOS	
USIMINAS	Valia (7,7%), Previ (15%)
CSN	Previ (13,8%)
CST	Acesita (36,04%)
ACESITA	Previ (24%), Sistel (16%), Petros (8%), Demais Fundos de Pensão (15,44%)
COSIPA	Fundação Cosipa de Seg Social - FEMCO (5,2%)
CVRD	Valepar 16 (42,18%), Litel Participações S.A. (10,11%)
BELGO MINEIRA	Centrus (9,29%), AABM (8,74%), Previ (5,97%)
PARANAPANEMA	Previ (39,6%), Petros (22,79%), Aerus (13,44%), Sistel (11,92%)
ENERGIA	
ESCELSA (ES)	GTD 17 (25%)
Cia Norte-Nordeste de Distr. de Energia Elétrica (RS)	Previ (30,3%)
CPFL (SP)	Previ (21,9%) e Fundação Cesp 18 (9,6%%)
Empresa Energética de MS - ENERSUL	Escelsa (76,53% do capital ordinário)
Telecomunicações	
Tele Norte Leste Participações	Fiago Participações (18,75)19
Tele Norte Celular Participações S.A.	Previ (13,0%), Sistel (5,0%)
Telemig Celular Participações S.A.	Previ (13,0%), Sistel (5,0%)
TELET S.A.	Previ (6,65%), Sistel (6,65%), Telos (3,26%), Valia (3,26%), Petros (6,65%), Aerus (3,26%), Funcef (6,65%), Fachesf (1,6%), Fapes (3,26%)
AMERICEL	Previ (6,6%), Petros (6,6%), Sistel (6,6%), Funcef (6,6%), Valia (3,85%), Aerus (3,85%), Telos (3,85%), Fachesf (1,5%)
OUTROS	
BRAHMA	Centrus (5,85%)
BRASMOTOR	Previ (19,85%)
CELESC	Previ (12,59%)
CEVAL	Previ (9,08%)
COPENE	Previ (5,80%), Petros (5,70%)
EMBRAER	Sistel (19,72%), Previ (17,0%)
FERRONORTE	Previ (27,44%), Funcef (21,97%)

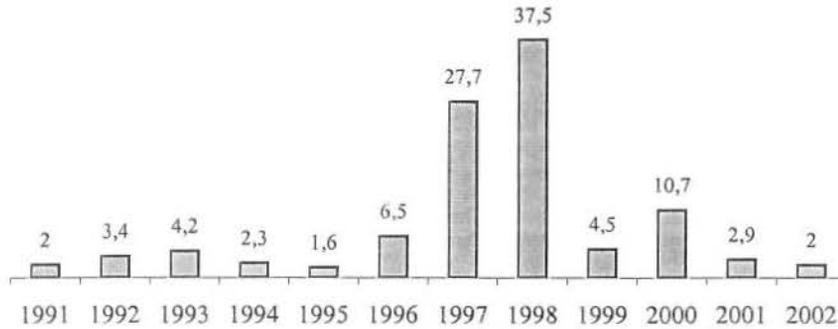
Tabela 23 - Participações Estratégicas de Fundos de Pensão no Capital Ordinário de Empresas em 1998 (continuação)

EMPRESA	FUNDOS DE PENSÃO
OUTROS	
HERING	Previ (9,08%)
FRAS-LE	Previ (35,67%), Petros (13,41%)
INEPAR S.A. IND E CONSTRUÇÕES	Centrus (10,0%), Previ (10,76%), Aerus (5,38%)
KEPLER WEBER	Previ (24,99%), Aerus (24,99%), Serpros (24,99%)
MANAH	Fund. Econômico (16,54%)
MARCOPOLO	Previ (18,52%), Sistel (17,88%), Petros (14,53%), Fapes (11,55%) Real Grandeza (10,21%)
PETROFLEX	Petros (14,38%), Previ (10,09%)
RANDON	Previ (10,48%)
RIOCELL	Previ (25,0%), Petros (16,76%)
SANTISTA ALIMENTOS	Previ (11,87%)
TERMINAIS PONTA DO FÉLIX	Previ (24,99%), Fund. Banestado (19,99%), Fund. Copel (14,99%) Portus (14,99%)
TIGRE	Previ (25,02%)
TUPY	Previ (28,54%), Telos (20,06%), Aerus (18,88%)
SANTOS BRASIL (TERM. DE CONTÊINERES TECON 1)	Previ (20%), Sistel (15%)

Fontes: Relatórios das Empresas disponibilizados pela CVM, BNDES, Ministério das Comunicações. *Apud* Kliass, 2000.

A participação dos fundos de pensão no capital de grandes empresas nacionais, entretanto, permanece bem aquém daquela que potencialmente poderia existir caso houvesse uma estratégia conjunta entre fundos e governo com esta finalidade. A própria participação relativa dos fundos no programa de privatizações mostra a timidez da atuação destes agentes frente os recursos de que dispõem. Dos US\$ 105,30 bilhões que envolveram o PND, a privatização das empresas e concessões em telecomunicações e as privatizações nos estados, os fundos participaram com US\$ 6,59 bilhões, ou 6,26% do total. Em relação ao patrimônio dos fundos isso representou, à época das aquisições, pouco mais de 5,4% de seu patrimônio total. Em comparação com a participação estrangeira no processo de privatizações, os fundos de pensão nacionais tiveram uma atuação tímida: US\$ 42,13 bilhões ou 40,0% do total obtido teve procedência estrangeira.

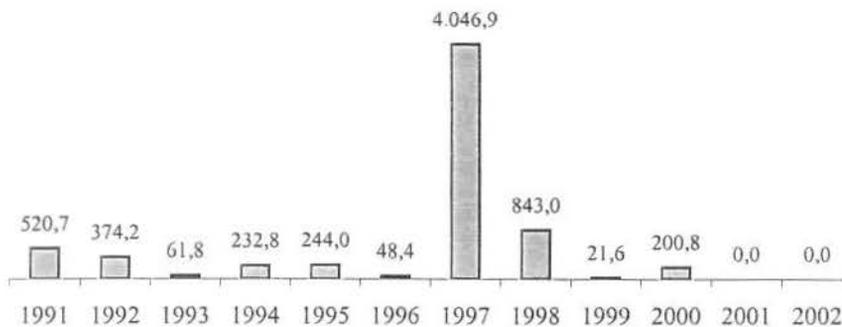
**Gráfico 19 - Privatização no Brasil:
Resultados Anuais
(US\$ bilhões)**



Fonte: BNDES, 2002 (c).

Apenas no início do PND houve uma participação expressiva dos fundos de pensão como proporção dos recursos amealhados pelo programa. Em 1991, dos US\$ 1,99 bilhão obtido, US\$ 0,52 bilhão ou 26,13% do total foram fornecidos pelos fundos de pensão. Em 1992, de um total de US\$ 3,38 bilhões obtidos pelo programa, US\$ 0,37 bilhão, ou 11,06% vieram dos fundos de pensão. Em verdade, foram os fundos de pensão os grandes alavancadores do programa de privatizações que teve início com o PND.

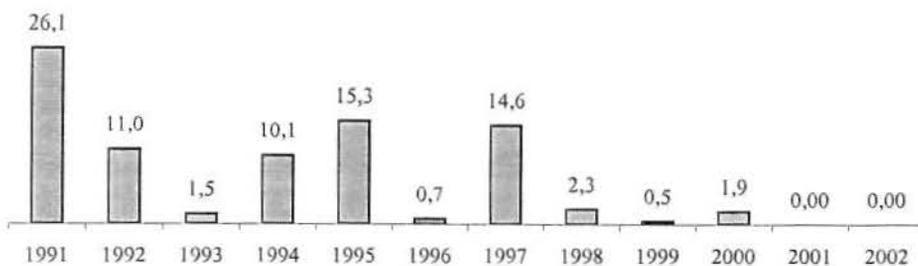
**Gráfico 20 - Privatização no Brasil
Participação dos Fundos de Pensão
(US\$ milhões)**



Fonte: BNDES, 2002 (b) e BNDES, 2002 (c).

O crescimento do programa de privatizações, entretanto, não se fez acompanhar de uma crescente (ou mesmo constante) participação dos fundos de pensão. A forte oscilação de sua participação relativa e a timidez sua participação absoluta (em US\$) ao longo do período de privatizações aponta, por um lado, para a forte ingerência política que conduziu sua participação e, por outro, para a inexistência de uma estratégia conjunta que veja os fundos de pensão não apenas como fornecedores de recursos, mas que os contemple como agentes decisivos em sua contribuição para a melhoria da administração das empresas privatizadas, sua valorização e capitalização, passos necessários para sua inserção soberana no mercado internacional.

**Gráfico 21 - Privatização no Brasil:
Participação Percentual dos Fundos de Pensão no
Resultado Anual dos Programas Federal (PND e
Telecomunicações) e Estaduais**



Fonte: BNDES, 2002 (b) e BNDES, 2002 (c).

A PARCERIA FUNDOS DE PENSÃO-CAPITAL PRIVADO NACIONAL: ELOS NECESSÁRIOS PARA A CONSECUÇÃO DE UMA ESTRATÉGIA DE REESTRUTURAÇÃO INDUSTRIAL

Ao decidirem participar como acionistas de peso de grandes empresas nacionais, os fundos de pensão atuam como autênticos agentes aglutinadores de capital, contribuindo decisivamente para a capacidade concorrencial destas companhias. Deste modo, os maiores fundos têm cumprido um papel relevante na medida em que:

- i) são fornecedores de capital (*funding*), ampliando a escala de recursos de longo prazo que tornam-se disponíveis a partir de dentro dos grupos industriais e que dão suporte aos investimentos planejados dos mesmos;
- ii) contribuem para a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas nas quais têm participação, o que amplia a aceitabilidade de seus papéis no mercado de capitais;
- iii) melhoram o *rating* das empresas das quais tornam-se sócios, barateando e facilitando a tomada de crédito (de curto, médio ou longo prazo) no mercado;

Entretanto, esta participação dos fundos de pensão no capital de grandes grupos industriais nacionais ainda é dispersa. Falta a este movimento um direcionamento estratégico maior, que incentive não apenas uma maior participação acionária dos fundos nestes grupos, mas que induza-os a investir de forma articulada com um projeto integrado de inserção em setores nos quais o país tem e/ou pode vir a ter vantagens competitivas em relação a outros países.

O exemplo da recente tentativa de alienação da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) a um grupo estrangeiro mostra claramente a ausência de uma visão de conjunto para todo o complexo mineral-siderúrgico no país. Na ausência de um agente que faça as vezes de um verdadeiro articulador de políticas de integração de esforços (produtivo, de geração e desenvolvimento tecnológico, de busca e consolidação de novos mercados externos, etc.), os grupos nacionais agem de acordo com suas próprias (e isoladas) estratégias de diversificação patrimonial. Isso explica porque um grupo com larga tradição em um setor como o têxtil (grupo Vicunha) embrenhou-se pelo setor siderúrgico para alguns anos depois tentar desfazer-se do negócio. Dá sentido a tal estratégia a mera busca de realização de um ganho patrimonial, na qual um ativo adquirido em condições vantajosas é alienado por um excelente preço de ocasião.

Outras participações, inclusive em estreita parceria com fundos de pensão, como é o caso da participação do grupo Bradesco em sociedade com a Previ na Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), apontam para a busca de realização de um ganho patrimonial, algo próximo da estratégia histórica de diversificação de ativos (e riscos) destes mesmos grupos (bancários) no período de alta inflação (anos 80). No caso específico da venda da CSN, quase jogou-se por terra uma possibilidade ímpar de associação estratégica vertical entre os elos da cadeia produtora do aço, exatamente um dos quais o Brasil tem excelentes possibilidades de ampliação de inserção nos mercados internacionais.

Esta concepção estratégica da maior participação dos fundos de pensão nacionais no capital de grandes grupos industriais aponta para um dos motivos principais que justificam e requerem uma presença mais ativa de um Estado cumpridor de sua função de promotor de estratégias competitivas da Nação no processo de acumulação global. *A integração de setores fortemente complementares em*

cadeias produtivas de itens nos quais o país tenha ou possa vir a ter destaque competitivo no país e no mercado internacional tem nos fundos de pensão sua mola propulsora central e tem no Estado seu articulador maior. Cumpre ao Estado desincentivar práticas patrimonialistas⁶⁶ e promover estratégias de integração capazes de gerar sinergias competitivas capazes de conduzir à inserção de grandes grupos nacionais em mercados externos ou mesmo no processo de substituição de importações no mercado interno. Em sendo assim, os fundos de pensão só podem ser vistos como parceiros indispensáveis de tal estratégia, neste momento em que os grupos nacionais vêm estranguladas suas fontes históricas de financiamento (Estado e setor externo).

A PARCERIA FUNDOS DE PENSÃO-SETOR PÚBLICO NA RECONSTRUÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA

Os motivos que levaram os fundos de pensão a engajarem-se no programa de privatizações brasileiro estiveram intimamente ligados, de início, às necessidades e urgências do governo federal, que utilizou os fundos de pensão como instrumento de viabilização do Programa Nacional de Desestatização. Este engajamento, entretanto, viabilizou-se de forma menos frágil quando os fundos passaram a perceber a oportunidade lucrativa de participar dos retornos proporcionados pelas suas participações acionárias⁶⁷. Abriu-se, desta forma, o

⁶⁶ Práticas naturais (em seu sentido histórico) e racionais do ponto de vista de quem busca defender seu patrimônio de abruptas desvalorizações e dos riscos inerentes a uma economia cuja moeda sofre, periodicamente, rupturas na sua capacidade de cumprir com suas funções básicas, principalmente a de reserva de valor (ver discussão inicial do capítulo 5 desta Tese e Belluzzo e Almeida, 2002).

⁶⁷ Os retornos de participações acionárias dividem-se em recebimentos de dividendos e valorização patrimonial (via elevação de preço das ações). Mesmo sem realizar o ganho em sua totalidade, pois os fundos tendem a manter sua participação acionária, não realizando o ganho patrimonial relativo

caminho para a consolidação de uma estreita parceria entre os fundos de pensão e o setor público no que diz respeito não apenas à administração e à promoção de transformações gerenciais de ativos alienados e/ou cedidos à exploração privada, principalmente na área de infra-estrutura urbana. Em verdade, teve início um processo de transformação na forma de interação entre o público e o privado na esfera das formas de financiamento de longo prazo no Brasil.

A parceria público-privada para projetos de infra-estrutura visa atender aos interesses de ambos os grupos de atores envolvidos. Atende ao setor público, ao efetivar investimentos em áreas estratégicas do ponto de vista da valorização do espaço econômico nacional. Atende ao setor privado, ao melhorar as condições para que a acumulação se efetive com menores constrangimentos.

O papel de planejador do Estado, no entanto, que deve explicitar-se na definição de quais os segmentos de infra-estrutura devem ter prioridade em uma articulação com o capital privado, é requisito fundamental para que a parceria público-privada não acabe contribuindo ainda mais para a desarticulação do espaço econômico nacional.

Além da necessidade da definição de um claro marco regulatório para o setor objeto de parceria entre os setores público e privado, outros são os condicionantes essenciais para que tal parceria possa se concretizar e trazer os resultados esperados, conforme apontado por Moreira e Carneiro (1994).

- mercado de capitais consolidado, com capacidade e experiência para a emissão de títulos de longo prazo.

- mercado de seguros em que estejam disponíveis diversas modalidades de coberturas.

à elevação de preço das ações, a valorização patrimonial proveniente de tal elevação de preços é contabilizada como elevação de patrimônio.

- sistema financeiro diversificado, apresentando portfólios com características distintas frente a categorias de risco, e flexível, capaz de estruturar e compor *funding* adequado às peculiaridades de cada empreendimento.

No Brasil, todos os itens acima mostram-se incipientes e/ou precários. Ainda assim, a parceria público-privada consolida-se a partir do maior envolvimento de vários atores privados, dentre os quais destacam-se os fundos de pensão, e o setor público, cujo agente central de tal articulação é o BNDES.

A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NA RECONSTRUÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA URBANA NO BRASIL: O SUPORTE GOVERNAMENTAL (A PARCERIA BNDES - FUNDOS DE PENSÃO)

Como um espelho dessa nova forma de atuação do Estado, prevalecente nos anos 90, o BNDES experimentou novos papéis. Ainda presente como o principal agente ofertante de recursos de longo prazo no país, o Banco passou a concentrar o papel de agente condutor do programa de privatizações brasileiro (PND).

Tabela 24 - Desembolsos de Recursos por parte do Sistema BNDES para Projetos de Infra-Estrutura (US\$ milhões)

Discriminação	1990/93 ¹	1994/96 ¹	1997	1998	1999 ²
Construção	94	152	238	515	199
Energia	170	813	5.281	3.468	965
Telecomunicações	11	200	371	768	391
Transporte Rodoviário	267	774	1.197	2.042	384
Transporte – outros ³	277	318	401	318	251
Água e Saneamento	0	39	13	29	12
Total	819	2.296	7.501	7.140	2.202
Participação nos desembolsos totais (%)	26,14	30,34	46,6	43,7	26,47

1. valores anuais médios; 2. janeiro a julho; 3. inclui transporte aéreo, aquaviário e atividades correlatas.

Fonte: Prates, D.M. *et al.* (2000).

As transformações pelas quais passa a economia brasileira, porém, tendem a diminuir os recursos disponíveis das fontes financiadoras do sistema BNDES. A crescente informalização do emprego, com queda do número de participantes da PEA com carteira assinada, leva a uma diminuição dos recursos do PIS/Pasep e do FAT⁶⁸. Também contribuem para essa diminuição a maior demanda por reciclagem e treinamento da força de trabalho no país, um dos objetivos do FAT.

O BNDES vê-se, assim, em uma situação onde suas fontes financiadoras tradicionais enfrentam uma contração estrutural. Para os fundos de pensão, no entanto, a perspectiva de uma forte demanda por recursos para investimento tende a tornar mais atrativas as opções de alocação de parte de suas reservas em instrumentos de longo prazo. Ao aliar-se tal perspectiva de boa rentabilidade para instrumentos de investimento de longo prazo às características centrais dos fundos de pensão (baixo risco de liquidez, fluxo regular de recursos, passivos de longo prazo), *destaca-se a oportunidade de pôr em prática uma parceria entre os fundos e o BNDES*. Pinheiro (1994: 63) enxerga uma “vocação dos fundos para o financiamento do investimento produtivo”. Esta vocação “decorre...de estes poderem manter uma parcela pequena de seus recursos em ativos líquidos, já que as retiradas são previsíveis. Com isso, estas instituições podem concentrar seus portfólios em aplicações de longo prazo com rendimentos elevados, compensando o maior risco [através da] diversificação entre ativos com retornos imperfeitamente correlacionados”.

No entanto, a atual política de juros altos torna a opção por aplicações de longo prazo extremamente complicadas. A possibilidade de alocação em papéis de curto prazo de pequeno risco e grande liquidez, além de um alto retorno, faz com

⁶⁸ Criado em 1990, o FAT é formado a partir do recolhimento mensal do PIS e do Pasep, de 0,65% do faturamento das empresas e 1% sobre a folha de pagamento das entidades sem fins lucrativos. Em fevereiro de 2002 o patrimônio do FAT totalizava R\$ 63,7 bilhões.

que a migração para o longo prazo possa dar-se apenas a partir de estruturas específicas, onde as vantagens do curto prazo sejam obliteradas por ainda mais segurança, liquidez e perspectiva de retorno.

A taxa de retorno associada a projetos de investimento de mais largo prazo de maturação situa-se em torno de 10 a 12% ao ano (Pinheiro, 1994). Acima, portanto, do retorno médio anual obtido pelos fundos de pensão nos últimos 10 anos em suas aplicações (10%). Ainda assim, esta taxa encontra-se muito abaixo do oferecido por um título público.

Na busca de apontar possíveis soluções para esta situação, Pinheiro (1994) destaca quatro formas em que a parceria fundos-BNDES poderia ser composta.

a) O BNDES poderia desenvolver instrumentos especialmente voltados aos fundos de pensão. Um exemplo é a colocação *títulos do BNDES associados a projetos específicos de infra-estrutura ou industriais*, como debêntures do Banco com opção de conversão em ações e que tenham uma taxa de juros variável entre um piso e um teto, associada às flutuações do preço do produto em questão (energia-elétrica, tarifas de pedágio, tarifas de embarque em portos e aeroportos, no caso de projetos de infra-estrutura, ou o preço do produto específico no caso de projetos industriais)⁶⁹.

O problema associado a tal opção seria o de como garantir uma remuneração mínima (piso) aos financiadores (fundos de pensão) que não implicasse uma taxa de juros extremamente alta aos tomadores dos recursos. A isenção tributária para os títulos do BNDES e o aval do Tesouro Nacional, permitindo àqueles títulos ter poder liberatório, poderia, respectivamente,

⁶⁹ Este foi o formato no qual o BNDES emitiu, em julho/agosto de 1993, 425 debêntures no valor total de R\$ 42,5 milhões para reforço do capital de giro e financiamento de um projeto de expansão da Bahia Sul, empresa produtora de celulose (Pinheiro, 1994: 64).

aumentar seu rendimento e reduzir o risco dos papéis, e conseqüentemente reduzir a taxa de juro mínima associada a sua colocação.

b) O BNDES poderia *oferecer* aos fundos de pensão *contratos coletivos* onde estes forneceriam *funding* para o Banco. A participação coletiva dos fundos apresenta três vantagens básicas em relação à participação individual: 1) poderia trazer um menor risco individual para cada fundo de pensão; 2) Ao participarem mais intensamente do sistema BNDES, os fundos de pensão estariam afastando a chance de novamente serem objeto de uma determinação unilateral do governo quanto à alocação de suas reservas, como ocorreu com os FND's (títulos do Fundo Nacional de Desenvolvimento) e mesmo com as NTN-R (Notas do Tesouro Nacional série R) em passado recente; 3) Um maior cacife político por parte dos fundos de pensão seria obtido caso sua participação no sistema BNDES fosse de maior peso. Isso poderia proporcionar um maior poder de negociação quanto às regras de aplicação do restante de seus recursos⁷⁰.

Para o BNDES, essa modalidade traria um maior potencial de alavancagem de recursos, fator esse necessário ao financiamento de grandes projetos de infraestrutura, principalmente.

c) O BNDES poderia funcionar como um *trust bank* de uma parcela dos recursos dos fundos de pensão. A experiência acumulada na avaliação de riscos e retornos de projetos industriais por parte do Banco seria a garantia de boa administração das reservas para os fundos de pensão.

d) Atuação do BNDES como *avalista técnico de projetos* para a aplicação de recursos dos fundos de pensão. Isso reduziria os riscos do empreendimento e propiciaria tanto a possibilidade de uma menor taxa de juros paga pelo investidor quanto um menor risco para o agente financiador (os fundos).

⁷⁰ A estratégia de formação de *pools* de fundos de pensão é também destacada por Rabelo, 2000.

Outra possibilidade de atuação do BNDES, não destacada por Pinheiro (1994), no que diz respeito à aproximação com os fundos de pensão e sua inserção em esquemas de financiamento de longo prazo na economia nacional, abrange um maior acionamento do BNDES em seu braço de atuação no mercado de capitais, antigo BNDESPar. A utilização do BNDES como instrumento de estímulo à participação dos fundos de pensão no financiamento de longo pode ser feita através do oferecimento de suporte para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas com grande potencial de crescimento e valorização e/ou com grande potencial de desenvolvimento tecnológico (como no caso das modalidades que incluem uma *venture capital company* ou no caso dos Fundos de Empresas Emergentes).

Potencialmente, portanto, a parceria público-privada pela via BNDES-fundos de pensão pode ser aprofundada em benefício da reconstrução da infra-estrutura do país. Neste contexto, projetos de parceria público-privada começam a ser utilizados. Um de seus formatos mais promissores, dada a importância social deste tipo de investimento, é aquele voltado ao setor de construção civil.

A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NA RECONSTRUÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA URBANA NO BRASIL: INVESTIMENTOS EM HABITAÇÃO

O espaço para o crescimento do crédito habitacional no Brasil é imenso. Enquanto nos EUA 60% dos proprietários de moradias têm uma hipoteca habitacional, apenas 15% ou menos destes detêm tal crédito na América Latina (Kliass, 2000). Somando-se esse fato ao déficit de 5 milhões de moradias existente no Brasil na atualidade, destaca-se a oportunidade de construir-se algum arranjo financeiro que possa mitigar essa carência e, ao mesmo tempo, apresentar-se como um bom negócio para os fundos de pensão.

Os investimentos dos fundos de pensão no setor de habitação vêm ganhando relevância cada vez maior nos últimos anos com a maior definição de um mercado secundário de recebíveis imobiliários. O estoque de crédito imobiliário no Brasil é estimado hoje em R\$ 53,5 bilhões, segundo o Banco Central do Brasil. A aquisição destes créditos possibilitaria um fôlego adicional de extrema importância para o setor de construção civil. Ao adquirir tais créditos, o agente inversor passa a contar com recursos novos que possibilitam novas inversões. A securitização desses créditos mostra-se como uma solução possível e necessária para a alavancagem do setor no país. A securitização de recebíveis imobiliários conferiria a estes créditos uma característica absolutamente necessária para que agentes como os fundos de pensão possam carrear recursos para o setor: liquidez.

A ampliação de mercados secundários para estes títulos, no entanto, mostra-se como condição indispensável para que os fundos de pensão possam adquiri-los. Em julho de 1997 foi dado o primeiro passo no país para a consecução desse objetivo: criou-se a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), uma associação de 36 bancos (com 70% do capital privado e 30% público) com o intuito de comprar créditos imobiliários e, com base nestes, emitir títulos que possam ser adquiridos por agentes do mercado, como por exemplo os fundos de pensão. Desde o início de 2001 a CIBRASEC vem negociando seus títulos na SOMA, a bolsa eletrônica brasileira com sede no Rio de Janeiro.

Desde então, outras duas companhias (Brazilian Securities e SUPERA) com este propósito foram criadas no país. Até abril de 2001 um total de R\$ 218 milhões em títulos lastreados em recebíveis imobiliários (Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI's) foram emitidos pelas mesmas, algo insignificante frente ao potencial e à carência do setor.

Os títulos negociados carregam uma taxa de remuneração (que hoje varia de 8% a 9% ao ano) acrescida de um indexador monetário (IGP-M, no caso da

Brasilian Securities e da SUPERA) ou TR (no caso da CIBRASEC). Nasce aí um dos problemas para o crescimento dessa modalidade de captação de recursos. Enquanto os juros básicos estiverem nos níveis atuais (a taxa SELIC permanece em 18,5% ao ano, na média), dificilmente os fundos de pensão se interessarão por alocar seus recursos em papéis cuja remuneração pouco supere aquela proporcionada pelos papéis de menor risco do mercado. Ponderando-se o risco do investimento, a atratividade destes papéis deixa a desejar.

Outro fator que inibe o desenvolvimento do mercado de recebíveis imobiliários é a incidência da CPMF e de outras contribuições, como o PIS e o COFINS. A CPMF incide, no mínimo, em quatro etapas da operação de securitização. Como a securitizadora não é instituição financeira, ela paga o tributo quando da emissão do CRI para adquirir os créditos imobiliários, quando aplica os recursos captados, quando resgata esses recursos para pagar a instituição que vendeu o crédito e, finalmente, no momento de pagar o investidor (Gazeta Mercantil, 12 de março de 2001, pg. B1).

Algumas soluções que podem diminuir os entraves para o crescimento desse mercado seriam:

- Incentivar a ampliação do lançamento por parte de instituições financeiras de *fundos de recebíveis imobiliários*. Como tais instituições não pagam CPMF em suas transações, tais fundos permitiriam uma maior remuneração aos investidores.
- Incentivar a proliferação de *derivativos de créditos*. Tal instrumento permitiria aos agentes vendedores de créditos imobiliários negociarem não apenas os contratos realizados, mas também o risco do cliente. Tal separação diluiria os riscos do negócio e aumentaria a atratividade dos CRI's derivados das carteiras de crédito imobiliário.

- *Padronização das carteiras de crédito.* A atual ausência de tal padronização confere aos contratos as mais variadas regras de amortização, tipos de reajustes, taxas de juros e garantias, o que dificulta sua negociação em mercado.

- Criação de uma *central de custódia* para as carteiras de crédito que agilize o processo de transferência de propriedade dos créditos. Hoje, tal processo de transferência chaga a durar até um ano.

- Autorização para a utilização do instrumento de *alienação fiduciária* também no setor de imóveis, a exemplo do que acontece com o financiamento de automóveis há mais de duas décadas. O instrumento da hipoteca tem o inconveniente de possibilitar que o tempo decorrido entre a inadimplência e a retomada do imóvel possa superar cinco anos, o que evidentemente afasta investidores que têm suas operações calcadas em um instrumento tão pouco ágil.

- Regulamentação do instituto do *patrimônio de afetação*, ou seja, a separação entre o patrimônio da incorporadora e do imóvel, esteja este construído ou em construção. Tal expediente reduziria incertezas para os potenciais inversores ao deixar mais claro os direitos de propriedade dos imóveis.

Mesmo que tais medidas venham a ser adotadas, um fator fundamental para que os fundos de pensão voltem suas decisões de alocação de recursos para este setor é a pressão que seus participantes possam vir a fazer nessa direção. A diminuição do déficit habitacional brasileiro, ainda que não afete diretamente os participantes dos fundos, contribuirá para a construção de um ambiente de melhor convívio social que acabará por trazer benefícios inclusive para os participantes dos fundos.

Trata-se de uma questão crucial: a tensão entre a busca dos interesses individuais imediatos dos participantes dos fundos de pensão (o maior crescimento do patrimônio dos fundos, que pode resultar em menores contribuições ou maiores benefícios no futuro) e a busca de interesses coletivos de longo prazo da sociedade

(um convívio social mais harmonioso e civilizado). Tal tensão, no entanto, será retomada após a discussão sobre outras formas de participação dos fundos de pensão no financiamento ao investimento no país.

A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NA RECONSTRUÇÃO DA INFRA-ESTRUTURA URBANA NO BRASIL: O MODELO DE *PROJECT FINANCE*

A magnitude do esforço de reconstrução da infra-estrutura urbana no Brasil fica patente quando comparada com outros países da América Latina. O potencial de participação dos fundos de pensão nesse esforço, ainda que muito aquém do total dos recursos necessários, mostra-se no país compatível com a dimensão do desafio.

Frente a tal quadro, e dentro de uma estratégia que busca aproximar os setores público e privado num esforço de investimento em infra-estrutura no país, deve-se analisar de perto o modelo de *project finance*, destacando suas vantagens e dificuldades.

Tabela 25 - Disponibilidade de Recursos para Infra-estrutura em 1999

País	Ativos dos Fundos de Pensão (US\$ bilhões)	Investimentos Potenciais em Projetos de Infra- estrutura (US\$ milhões)	Potencial novos Investimentos Anuais em Infra-estrutura (US\$ milhões)
Argentina	20	600	120
Brasil	140 ^a	3.900	780
Chile	49	1.470	180
Colômbia	3	90	30
México	20	600	180
Peru	3	90	30
Total	212	6.750	1.320

Fonte: Vives, 1999.

a. Em R\$ e em 2002.

O modelo de parceria público-privada *project finance* foi desenvolvido a partir de: 1) necessidade de reestruturação da infra-estrutura; 2) reconhecimento por parte dos agentes envolvidos da importância dessa reestruturação para o maior dinamismo do espaço econômico nacional; 3) maiores requisitos de capital para a alavancagem de projetos de infra-estrutura e também de projetos industriais.

Os *pressupostos básicos* para a consecução do *project finance* e suas *características essenciais* são listadas a seguir.

- Há a necessidade da criação de uma empresa especificamente para a implementação do projeto, denominada *special purpose company* (SPC).

- Deve haver disponibilidade de tempo para a realização de *extensas negociações* (em média dois anos), dada a magnitude do capital investido, as incertezas e riscos que cercam o projeto.

- A remuneração do capital investido no projeto é feita pelo *fluxo de receitas futuras* geradas a partir da entrada em operação do objeto do projeto.

- Há uma *divisão de riscos* entre os agentes envolvidos no projeto. No mínimo, empreendedor e investidor dividem tais riscos (listados adiante) uma vez que os ativos do agente empreendedor que não estejam vinculados ao projeto não são passíveis de alienação caso ocorra algum problema no bom andamento do projeto ou mesmo no caso de seu abandono.

- Projetos envolvendo tecnologia de ponta não se adequam ao *project finance*, dado o alto risco envolvido neste tipo de empreendimento.

- Os principais envolvidos em um *project financing* são⁷¹:

- * os *controladores básicos da SPC*. Seu objetivo é tornar o empreendimento uma realidade rentável

⁷¹ Cf. Moreira e Carneiro (1994).

* os *patrocinadores*, que podem fazer parte do controle da SPC, e em geral assumem a responsabilidade por bancar os estudos prévios de viabilidade econômica do projeto.

* a *empresa construtora*, que também, não raro, participa do capital da SPC. Seu objetivo é entregar a obra no prazo estipulado.

* os *fabricantes de equipamentos* que serão utilizados na operação do empreendimento. Sua participação no capital da SPC é comum.

* o *governo*, que tem interesse na oferta de um serviço e/ou produto da melhor qualidade. Além disso, no caso de concessões ao setor privado, ao governo interessa o retorno do ativo ao final do prazo de concessão nas melhores condições possíveis. Sua participação, no caso brasileiro, se dá principalmente via BNDES.

* o *operador especializado*, que pode ser o próprio construtor ou o fabricante de equipamentos.

* os *usuários*, cujo interesse está em obter o melhor serviço possível, ao menor preço.

* as *empresas de avaliação de risco de crédito (rating)*. Sua presença é central ao *project finance* pela natureza incerta da consecução do empreendimento e pelas altas somas envolvidas no projeto.

* Os *investidores*, tais como os fundos de pensão, que buscam um retorno adequado para o capital investido.

Quanto aos *riscos* do *project financing*, estes podem ser de dois tipos: *risco do negócio* e *risco do país*. Com referência ao risco do país, este pode se dividir em:

- *risco político*, que envolve expropriações, confisco ou nacionalização.
- *risco de violência política, guerras ou conflitos civis*.
- *risco regulatório*, quanto à possível existência de lacunas nas regras acordadas entre os empreendedores e o governo quando da concessão do serviço.

O governo pode ver-se tentado a utilizar tais brechas frente a uma necessidade macroeconômica, por exemplo.

- *risco macroeconômico*, quanto a mudanças no ambiente macroeconômico, principalmente quanto às taxas de juros de curto prazo vigentes no país.

Com relação ao risco do negócio, este pode se caracterizar como:

- *risco de não obtenção de um nível mínimo de demanda.*
- *risco de conclusão do projeto.*
- *risco de operação.*

Fica evidente, assim, que a “existência de seguradoras de porte e de flexibilidade na criação de modalidades especiais de seguro afigura-se de fundamental importância para o *project finance*” (Moreira e Carneiro, 1994). Além disso, a disposição dos agentes envolvidos no projeto de encontrarem soluções para a cobertura dos riscos listados acima pode ser crucial para a efetivação do empreendimento. Dessa forma, o estabelecimento de contratos *take or pay* entre o governo e o futuro ofertante do serviço pode eliminar o risco de obtenção de um nível mínimo de demanda. Através desse instrumento, o governo se compromete a utilizar ou a pagar por uma quantidade mínima do produto ou do serviço que será ofertado pela empresa.

O estabelecimento de tarifas mínimas (por Km, no caso de rodovias, por exemplo) pode reduzir o risco regulatório, ao definir patamares mínimos de remuneração. A garantia de organismos internacionais, como o Banco Mundial, pode reduzir o risco do país mesmo para investidores internos. O risco macroeconômico pode ser suprimido, ou ao menos em muito diminuído, a partir da proposta originalmente apresentada em Garcia (1995):

- títulos financiadores teriam poder liberatório, com o BNDES oferecendo desconto e assumindo temporariamente o financiamento do projeto caso a

conjuntura macroeconômica assim o exigisse (frente à elevação dos juros de curto prazo, por exemplo)⁷².

- O BNDES concederia um subsídio ao projeto no momento em que as taxas de juros de curto prazo se elevassem, cobrindo com isso o prejuízo que o investidor teria.

Ambas as propostas visam a reforçar a *confiança* do agente investidor em investimentos de longo prazo de maturação.

No entanto, a existência no país, hoje, de uma taxa de juros de curto prazo extremamente elevada funciona como o melhor desincentivador à alocação de recursos em projetos dessa natureza.

Não obstante, projetos do tipo *project finance* começam a despontar no país, utilizando como fontes de financiamento o lançamento de bonds da própria SPC, com remuneração associada ao desempenho do projeto (*performance bonds*), e financiamento direto de agências internacionais, de agentes financeiros nacionais e internacionais e de fundos de pensão.

Os projetos de infra-estrutura vêm sendo financiados no país a partir de dois tipos de financiamento (Moreira e Carneiro, 1994):

- *construction loan*, um tipo de financiamento voltado para a construção de novos empreendimentos (*green field*) e que envolve maior risco e portanto paga uma maior taxa. Envolve o período de construção do projeto mais o tempo necessário para sua entrada em operação. São financiamentos de, em média, 3,0 a 3,5 anos⁷³.

⁷² O BNDES faria o *credit rating* dos projetos que quisessem dispor dessa opção de redesconto. Isso garantiria a qualidade do projeto e reduziria o risco assumido pelo próprio BNDES.

⁷³ Um dos projetos que está em *fase de conclusão* no país e conta com um arranjo financeiro do tipo *project finance* é a ferrovia FERRONORTE. No seu desenho financeiro, a ferrovia conseguiu transformar dívidas com o BNDES em recursos investidos por este no projeto. Além disso, a entrada de parceiros como os fundos de pensão PREVI e FUNCEF, além do BNDES, como

- *permanent loan*, financiamento tomado após a conclusão da construção e a entrada em operação do empreendimento ou para projetos de expansão. Tomado em geral de um determinado agente e refinanciado por outro agente de mesma natureza (um *pool* de bancos ou um fundo de pensão) para a etapa de operação do projeto. Tem um prazo médio de 15 a 17 anos. Como opera com riscos menores (pois o empreendimento já está concluído), paga menores taxas⁷⁴.

Por fim, quanto às *garantias* do projeto, estas podem ser de vários tipos. O não comprometimento dos acionistas das empresas empreendedoras implica a necessidade da implementação do *seguro-garantia*. Este engloba o *bid bond*, o seguro do licitante, e o *performance bond*, o seguro de executante. Além destes, estão englobadas garantia de adiantamento de recursos, garantia de retenção de recursos (5% do valor do contrato) e garantia de perfeito funcionamento⁷⁵.

Kawal Ferreira (1995b) aponta para três estratos que, simplificada, descreveriam a estrutura de recursos necessária à consecução de um projeto de parceria público-privada nos moldes do *project financing*. No primeiro estrato está o capital integralizado pelos acionistas da SPC, algo entre 10% a 30% do total dos recursos necessários. No segundo estrato há o comprometimento dos bancos, “por meio da *dívida ‘senior’*, cujo serviço tem prioridade em relação a outras dívidas e pagamento de dividendos”. Como um estrato intermediário entre os dois

subscritores de ações (no valor de R\$ 280 milhões) da SPC do projeto (Ferronorte S.A.), tornou possível a retomada das obras.

⁷⁴ Um exemplo de projeto que está em *fase de operação* é a NovaDutra, cujo objetivo é a recuperação e modernização da rodovia presidente Dutra (BR-116, entre o Rio de Janeiro e São Paulo). O projeto envolve a participação do BNDES e da IFC (International Finance Corporation), cada um alocando R\$ 170 milhões no projeto, cujo pagamento está sendo feito a partir da receita do pedágio da estrada.

⁷⁵ O custo do seguro-garantia está aquém das cartas-fiança, concedidas por bancos e que também pode servir como garantia ao projeto. As cartas-fiança custam de 6% a 8% ao ano, ao passo que o seguro-garantia custa algo em torno de 0,5% a 3% ao ano e são oferecidas por companhias seguradoras.

primeiros, localiza-se a *dívida subordinada*, cujos serviço é necessariamente posterior ao pagamento dos encargos da dívida “senior”. A dívida subordinada, no entanto, tem prioridade sobre o pagamento de dividendos aos acionistas da SPC.

No fundo, o primeiro estrato funciona como uma manifestação de comprometimento por parte dos empreendedores do projeto. O segundo estrato se caracteriza como o *finance* do projeto, adequado às características dos passivos dos bancos. O estrato intermediário funciona como o *funding* do empreendimento.

Em grande parte, a dívida subordinada é composta por títulos que têm seu retorno vinculado ao desempenho do projeto (como, por exemplo, debêntures de participação). *É exatamente nesse extrato intermediário que atuam os fundos de pensão, dadas suas características já descritas anteriormente, tais como longo prazo de maturação de suas obrigações, alta previsibilidade quanto a desembolsos e ingresso de recursos constante e associado a um baixo grau de incerteza.*

Condição *sine qua non* para o ingresso dos fundos de pensão como agentes financiadores em arranjos de *project finance* é a queda da taxa básica de juros no país. Ao depararem-se com taxas de curto prazo mais baixas, os fundos buscarão alongar também o perfil de suas aplicações. O retorno oferecido por investimentos em infra-estrutura no país passará a ser uma alternativa adequada e desejada por estas instituições. *“É natural, assim, que estes fundos participem do esforço de renovação e ampliação do segmento de infra-estrutura, sob o risco de que o crescimento econômico sustentado torne-se inviável e, conseqüentemente, de que os próprios fundos percam as condições mínimas de oferecer rentabilidade aos recursos que administram. Os fundos de pensão e as alternativas de inversão de longo prazo vivem em dependência mútua, sendo difícil imaginar como um possa ser viável sem o concurso do outro”* (Kawal Ferreira, 1995b) (grifo meu).

CONCLUSÃO

A emergência de um novo padrão de financiamento de longo prazo na economia nacional é função da constituição de um novo padrão de relação público-privado na economia e na sociedade brasileira. Por padrão de relação público-privado entende-se o conjunto de formas concretas que toma a relação Estado-Sociedade. Este caracteriza-se, no país, por um “esquema de ‘solidariedade’ determinador de certa relação público-privado consubstanciada numa lógica de privatização do Estado...que permite ao último [setor privado] a obtenção de grandes lucros sem grandes riscos, transferindo ao primeiro [setor público], além da [necessidade de ofertar] as garantias deste processo, o próprio ônus dos ajustes necessários” (Corrêa, 1995, p. 235). Apenas frente à reformulação do atual padrão de relação público-privado é que poder-se-á construir um novo padrão de financiamento de longo prazo calcado em determinantes outros que aqueles que alicerçaram o atual padrão de financiamento, como por exemplo a existência de um único agente interno ofertante de crédito de longo prazo e a existência de um tímido e frágil mercado de capitais.

Entende-se que tal transformação do padrão de relação público-privado tem grande possibilidade de concretização neste início de século XXI no Brasil, uma vez consideradas as dificuldades que os anos 90 trouxeram para a continuidade do padrão anterior. Centralmente, a abertura comercial e a interrupção (estrutural) dos fluxos de capital externo, em um ambiente de baixa inflação, ao lado da relativa exaustão fiscal e financeira do Estado, seriam os fatores decisivos para o início de um processo de *purgação redentora* do capital nacional em direção à consolidação de estruturas patrimoniais mais centralizadas e da formação de grupos econômicos mais sólidos e mais competitivos interna e principalmente

externamente. Novos requerimentos de capital, desta feita, far-se-ão necessários, exigindo, a partir da demanda, a construção de um mercado de capitais mais largo e profundo e melhor alicerçado do ponto de vista de suas estruturas institucionais (agentes atuantes, diversidade de instrumentos disponíveis, legislação pertinente a novas exigências, etc.)

A consubstanciação deste novo padrão de relação público-privado e conseqüentemente deste novo padrão de financiamento, entretanto, carecem da atuação de, no mínimo, dois agentes: o Estado e os fundos de pensão. Imprescindível faz-se a presença de um Estado disposto a assumir seu papel histórico em economias periféricas de coordenador de estratégias de aprofundamento dos elos de acumulação no espaço econômico nacional e em espaços de acumulação de outras nações. Sem esta disposição, manter-se-ia a orientação dos anos 90 de ter no mercado tal agente coordenador, algo inapropriado para o caso de uma economia que busca reinserir-se estrategicamente na economia mundial, como bem demonstrou a década de 90. Deixada ao sabor das estratégias individuais dos agentes econômicos, a construção de novas bases de sustentação de nossa economia (seja do ponto de vista da infra-estrutura, seja do ponto de vista da indústria) corre o risco de não completar-se ao naufragar nas (legítimas) estratégias patrimonialistas dos grupos privados.

O segundo ator central da construção deste novo relação público-privado e deste novo padrão de financiamento de longo prazo é o conjunto formado pelos principais fundos de pensão nacionais. Estes podem atuar em parceria com o BNDES ou não, centrando esforços em áreas carentes de recursos e que apresentam excelentes oportunidades de geração de benefícios, tanto para os agentes inversores quanto para a sociedade.

O impasse que se coloca quanto à transformação da forma de alocação de portfólio dos fundos de pensão diz respeito à sua obrigação fiduciária para com os

poupadores que por anos depositaram recursos com vistas à obtenção de um benefício digno na forma de aposentadoria e/ou pensão. Neste momento, porém, a possibilidade de obtenção de ganhos extras por parte dos fundos (que possam viabilizar, inclusive, futuras ampliações nos valores recebidos na aposentadoria ou mesmo reduções nos montantes de contribuição) deve ser observada do ponto de vista de seu *custo de oportunidade social*: sem um volume expressivo de investimentos em infra-estrutura e sem uma economia que volte a crescer com base em sólidos grupos nacionais não é possível imaginar-se um futuro digno mesmo para estes indivíduos que pouparam em seus planos de previdência privada. Neste momento histórico, não deve restar dúvida sobre a necessidade de lançar-se mão dos recursos acumulados pelos fundos de pensão para a viabilização da retomada de uma trajetória virtuosa de crescimento da economia brasileira. Obviamente, tal estratégia deve zelar pela garantia de remuneração mínima (dada atuarialmente frente às exigências contratuais de cada plano de benefício) aos fundos de pensão dada pelo Estado, seja pela via de parcerias com o BNDES, como destacado neste capítulo, seja diretamente através de títulos públicos específicos a esta finalidade.

CONCLUSÃO

Esta Tese teve o intuito central de discutir a validade da idéia de que os fundos de pensão encaminhariam de forma espontânea e natural os recursos sob sua administração a investimentos de longo prazo, bem como analisar os rumos do padrão de financiamento de longo prazo no Brasil, tendo-se como foco a participação dos fundos de pensão nacionais como agentes centrais de sua reconstrução.

Para tanto, buscou-se construir a argumentação partindo-se do estudo da natureza do sistema capitalista e do papel histórico que coube à forma financeira do capital na constituição deste sistema, bem como de seu potencial intrinsecamente instabilizador. Minsky e Hilferding destacam-se como autores que identificaram e traduziram a essência do funcionamento e da natureza do sistema capitalista. Sua análise, para além da aplicação localizada historicamente, sustenta-se como imprescindível para a compreensão do papel da concretização das decisões dos agentes empreendedores e dos agentes financiadores para a evolução do sistema, a ocorrência de crises e a sua superação. Longe de superadas, ambas as contribuições fornecem o alicerce sobre o qual torna-se possível um melhor entendimento da natureza e do papel contemporâneo de agentes que acumulam massas gigantescas de capital em sua forma líquida.

Os desdobramentos históricos do sistema financeiro internacional observados principalmente na segunda metade do século XX são a seguir analisados. Emerge daí a percepção de que a esfera financeira passa a ser o *locus* central de acumulação do sistema capitalista e que desta transformação surgem novos atores aglutinadores de grandes massas de capital, dentre os quais têm papel relevante os fundos de pensão.

Destaca-se neste período, também, a paulatina autonomização desta esfera de acumulação em relação à acumulação produtiva, em um movimento que espelha uma perda de comando social sobre o processo de reprodução capitalista, onde os processos de tentativa de reformatação institucional, por si sós, não são suficientes para a recondução deste capital que se reproduz no circuito financeiro à esfera produtiva de valorização.

Uma primeira conclusão que emerge desta análise é a de que os fundos de pensão e os demais agentes que têm sob seu comando massas gigantescas de capital não direcionarão estes recursos espontaneamente ao financiamento de investimento produtivo. Não é da natureza do capital comportar-se dessa forma. Seu intuito maior é o de valorizar-se da forma mais imediata possível e que ao mesmo tempo traga menos riscos à integralidade do capital. As transformações recentes dos sistemas financeiros em todo o mundo aprofundaram este movimento de busca de valorização que escapa à forma produtiva de acumulação, afastando ainda mais estas massas de capital de qualquer via de valorização que implique na utilização deste capital como suporte à realização do investimento produtivo.

Na seqüência desse, estudo aponta-se para o fato de que os fundos de pensão, considerando uma determinada estrutura regulatória e fiscal sob a qual operam em diferentes países, ao depararem-se com um ambiente de risco percebido elevado, *optaram* por alocar a maior parte de seu patrimônio nos mercados financeiros em *securities* de alta liquidez e baixo risco (como títulos do governo e ações de grandes corporações – em geral em posições minoritárias - negociadas em mercados líquidos), preterindo opções associadas a um direcionamento maciço de recursos a arranjos direta ou indiretamente ligados ao investimento produtivo, tais como os arranjos de *Project Finance* e *Venture Capital*, conhecidos como Investimentos Alternativos, como também opções de

investimento ligadas à construção ou modernização da infra-estrutura urbana, investimentos estes conhecidos como Investimentos Economicamente Direcionados (IED's).

Desta feita, quando toma-se em conta o fato de que a forma contemporânea de acumulação prescinde, em parte, do investimento produtivo, conclui-se que a única forma de conduzir os novos agentes aglutinadores de capital com potencial de financiar investimentos de longo prazo de maturação à realização desse potencial passa, ainda que não exclusivamente, por outra via que não apenas a do mercado.

Deixado à lógica do mercado, como mecanismo alocador de recursos, o potencial dos investidores institucionais como agentes financiadores de inversões produtivas e de interesse público perder-se-á em grande parte.

Assim, dentro da nova dinâmica da economia capitalista, com o acirramento de sua lógica especulativa e na esteira de um processo histórico de concentração de capitais, *os fundos de pensão têm o potencial e a necessidade, para sua própria sobrevivência, dada sua posição relativa no sistema e o importante componente financeiro do crescimento de seus ativos, de tornarem-se cada vez mais no século XXI o que os grandes bancos foram nos séculos XIX e XX.* Ou seja, os fundos de pensão em tese poderiam, ao assumir a frente das decisões crucias⁷⁶ de grandes corporações num processo mais ativo de comando e controle, atuar como agentes aglutinadores de grandes massas de capital financeiro e produtivo, ampliando sobremaneira a escala dos conglomerados financeiro-produtivos hoje existentes e assegurando, assim, a valorização dos ativos (instrumentais ou financeiros) que garantam sua solvência intertemporal, vale dizer, que garantam o nível adequado de suas reservas para

poderem fazer frente a suas obrigações futuras. Poderiam, ainda, direcionar seus recursos para investimentos que visem recuperar ou aprimorar a infra-estrutura dos centros urbanos por intermédio do mercado de capitais, ajudando a promover, assim, a sustentabilidade do crescimento, condição *sine qua non* para a manutenção do nível de expectativas positivas quanto ao futuro do sistema, fator este fundamental para a consecução da valorização fictícia de seus ativos. Tal direcionamento, porém, não será espontâneo. Ele poderá ter concretude apenas se calcado em um *projeto estratégico* comandado pelo Estado, que reassumiria, desta forma, seu papel de articulador maior do espaço econômico nacional.

Posto isso, partiu-se para a análise das *condições necessárias* para que os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, direcionem parte substancial de seus ativos ao suporte do investimento produtivo. Buscou-se separar os determinantes da alocação de recursos dos fundos de pensão em três segmentos: os determinantes microeconômicos, os determinantes institucionais e os determinantes macroeconômicos.

Quanto aos primeiros, delineou-se um modelo de comportamento dos fundos de pensão baseado no modelo keynesiano de escolha de ativos mediante incerteza. Conclui-se que o maior direcionamento de recursos a esquemas de suporte ao financiamento de longo prazo dar-se-á na medida em que diminuam-se as incertezas percebidas pelos agentes quanto ao comportamento futuro do ambiente macroeconômico e quanto à manutenção da integralidade do valor do capital envolvido com opções não convencionais de investimento.

Quanto aos determinantes institucionais, apresentou-se um conjunto de fatores (consubstanciados nos hábitos de prudência, nas regras de conduta e nas

⁷⁶ Entende-se que as decisões cruciais de uma corporação referem-se às decisões de longo prazo de

normas de relacionamento destes agentes) que compõe um arcabouço institucional favorável ao direcionamento dos recursos dos fundos de pensão a opções de aplicação que se insiram em arranjos de financiamento de longo prazo de maturação. A ausência de boa parte destes fatores constitui-se em óbice de difícil transposição à canalização dos recursos dos fundos de pensão àquelas opções de aplicação de recursos.

Os fatores macroeconômicos, entretanto, compõem as maiores barreiras à canalização dos recursos sob administração dos fundos de pensão para o longo prazo. Nesse aspecto, particularmente no caso brasileiro, a tentativa de construção de um ambiente macroeconômico favorável à canalização de recursos a esquemas de suporte ao investimento, empreendida nos anos 90, fracassou. À desejável queda da inflação seguiu-se o erguimento de um ambiente onde imperaram uma concentração excessiva da renda, elevação do desemprego, queda da massa salarial, crescente vulnerabilidade do balanço de pagamentos, baixo crescimento do produto e altas taxas de juros, produzindo um ambiente amplamente desfavorável ao investimento produtivo, principalmente aquele com o objetivo de ampliação da capacidade industrial instalada e/ou reconstrução da infra-estrutura.

Substituiu-se o peso de uma alta inflação desorganizadora de qualquer construção prospectiva de futuros cenário econômicos por uma taxa de juros repressora de qualquer busca de rentabilidade alternativa àquela obtida em aplicações financeiras, principalmente aquelas ancoradas em títulos públicos. Esta crescente dívida pública e sua necessidade de financiamento constituíram-se no pivô central de uma conjunção de fatores inibidores da canalização de recursos a instrumentos financeiros que dêem sustentação ao investimento produtivo no país.

onde investir e como financiar o investimento.

Desta feita, pode-se concluir que, na ausência de transformações substanciais desta conjuntura macroeconômica, ficam postergadas ou frustradas as tentativas de criação ou de viabilização de instrumentos que busquem servir à canalização dos recursos dos fundos de pensão ao financiamento do investimento de longo prazo. Há, necessariamente, uma ordem hierárquica entre os determinantes de investimento dos fundos de pensão. Sem um reordenamento dos determinantes macroeconômicos (redução das taxas básicas de juros e da vulnerabilidade do balanço de pagamentos, principalmente, seguidos de uma retomada do crescimento do produto e da renda e de uma queda do desemprego e do nível da dívida pública), as tentativas de reorganização institucional (constituição de um mercado de capitais mais largo e profundo, pleno desenvolvimento do mercado de seguros, etc) terão alcance limitado e a incerteza que, do ponto de vista microeconômico, ronda as decisões dos fundos de pensão não será dissipada.

Desta feita, *não estamos* frente a uma situação na qual os anos 90 pavimentaram um cenário macroeconômico estável, a partir do qual basta a promoção de reformas institucionais construtoras de canais que viabilizem a canalização de novas formas de financiamento ao investimento de longo prazo. O que se pôde assistir nestes últimos anos foi a mudança de mecanismos de inviabilização da construção de cenários confiáveis de longo prazo na economia brasileira. O próprio desenrolar-se da década e a confrontação entre as promessas do início (marcadas pela abertura comercial e financeira e pela alienação do patrimônio público produtivo) e os “ajustes” necessários para a viabilização dos acordos feitos então⁷⁷, observados neste fim de século, explicitam cabalmente a falácia contida no entendimento de que o Brasil logrou construir, nos anos 90, as

bases principalmente macroeconômicas sobre as quais poder-se-á desenvolver uma Nação autônoma e inserida ativamente no novo contexto econômico mundial.

Em resumo, não basta um novo contexto institucional (como um mercado de capitais organizado em novas bases) para que os recursos dos fundos de pensão nacionais possam ser canalizados ao investimento de longo prazo de maturação. Antes, é preciso que se encontre um equacionamento macroeconômico que liberte o país das vicissitudes provocadas seja pela alta inflação (típica do período pré-Plano Real), seja pela alta taxa de juros básica e que, ao fazê-lo, construa de fato um ambiente macroeconômico favorável à assunção de posições menos líquidas por parte dos agentes detentores da riqueza.

Na seqüência desta Tese (capítulo 5), explicitaram-se os resultados de pesquisa realizada junto a gestores de fundos de pensão e de pesquisadores e consultores desta área. A pesquisa esteve centrada na busca de respostas para a questão de como ampliar o volume de recursos direcionados ao financiamento de longo prazo no país. Uma das formas concretas dessa canalização de recursos dos fundos de pensão para o investimento produtivo compõe os Investimentos Economicamente Direcionados - IED's.

O conjunto de respostas obtidas confirma a validade das hipóteses levantadas no capítulo anterior quanto ao comportamento dos agentes em ambientes de acirrada incerteza, quanto ao papel do ambiente institucional e quanto aos parâmetros macroeconômicos e sua influência na decisão de alocação de portfólio dos fundos de pensão.

⁷⁷ Como os recorrentes esquemas de suporte financeiro via BNDES ou via contribuinte oferecidos ao setor elétrico, dentre outros.

Quadro 11 - Fatores de Adoção ou de Repulsão de Investimentos Economicamente Direcionados Apontados pelos Fundos de Pensão no Brasil

Motivos apontados para alocar recursos em IED's	Motivos apontados para <i>não</i> alocar recursos em IED's
<ul style="list-style-type: none"> • Oportunidade de mercado – nicho • Altas taxas de retorno • <i>Expertise</i> já existente no staff administrativo do fundo com a área relativa ao investimento feito. • Necessidade de diversificação de portfólio 	<ul style="list-style-type: none"> • Alto risco do investimento • Baixa liquidez dos ativos envolvidos no investimento • Necessidade de grande esforço administrativo e conhecimento específico para gerenciar IED's, implicando custos mais elevados • Retornos sociais não interessam aos fundos de pensão. Estes têm que se preocupar com a busca do maior retorno para o participante do plano • Faltam oportunidades no mercado relacionadas ao investimento em IED • Tamanho dos ativos • Compromisso fiduciário com os participantes • Estatutos não permitem • Alto custo de oportunidade dada a remuneração dos títulos públicos

Fonte: Elaboração própria a partir dos resultados de entrevistas com gestores de fundos de pensão e da aplicação de questionários a fundos associados a ABRAPP.

Esta conjunção entre, de um lado, a canalização de recursos dos fundos de pensão a formas diversas de financiamento do investimento e uma certa conformação dos ambientes macroeconômico e institucional e, de outro, o padrão de comportamento microeconômico remete, em última instância, à mudança do *padrão nacional de financiamento de longo prazo*. No último capítulo traça-se um entendimento sobre a montagem do padrão de financiamento vigente no Brasil e seu desenvolvimento histórico. Conclui-se que a emergência de um novo padrão de financiamento de longo prazo na economia nacional é função da constituição de um novo *padrão de relação público-privado* na economia e na sociedade brasileira. Por padrão de relação público-privado entende-se, seguindo Corrêa (1995), o conjunto de formas concretas que toma a relação Estado-Sociedade. Este caracteriza-se, no país, por um “esquema de ‘solidariedade’ determinador de certa relação público-

privado consubstanciada numa lógica de privatização do Estado...que permite ao último [setor privado] a obtenção de grandes lucros sem grandes riscos, transferindo ao primeiro [setor público], além da [necessidade de ofertar] as garantias deste processo, o próprio ônus dos ajustes necessários” (p. 235). Apenas frente à reformulação da histórica relação público-privado é que poder-se-á construir um novo padrão de financiamento de longo prazo calcado em determinantes outros que aqueles que alicerçaram o padrão de financiamento vigente, como por exemplo a existência de um único agente interno ofertante de crédito de longo prazo e a existência de um tímido e frágil mercado de capitais.

Entende-se que tal transformação do padrão de relação público-privado pode ter início nos próximos anos, uma vez consideradas as dificuldades que os anos 90 trouxeram para a continuidade do padrão anterior e uma vez suposta a existência de um *projeto estratégico* que tenha no Estado um ente central. Centralmente, a abertura comercial e a provável interrupção (estrutural) dos fluxos de capital externo, ao lado da relativa exaustão fiscal e financeira do Estado, serão os fatores decisivos para a concretização de um processo de *purgação redentora* do capital nacional em direção à consolidação de estruturas patrimoniais mais centralizadas e da formação de grupos econômicos mais sólidos e mais competitivos interna e principalmente externamente. Novos requerimentos de capital, desta feita, far-se-ão necessários, *exigindo, a partir da demanda*, a construção de um mercado de capitais mais largo e profundo e melhor alicerçado do ponto de vista de suas estruturas institucionais (agentes atuantes, diversidade de instrumentos disponíveis, legislação pertinente a novas exigências, etc.).

Pode-se concluir, assim, que a consubstanciação desta nova relação público-privado e conseqüentemente deste novo padrão de financiamento, entretanto,

carece da atuação de, no mínimo, dois agentes: o Estado e os fundos de pensão. Imprescindível faz-se a presença de um Estado disposto a assumir seu papel histórico em economias periféricas de coordenador de estratégias de aprofundamento dos elos de acumulação no espaço econômico nacional e em espaços de acumulação de outras nações. Sem esta disposição, manter-se-ia a orientação dos anos 90 de ter no mercado tal agente coordenador, algo inapropriado para o caso de uma economia que busca reinserir-se estrategicamente na economia mundial, como bem demonstrou a década de 90. Deixada ao sabor das estratégias individuais dos agentes econômicos, a construção de novas bases de sustentação de nossa economia (seja do ponto de vista da infra-estrutura, seja do ponto de vista da indústria) corre o risco de não completar-se ao naufragar nas (legítimas) estratégias patrimonialistas (legítimas, do ponto de vista microeconômico) dos grupos privados.

O segundo ator central da construção deste novo relação público-privado e deste novo padrão de financiamento de longo prazo é o conjunto formado pelos principais fundos de pensão nacionais. Estes podem atuar em parceria com o BNDES ou não, centrando esforços em áreas carentes de recursos e que apresentam excelentes oportunidades de geração de benefícios, tanto para os agentes inversores quanto para a sociedade, como aquelas que são apontadas no derradeiro capítulo na área de reconstrução da infra-estrutura urbana ou industrial bem como no setor de habitação.

O impasse que se coloca quanto à transformação da forma de alocação de portfólio dos fundos de pensão diz respeito à sua obrigação fiduciária para com os poupadores que por anos depositaram recursos com vistas à obtenção de um benefício digno na forma de aposentadoria e/ou pensão. Neste momento, porém, a possibilidade de obtenção de ganhos de curto prazo por parte dos fundos (que

possam viabilizar, inclusive, futuras ampliações nos valores recebidos na aposentadoria ou mesmo reduções nos montantes de contribuição) deve ser observada do ponto de vista de seu *custo de oportunidade social*: sem um volume expressivo de investimentos em infra-estrutura urbana não é possível imaginar-se um futuro digno mesmo para estes indivíduos que pouparam em seus planos de previdência privada.

Neste momento histórico, não deve restar dúvida sobre a necessidade de lançar-se mão dos recursos acumulados pelos fundos de pensão para a viabilização da retomada de uma trajetória virtuosa de crescimento da economia brasileira. Obviamente, tal estratégia deve zelar pela garantia de remuneração mínima (dada atuarialmente frente às exigências contratuais de cada plano de benefício) aos fundos de pensão dada pelo Estado, seja pela via de parcerias com o BNDES, seja diretamente através de títulos públicos específicos a esta finalidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALDRIGHI, D.M. *Corporate Finance and Corporate Governance in Germany: Recent Trends*. 1999. (mimeo).
- BASTOS, P.P.Z. Readaptando a Hipótese da Instabilidade Financeira (Minsky Está Morto?). In *Leituras de Economia Política*. Campinas, n.3. Dezembro de 1996.
- BELLUZZO, L.G.M. & ALMEIDA, J.S.G. *Depois da Queda*. A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Ed. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 2002.
- BELLUZZO, L.G.M. & TAVARES, M.C. O Capital Financeiro e Empresa Multinacional. In *Temas de Ciências Humanas*, n.9, p. 113-124. 1980.
- BERNEY, R. *Pension Funds and Small Firm Financing*. U.S. Small Business Administration. Springfield, Va. 1995.
- BIS. *OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*. Basileia, 1998.
- _____. *Annual Report*. Basileia, 1999.
- _____. International Banking and Financial Market Developments. *BIS Quarterly Review*, Basileia, setembro de 2002.
- BLAKE, D. *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*. Clarendon Press. Oxford, 1995.
- BLOMMESTEIN, H.J. Impact of Institutional Investors on Financial Markets. In OECD. *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. Paris, 1998.
- BLOMMESTEIN, H.J. & BILTOFT, K. Trends, Structural Changes and Prospects in OECD Capital Markets. In OECD. *The New Financial Landscape – Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets*. Paris, 1995.
- BNDES. *Programa Nacional de Desestatização – Relatório de Atividades 2001*. BNDES. Rio de Janeiro, 2002 (a).
- _____. *Brasilian Privatization Program – Privatization Data*. BNDES. Rio de Janeiro, 2002 (b).
- _____. *Privatization in Brazil – 1991/2002*. BNDES. Rio de Janeiro, 2002 (c).
- BRAGA, J.C.S. A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais. In *Economia e Sociedade*. Campinas, n.2, agosto de 1993.
- _____. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. UNICAMP. Campinas, 2000.
- BRANCATO, C.K. *Institutional Investors and Corporate Governance*. Irwin. Chicago, 1997.
- BRANCO, C.E.C. Apoio às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica. In: SÁ, T.T. *Empresa Emergente Fundo de Investimento e Capitalização*, SEBRAE, Brasília, 1994.
- CABRAL, E.C. Investimentos Economicamente Direcionados. *Boletim de Previdência Complementar*. Brasília, v.1, n.2, junho, 2000.
- CARNEIRO, R. A Globalização Financeira: Origem, Dinâmica e Perspectivas. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP, Campinas, n.90, out. 1999.
- CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. Xamã, São Paulo, 1999.

- CIOCA, P. & NARDOZI, G. *The High Price of Money*. Oxford, Claredon Press, 1996.
- CLARK, G.L. *Pension Fund Capitalism*. Oxford University Press. Oxford, 2000.
- CORRÊA, V.P. *A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento*. UNICAMP.IE, 1995. (tese de Doutorado).
- COUTINHO, L. A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica: As Grandes Tendências de Mudança. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.1, 1992.
- CRUZ, P.R.D.C. Notas sobre o Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.3, 1994.
- DAVIS, E.P. The Development of Pension Funds, An Approaching Financial Revolution for Continental Europe. In O'BRIEN. *Finance and International Economy 7*. Oxford University Press, 1993.
- _____. *Pension Funds - Retirement-Income Security and Capital Markets. An International Perspective*. Oxford University Press, New York, 1995.
- DEQUECH, D. Asset Choice, liquidity Preference and Rationality under Uncertainty. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP, Campinas, n.88, out. 1999.
- DRUCKER, P. *Post-Capitalism Society*. Oxford, 1993.
- ÉDITIONS LA DECOUVERTE. *Fonds de Pension et "Nouveau Capitalisme"*. La Decouverte. Paris, 2000.
- EICHNER, A. S.; *The Megacorp and Oligopoly: Micro-Foundations of Macro-Dynamics*; Cambridge University Press, 1976.
- ETTIN, E. The Evolution of North American Banking System. In OECD. *The New Financial Landscape - Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets*. Paris, 1995.
- FAVERET, M. *Fundos de Pensão e Capital de Risco*. ABRAPP, São Paulo, dezembro de 1992.
- FIGUEIREDO, F. O. Hilferding e o "Capital Financeiro". In *Cadernos da FACECA*. Campinas, vol.6, n.2, jul/dez, 1997.
- GARCIA, M. O Financiamento à Infra-estrutura e a Retomada do Crescimento Econômico Sustentado. *Texto para Discussão - BNDES*. n.27, Rio de Janeiro, junho de 1995.
- GOLDENSTEIN, L. *Repensando a Dependência*. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1994.
- GORGULHO, L. F. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica - O Caso da Contec. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.4, n.7, junho de 1997.
- GUSHIKEN, L. O Papel dos Sindicatos na Expansão dos Fundos de Pensão. In REIS, A. *Fundos de Pensão em Debate*. Brasília: Brasília Jurídica, 2002.
- GUSHIKEN, L.; FERRARI, A.T. & FREITAS, W.J. *Previdência Complementar*. Entendendo sua complexidade. Projeto Nacional de Qualificação Profissional CUT Brasil. São Paulo, 2001.
- GUTTMANN, R. *How Credit-Money Shapes the Economy - The United States in a Global System*, M.E.Sharpe, Armonk, NY, 1994.
- _____. A Transformação do Capital Financeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.7, 1997a.

