

Mudança institucional e os fundos de pensão no Brasil

Rafael Liberal Ferreira de Santana¹

Luiz Guilherme de Oliveira²

RESUMO

O objetivo da pesquisa foi investigar o processo de mudança institucional dos fundos de pensão brasileiros após a chegada de uma nova coalizão política ao governo federal em 2003. A análise do processo de mudança institucional foi realizada com a aplicação do modelo de Mahoney e Thelen, que contemplou também o papel dos fundos de pensão no financiamento da inovação, via mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC). A discussão das variáveis foi feita por análise de conteúdo das fontes secundárias complementadas por uma entrevista semiestruturada. A análise das variáveis independentes indicou que, no período pré-eleitoral (2002), o período foi caracterizado por baixa possibilidade de veto a mudanças e alto nível de discricionariedade na interpretação do papel dos fundos de pensão. Em um segundo momento, pós-eleitoral, o contexto foi de fortes pontos de veto e baixa discricionariedade na aplicação das regras institucionais. Os resultados da entrevista corroboraram as conclusões obtidas com as fontes secundárias. A visão predominante dos entrevistados é de mudança, mas com indicações de pontos de veto. Foi identificada uma maior aproximação dos fundos de pensão e o mercado de PE/VC, com perspectivas favoráveis. A pesquisa conclui que o processo de mudança institucional dos fundos de pensão encontra-se em andamento e apresenta características do tipo acréscimo em camadas e deslizamento, segundo a tipologia de Mahoney e Thelen.

Palavras-chave: Fundos de pensão. Mudança institucional. Financiamento da inovação. Private Equity e Venture Capital. Sindicalismo.

Abstract

This article aimed to investigate the process of institutional change from the Brazilian pension funds after the arrival of a new national government political coalition in 2003. The process of institutional change analysis was accomplished using Mahoney and Thelen's model, which also considered the role of pension funds in the innovation finance, through Private Equity and Venture Capital (PE/VC) markets. Independent and intervening variables discussion was made by content analysis of secondary sources, supplemented by a interview. Independent variables examination evidenced that, during the pre-election period (2002), it was a period marked by weak veto possibilities to changes and high level of discretion in interpretation of the role of pension funds. Afterwards, it is a context with strong veto points and low level of discretion in enforcement of institutional rules. Interview's result support the conclusion acquired with the secondary sources. The prevailing view of respondents is for changing, but with indications of veto points. The interview suggested a greater approach between pension funds and the PE/VC market, with positive outlook. The article concludes that the pension funds institutional change process is an ongoing activity and shows characteristics evidenced as layering and drift, according to Mahoney and Thelen's typology.

Keywords: Pension funds. Institutional change. Innovation finance. Private Equity and Venture Capital. Unionism.

1. Mestre em Administração com habilitação em Administração Pública e Políticas Públicas (Universidade de Brasília - UnB), pós-graduado em Economia do Setor Público (Fundação Getúlio Vargas - FGV) e graduado em Economia (Universidade de Brasília - UnB). Atualmente é pesquisador do Centro de Estudos Avançados de Governo e Administração Pública - CEAG/UnB. E-mail: raliberal@terra.com.br.

2. Professor Adjunto da Universidade de Brasília, UnB. Pesquisador do CEAG/UnB. Email: igoliveira@unb.br.

1. Introdução

O senso comum, não raro, depara com surpresas. No Brasil, entre 1990 e 2002, 165 empresas estatais passaram, total ou parcialmente, para o controle privado (LAZZARINI, 2011). A impressão natural era que a participação do Estado na economia diminuiria, haveria desconcentração do grau de propriedade com a chegada de novos atores e o setor privado aumentaria seu controle sobre o setor produtivo. Em outras palavras, esperava-se que os laços de um capitalismo centrado no Estado afrouxariam.

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

Uma das explicações de Lazzarini (2011) para este fato é o protagonismo do BNDES e, principalmente, dos fundos de pensão das estatais como conectores de várias aglomerações de propriedade, ou seja, grupos controladores comuns de determinadas empresas.

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

No Brasil, juntamente com o BNDES, a atuação dos fundos de pensão tem compensado as lacunas do mercado de crédito privado e as oscilações do mercado de capitais. Assim, buscam mitigar a carência de investimento de longo prazo e proporcionam um relativo grau de coordenação política para agenda de desenvolvimento (SANTANA, 2008).

Com o início do governo Lula, em 2003, os fundos de pensão, especialmente das empresas estatais, passaram a contar com a participação de sindicalistas e ex-líderes sindicais em seus quadros dirigentes e nos conselhos de gestão. À primeira vista, pode-se considerar um evento surpreendente, uma vez que se trata de uma categoria que tradicionalmente não guardava boa relação com o mercado financeiro (JARDIM, 2009).

A origem do trajeto de aproximação dos sindicalistas com os fundos de pensão pode ser situada no processo de reestruturação produtiva verificado nos anos 1990, após abertura comercial, e que levou a uma transformação das agendas sindicais. As mudanças do mercado de trabalho, com aumento do desemprego e precarização da mão de obra, levaram também

a um abrandamento das bandeiras tradicionais de greves e paralisações características dos anos 1970 e 1980. Assim, para um grupo que buscava novas alternativas e estratégias para se enquadrar em um novo contexto de relações econômicas, a participação na gestão dos fundos de pensão mostrou-se uma valiosa oportunidade.

A convergência observada entre sindicalistas e o mercado financeiro, via fundos de pensão, representou um fato inédito no Brasil. E, como era de se esperar, as novas estratégias sindicais, repletas de contradições e ambiguidades para legitimar a presença de seus membros no terreno financeiro, foram executadas, implicando tensões entre vários campos e atores. Grün (2009) aponta um importante campo de tensão, onde se relacionam financistas do mercado e sindicalistas dos fundos de pensão. Essa tensão pode ser materializada mais especificamente nas decisões de investimentos dos fundos de pensão em fundos de Private Equity – e aqui é possível acrescentar a modalidade de Venture Capital à percepção de Grün (2009)³ –, cuja análise será de especial interesse para os propósitos deste artigo.

Os fundos de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) consistem em alternativas existentes no mercado financeiro para financiamento de empresas incipientes ou em fase de maturação com alto potencial de crescimento, que em geral levam ao mercado serviços e produtos inovadores. São empresas que também inovam nos processos produtivos, gerenciais e em suas estratégias de marketing (RIBEIRO; TIRONI, 2007). A ideia básica é adquirir parte do capital dessas empresas, ajudar a implantar novas políticas de gestão e de governança corporativa e, após alguns anos, vender as participações adquiridas (exit) com a expectativa de retorno aos investidores dos recursos (DA RIN; PENAS, 2007).

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

Apesar da representatividade que os fundos de pensão vêm exercendo no mercado de PE/VC brasileiro nos últimos anos, sua participação ainda é considerada pequena diante do patrimônio que eles possuem e da permissão legal em vigor de aplicação neste mercado. De fato,

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

em 2011 os fundos de pensão brasileiros possuíam 2,2% de seu patrimônio investidos em PE/VC (ABRAPP, 2011). Nos Estados Unidos, dados ainda de 2006 indicaram que esse índice variou entre 5% e 6% do patrimônio dos fundos (FINEP, 2007).

Ainda que este panorama geral indique que a relação entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC não é desprezível no Brasil, sendo inclusive fundamental para o desenvolvimento deste último, as tensões entre os atores principais e suas estratégias nos dois segmentos têm se tornado públicas desde o período das privatizações das estatais nos anos 1990 até os anos recentes⁴ (GRÜN, 2009).

Voltando à esfera simbólica da legitimação de atores no campo financeiro, a tensão descrita por Grün (2009) não se mostra estática e ganha contornos variados à medida que mudam os atores principais. Na fase em que os fundos de PE/VC começaram a se desenvolver e ganhar visibilidade na economia, os fundos de pensão relutaram em aplicar seus recursos, alegando falta de transparência, baixa liquidez, além do elevado risco a seus participantes. Mais recentemente, a inovação dos PE/VC parece ter recebido melhor aceitação pelos fundos de pensão, “após um longo período de desconfiança e também depois que esse dispositivo financeiro se ‘tropicalizou’ nas mãos de financistas com sensibilidade diferente do famigerado Daniel Dantas” (GRÜN, 2011, p.109).

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

Vários autores têm se dedicado a descrever as mudanças no meio sindical (GRÜN, 2003, 2004a, 2005a, 2005b; JARDIM, 2009; SORIA e SILVA, 2011) e parece que todos convergem sobre a significativa dimensão destas mudanças. Mas e pelo lado dos fundos de pensão, é possível falar em mudança institucional? O objetivo deste artigo é identificar se houve mudança institucional no segmento dos fundos de pensão brasileiros com a chegada de novos dirigentes após 2003 (e, caso positivo, que tipo de mudança).

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

Referencial Teórico

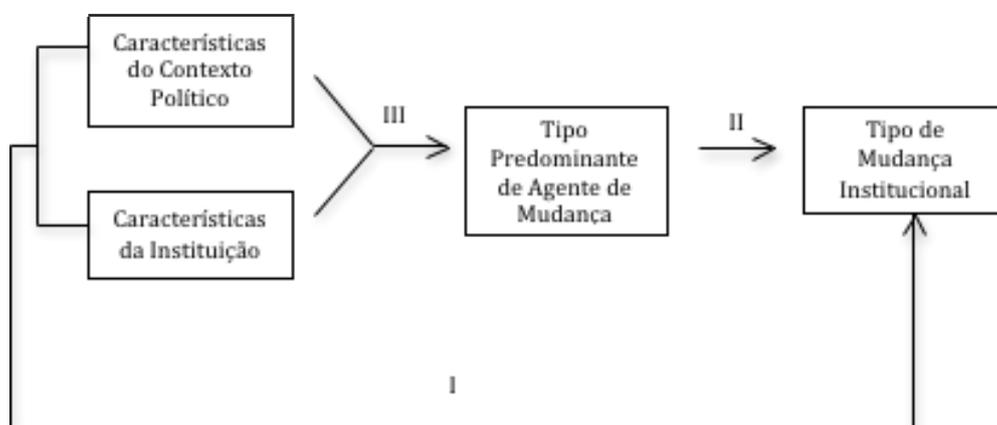
Mudança institucional

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

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

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

Figura 1 – Modelo de Mudança Institucional de Mahoney-Thelen



Fonte: MAHONEY, THELEN (2010).

A variável dependente

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

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

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

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

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

As variáveis independentes e a conexão I

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

Variável independente 1: contexto político

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

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

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

Variável independente 2: características da instituição

A segunda variável independente trata de discricionariedade, ou seja, das diferenças na extensão em que as instituições são suscetíveis a interpretações divergentes e a variações na aplicação de suas regras. O fato de considerar as instituições a partir de uma abordagem distributiva implica aceitar que a *compliance* é uma variável que pode mudar ao longo do

tempo. Na prática, o grau de discricionariedade dos atores varia de acordo com características institucionais, demonstrando assim diferenças entre instituições.

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

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

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

A variável interveniente e a conexão II

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

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

Assim, os quatro tipos de atores são: i) *insurgentes*, que negam o *status quo* institucional e não querem cumprir as regras atuais; ii) *simbiontes*, que são próximos das instituições e preservam e exploram o *status quo*, tendo em vista ganhos privados; iii) *subversivos*, que procuram substituir as instituições, mas sem romper suas regras; e iv) *oportunistas*, que

exploram as ambiguidades na interpretação ou aplicação das regras e acabam por refazer as regras existentes de forma diferente à intenção de seus formuladores.

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

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

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

Os *subversivos*, por sua vez, são atores também interessados no deslocamento de regras específicas, mas que, no entanto, não as descumprem durante seus correspondentes períodos de vigência. Esses atores atuam, em verdade, no sentido do acobertamento de suas preferências e, sempre que possível, da incorporação (superposição) de novas regras ao quadro normativo vigente. Em decorrência desse fato, estão associados mais frequentemente aos processos de *acréscimo em camadas*.

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

A conexão III

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

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

Quadro 1 – Características das Instituições, Contexto Político e Tipos de Agentes nas Mudanças Institucionais

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

Fonte: MAHONEY; THELEN (2010)

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

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

Os *subversivos* emergem em ambientes com baixos níveis de discricionariiedade e alta possibilidade de veto. Este cenário torna difícil a prevalência de estratégias que busquem o aban-

dono das antigas instituições ou em novas interpretações. Neste ambiente, as mudanças acontecem por dentro do sistema, gerando *acréscimo de camadas* de novas instituições às já existentes.

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

Metodologia

Para que o objetivo geral do artigo fosse alcançado, a pesquisa foi parametrizada por dois objetivos específicos: i) destacar a movimentação de atores e suas estratégias no contexto dos fundos de pensão no Brasil desde os anos 1990, com base no modelo proposto por Mahoney e Thelen (2010); e ii) verificar as características da interação entre os fundos de pensão e o mercado de Private Equity e Venture Capital (PE/VC).

Além da revisão da literatura, foi aplicado o modelo de Mahoney e Thelen (2010) para o caso dos fundos de pensão. Foram utilizados dois instrumentos de pesquisa: a pesquisa documental e uma entrevista semiestruturada. Na pesquisa documental foram analisados diversos artigos acadêmicos, livros, material de imprensa e sites relacionados a fundos de pensão e mercado de PE/VC. Na fase documental, a pesquisa valeu-se especialmente do material empírico produzido em trabalho de campo por Jardim (2009) e Grün (2003).

As entrevistas foram realizadas entre junho e julho de 2012 junto a atores que ocupam ou já ocuparam postos técnicos e/ou políticos, em alto nível gerencial e técnico, nos segmentos previdenciário e do mercado financeiro, além de especialistas de instituições de pesquisa. A entrevista teve o formato de cinco perguntas e foi enviada por mensagens de correio eletrônico. Dentre 56 participantes pré-selecionados que receberam o questionário, 14 retornaram. Destes, 2 responderam de maneira genérica, sendo assim excluídos da amostra.

Os 12 entrevistados válidos foram agregados em 4 grupos distintos. Essa divisão foi realizada de forma a estabelecer alguma identidade entre eles e meramente para fins de simplificação da análise: i) *dirigentes da situação*: atores que atuaram como gestores no governo Lula. Inclui nível de ministros, secretários, diretores e coordenadores-gerais; ii) *dirigentes da oposição*: atores que atuaram com gestores no governo Fernando Henrique Cardoso e/ou em governos estaduais de partidos de oposição durante o governo Lula. Inclui nível de ministros, secretários e assessores especiais; iii) *dirigentes de fundos de pensão*: atuais dirigentes de

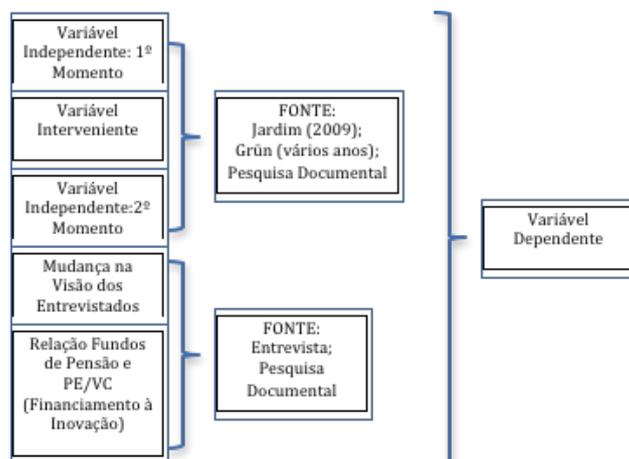
fundos de pensão; iv) *especialistas*: atores de institutos de pesquisa e especialistas do mercado financeiro.

A primeira pergunta da entrevista procurou captar a percepção dos entrevistados sobre a existência de mudança institucional nos fundos de pensão. A ideia foi que a análise das respostas complementasse o material empírico das fontes secundárias. Já as demais perguntas foram direcionadas para a relação dos fundos de pensão com o mercado de PE/VC. Desta forma, procurou-se suprir a carência de informações sobre esta interação, limitação que pode estar relacionada com o fato de se tratar de uma atividade recente e ainda em estruturação – portanto carente de coleta sistemática de informações – e também pela natureza da atividade (investimentos de caráter privado).

Assim, a aplicação do modelo de Mahoney-Thelen foi realizada por meio da análise de conteúdo das fontes secundárias complementadas pela fonte primária (entrevista). Optou-se por separar a análise das variáveis independentes (contexto político e características da instituição) em dois momentos distintos. O primeiro período considerou a fase de tramitação no Congresso Nacional dos projetos que originaram as Leis Complementares nº108/2001 e nº109/2001 e toda a fase pré-eleitoral até a eleição do presidente Lula. O segundo momento contemplou a fase pós-2003, com os agentes sindicais já instalados no segmento de fundos de pensão. Entre esses dois momentos, procurou-se identificar o tipo de agente de mudança (variável interveniente) que estaria emergindo naquele contexto.

Os resultados da entrevista constituíram uma complementação à análise proporcionada pelas fontes secundárias, de modo a captar uma visão atual dos entrevistados sobre o tema. Por fim, a discussão sobre a existência e os tipos de mudança institucional foi realizada na conclusão do trabalho, obtendo-se assim a caracterização da variável dependente do modelo. A figura 2 a seguir sintetiza o método utilizado na pesquisa.

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



Fonte: Elaborado pelos autores.

Resultados e Discussão

Variáveis independentes – 1º momento

A tramitação dos projetos de lei que resultaram nas Leis Complementares nº 108/2001 e nº109/2001 é tomada, nesta modelagem, como ponto de partida na análise da movimentação de atores ligados ao movimento sindical em direção aos fundos de pensão. Sancionadas ainda no governo Fernando Henrique Cardoso, em 2001, as duas leis representam o alicerce atual da regulação do setor e substituíram aquela vigente desde 1977. O fato relevante é que, durante a fase de tramitação no Congresso Nacional, o interesse do Partido dos Trabalhadores na matéria foi decisivo para a sua aprovação, com os então deputados petistas José Pimentel e Ricardo Berzoini assumindo a relatoria dos projetos que seriam convertidos em lei.

A posição estratégica dos deputados petistas como relatores dos projetos de lei favoreceu os *lobbies* de setores interessados na aprovação da nova legislação para a previdência complementar, especialmente em função da possibilidade de criação da previdência associativa (ou instituidor)⁵. Um exemplo de *lobby* nesse sentido materializou-se na Carta de Brasília, encaminhada ao presidente FHC como resultado do Encontro dos Dirigentes de Entidades Representativas de Participantes de Fundos de Pensão, ocorrido em 2001 com a ativa participação do Sindicato Nacional de Entidades Fechadas de Previdência Privada (Sindapp). Dentre os vários signatários da Carta de Brasília, estavam os deputados José Pimentel, Ricardo Berzoini, além de Luiz Gushiken, ex-deputado petista, todos de origem sindical.

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

[...] É imprescindível que seja revisto e aprimorado todo o sistema regulatório da previdência complementar[...]. A gestão paritária, pelos participantes e patrocinadores, é um fator de segurança e credibilidade para o sistema. [...]A regulamentação dos novos fundos de pensão, com foco no estímulo à sua difusão, beneficiará notável contingente de participantes atualmente excluídos desse sistema. (Programa de Governo do PT, 2002 apud Jardim, 2009, p. 58).

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

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

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

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

O elevado capital político conquistado pelo novo governo após a eleição conferiu oportunidade de enviar ao Congresso Nacional duas propostas de reforma constitucional consideradas impopulares: as reformas tributária e previdenciária. Paralelamente, o governo lançava alguns programas de campanha de forte apelo social, como o Fome Zero e o programa Primeiro Emprego. O desfecho destes e de vários outros programas verificados nos anos seguintes foi bem variado, com casos de sucesso e fracasso. Mas foi nesse contexto que se verificou o esforço discursivo do novo governo para rotular e disseminar a política de fundos de pensão como um dos grandes projetos sociais daquela gestão. E a estratégia foi capitaneada pelo próprio presidente Lula:

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

Neste depoimento, Lula busca sublinhar o caráter diferenciado dos investimentos dos fundos de pensão, atribuindo-lhes uma “missão social”:

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

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

Neste mundo em que mercados invisíveis determinam a subida ou a queda de um país, o crescimento ou a falência de uma empresa, o trabalhador precisa ter um instrumento

maior que o direito à indenização ou à greve. Ter dinheiro é parte do poder no mundo globalizado e capitalista. (Valor Econômico, 2003 apud Jardim, 2009, p. 129).

Sobre os fundos de pensão associativos, previstos na Lei Complementar nº 109/2001 e regulamentados em 2003, Lula encabeça a disseminação da novidade:

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

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

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

Essa amostra de fragmentos discursivos do presidente Lula conferiu a tônica da atuação dos principais atores na disseminação dos propósitos do governo para o segmento da previdência complementar fechada no Brasil.

Até este ponto, a narrativa e os fragmentos apresentados possibilitam iluminar características das variáveis independentes do modelo Mahoney-Thelen aplicado ao sistema de fundos de pensão. Neste primeiro momento cronológico, o que se observa é um contexto francamente favorável, do ponto de vista político, para fortalecer o setor dos fundos de pensão e imprimir uma mudança de imagem.

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

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

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

Variável interveniente

O ambiente descrito na seção anterior mostrou-se fértil para que especialmente o segmento sindical desenvolvesse um potencial de mudança. Lideranças políticas do PT com forte ligação com o movimento sindical assumiram o papel estratégico de construir e disseminar justificativas de ordem política, social e moral para incitar a aproximação dos dirigentes sindicais com a temática dos fundos de pensão.

O material empírico apurado por Jardim (2009) revela uma importante apostila utilizada em cursos de formação chamados *Previdência Complementar e Regime Próprio*, ministrados pela Central Única dos Trabalhadores (CUT) entre os anos de 2000 e 2003 para pelo menos mil sindicalistas a cada ano. A apostila foi responsável pela formação de vários sindicalistas e constituiu-se instrumento de “difusão ideológica” acerca do papel dos fundos de pensão e sua relação com o sindicalismo. O forte teor ideológico, de fato, é utilizado na apostila, como pode ser visto no seguinte fragmento:

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

A evocação da legitimidade e autoridade moral dos representantes dos trabalhadores para conduzirem os destinos de suas poupanças previdenciárias é claramente registrada na apostila: “A propriedade de recursos previdenciários, por ser primordialmente do trabalhador, [...] deve outorgar a suas entidades representativas condição moral plena e legitimidade política suficiente para interferirem em seus processos de controle e aplicação.” (Gushiken e Gonçalves, 2002 *apud* Jardim, 2009, p. 186).

Jardim (2009) utiliza a expressão “moralização e/ou domesticação do capitalismo via sindicatos” para resumir este teor simbólico da justificativa dos sindicalistas para se aproximarem dos fundos de pensão e se legitimarem como seus gestores. A expressão “se você não pode destruir seu inimigo, junte-se a ele” contempla, afirma Jardim (2009), boa parte das entrevistas realizadas pela autora.

A naturalidade com que os sindicalistas passam a tratar das questões relacionadas a fundos de pensão e à presença sindical no mercado financeiro é claramente observável nos depoimentos:

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

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

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

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

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

Em suma, percebe-se que a construção do discurso e das crenças dos sindicalistas foi direcionada para que, dado o papel preponderante dos fundos de pensão no mercado financeiro, coubesse aos sindicalistas administrá-los de maneira a exercer disciplinamento e evitar possíveis consequências danosas do processo de financeirização aos trabalhadores. É o que Jardim (2009) denomina de “moralização e/ou domesticação do capitalismo”. É interessante como o eufemismo e a dissimulação ganham espaço no contexto. O discurso de moralização supõe que existam aspectos imorais, ilegítimos. Ao justificarem a necessidade de “moralizar” o capitalismo, os sindicalistas desviam de possíveis relações mercadológicas de ganho, lucro e rentabilidade. O olhar sociológico de Jardim (2009) permite concluir que “portanto, o discurso de moralização faz parte de um tratamento simbólico que permite que o envolvimento sindical no mercado financeiro saia do espaço do ‘ilegítimo’ (ganho especulativo, financeirização) para o espaço do ‘legítimo’”. (JARDIM, 2009, p. 186).

Como era de se esperar, o trabalho de “conversão” dos sindicalistas não se deu de forma homogênea, muito menos sem que houvesse tensões. E, dentre os tipos de conflitos identificados no material empírico de Jardim (2009), envolvendo os novos dirigentes sindicais dos fundos de pensão, chama atenção aquele envolvendo os dirigentes tradicionais do setor. A tensão ocorre pelo fato de os dirigentes tradicionais colocarem em dúvida a capacidade técnica dos dirigentes sindicalistas. Em um ambiente repleto de códigos e especificidades do mercado financeiro, a exigência de *expertise* confere aos dirigentes tradicionais argumentos na disputa de forças. Ainda que o contexto proporcionasse por vezes a parceria na condução dos rumos do setor de fundos de pensão, a disputa pela legitimidade da gestão dos fundos invariavelmente suscitava esse tipo de questionamento relacionado à capacitação.

Para contornar essa “violência simbólica”, segundo Jardim (2009), as centrais sindicais passaram a investir cada vez mais na qualificação de seu quadro por meio de cursos e seminários, o que gerou inclusive uma externalidade de fomento de um mercado de consultoria, que passou a orbitar em torno dos sindicatos. A complexidade e a “aridez” do tema foram apontadas em alguns depoimentos como uma dificuldade, mas dentro da consciência de que era preciso investir em formação do quadro:

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

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

Pesa certo preconceito com o trabalhador na gestão. Imagina trabalhador na gestão, a gente aqui é do mercado e o mercado consegue fazer melhor que o pessoal do sindicato, muito melhor porque somos profissionais do mercado. Tem um preconceito grande. Dá então um debate enviesado quando se fala que o pessoal do sindicato não tem formação para administração e não é bem assim[...] (Entrevistado do Banesprev *apud* Jardim, 2009, p. 216).

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

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

A aceitação e defesa do discurso sobre investimento ético, responsabilidade social, governança corporativa e o papel dos fundos de pensão não significava necessariamente ter conhecimento sobre o assunto. “Houve casos em que os informantes não entendiam bem a proposta dos fundos de pensão, mas a defendiam” (JARDIM, 2009, p.212).

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

De forma simplista, a governança corporativa pode ser definida como conjunto de dispositivos que procuram estabelecer ou manter uma relação entre acionistas e dirigentes das empresas, considerada satisfatória para os primeiros. Os pilares da governança corporativa seriam, assim: i) respeito aos direitos dos acionistas minoritários; ii) transparência nos procedimentos das empresas; e iii) possibilidade de aquisição do controle acionário das empresas através da compra de suas ações nos mercados financeiros (GRÜN, 2005a).

Um dos importantes instrumentos de consolidação da governança corporativa no Brasil foi a Lei das Sociedades Anônimas (S/A), sancionada no governo FHC, em 2001, que estabeleceu mecanismos que aumentam a transparência das empresas e possibilitam maior acesso

dos acionistas às decisões das empresas, permitindo assim a adoção de melhores práticas de governança corporativa. A lei possibilitou também a ampliação da proteção aos acionistas minoritários e portadores de ações preferenciais.

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

Em suma, o tema da governança corporativa mostrou-se altamente apropriado no processo de “conversão” da agenda sindical em direção aos fundos de pensão. Assim, encampada pela candidatura Lula e por seu grupo de apoio – em especial o movimento sindical –, a governança corporativa ganha um “tom emocional [...] ela se transforma numa espécie de *cause célèbre*, empalmada por empreendedores morais, e adquire assim um halo de movimento social contra o qual as resistências latentes [...] podem menos.” (GRÜN, 2004b, p.166).

De acordo com o que foi apresentado nesta seção e com base na categorização do tipo de agente (variável interveniente) do modelo, algumas leituras podem ser feitas. Antes, é oportuno lembrar que, conforme ressaltam Mahoney e Thelen (2010), os atores podem ocupar diferentes papéis em diferentes contextos (por exemplo, um comportamento oportunista em um contexto e insurgente em outro), ou seja, a classificação do tipo de agente refere-se aos papéis desempenhados pelos agentes e não a suas identidades.

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

Outra leitura pode apontar para o tipo *subversivo* dos agentes sindicalistas, segundo a classificação Mahoney e Thelen (2010). Conforme detectado em vários relatos apresentados na seção, expressões como “se não pode derrotar o inimigo, junte-se a ele” ou “lutar contra o

capitalismo com suas próprias armas” indicam uma estratégia de atuar dentro do sistema dos fundos de pensão, sem violar suas regras, mas em busca de mudanças institucionais. Os agentes sindicais identificaram que não era possível deslocar rapidamente as regras vigentes, e assim passam a propor pequenas e sucessivas alterações que convivem com as regras existentes. É possível que, caso surja oportunidade, tentem atingir seus interesses com outros arranjos institucionais.

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

Apesar de este balanço parcial lançar alguma luz sobre o potencial de mudança institucional nos fundos de pensão com a chegada dos sindicalistas a seus quadros de direção, o que foi possível deduzir da real participação destes agentes no novo contexto frente ao que propunham como estratégia? Assim, vale investigara configuração das variáveis independentes neste segundo momento do tempo e sua influência nos agentes da mudança.

Variáveis independentes – 2º momento

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

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

convergentes e assimiladas pelos demais atores, mas em geral com impactos marginais na política de desenvolvimento do setor.

O depoimento a seguir ilustra que a atuação e poder de decisão dos sindicalistas nos conselhos dos fundos de pensão são vistas como limitadas, ainda que sua presença não passe despercebida: “Formalmente os sindicatos não possuem influência nas decisões do Conselho Deliberativo. No entanto, como é provável que estes tenham apoiado os Conselheiros eleitos na eleição, é óbvio que os mesmos acabam por exercer algum tipo de influência do ponto de vista político e até assessoramento técnico aos Conselheiros.” (Entrevistado Presidente da Petros *apud* Jardim, 2009, p. 173).

A percepção de Lordon (2000 *apud* Jardim, 2009, p. 174) sobre o restrito poder de influência dos sindicatos fornece pistas sobre os motivos que inibem a atuação desses atores: “Os patrões conscientes do jogo procuram enfraquecer sua expressão. Eles não querem o assalariado gerindo ou controlando a empresa. Controlador formal é somente uma evidência jurídica, longe da realidade. Quem controla realmente as poupanças são os grandes financistas.” (Lordon, 2000 *apud* Jardim, 2009, p. 174).

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

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

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

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

Os entrevistados parecem não desmerecer o caráter meritório das alternativas de investimento que privilegiam a responsabilidade social, mas indicam que só serão consideradas se convergirem com uma diretriz mais pragmática de rentabilidade, como afirma o então presidente da Petros: “Se puder casar as duas coisas é melhor, mas não é o mais importante.” (Entrevistado Petros *apud* Jardim, 2009, p. 191).

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

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

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

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

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

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

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

de pensão, da mesma forma que veem a compra de títulos públicos como sacrifícios para garantir a tranquilidade da dívida pública do Brasil.” (JARDIM, 2009, p.194).

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

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

Mesmo com presença importante nos processos decisórios dos fundos, propiciada pela roupagem da governança corporativa, as estratégias dos agentes sindicais mostraram-se dependentes das políticas do mercado financeiro, como a política de taxas de juros e tipos de investimentos que não guardam relação com as causas sindicais. Os conflitos com os dirigentes tradicionais e financistas no mesmo espaço de atuação parece resultar em consideráveis limites ao poder dos agentes sindicais.

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

Mudança institucional na visão dos entrevistados

Até este ponto dos resultados do artigo foram utilizadas fontes secundárias como subsídio à aplicação do modelo de Mahoney e Thelen (2010). Em complemento, e para verificar em que medida é possível corroborar as conclusões parciais descritas até o momento, foi feita a análise das respostas à primeira pergunta da entrevista com cinco questões, realizada com atores

envolvidos com o tema. Oportuno lembrar a primeira pergunta da entrevista: “Qual a sua percepção sobre o papel dos fundos de pensão (especialmente aqueles de patrocínio público) na economia brasileira após a chegada de uma nova coalizão política no governo federal em 2003? É possível identificar mudanças significativas em relação ao período anterior?”

De certa forma, a percepção geral dos atores sobre essa primeira pergunta pode ser vista também como um terceiro momento da relação entre as variáveis independentes (contexto e características institucionais) e interveniente (agentes de mudança) do modelo, na medida em que capta uma visão recente (junho/julho de 2012) dos entrevistados sobre os eventos⁶.

Dentre os doze entrevistados, a maioria (sete) indicou que sim, é possível apontar mudanças no segmento dos fundos de pensão após o novo governo de 2003, enquanto os outros cinco responderam que não enxergam mudanças significativas. A agregação binária (sim/não) foi feita de forma a identificar a existência de posicionamento de grupo (quadro 2).

Quadro 2 – Percepção quanto à existência de mudança no setor de fundos de pensão a partir de 2003

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

Fonte: Entrevista aplicada pelos autores.

Conforme o quadro 2, todos os *dirigentes da situação* apontam que houve mudança nos fundos de pensão, assim como a maioria (2/3) dos *dirigentes da oposição*. O detalhe é que, pelo teor das respostas, as causas das mudanças têm características distintas na percepção dos dois grupos. Os primeiros apontam aspectos relacionados ao fortalecimento institucional, esforços de regulamentação de legislação, aperfeiçoamento de controles e modernização, dentre outros. Já os *dirigentes da oposição* sinalizam que as mudanças estão diretamente relacionadas aos interesses partidários. Ou seja, dois grupos que constatarem mudanças no

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

setor, mas por motivos distintos. Os trechos a seguir ilustram as respostas dos *dirigentes da situação*:

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

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

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

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

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

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

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

[...] Atualmente os fundos de patrocínio público são os que têm tido maior empenho em investimentos “não tradicionais” (infraestrutura, por exemplo), até pela proximidade com os governos. No entanto, me parece que precisamos atuar no sentido de revestir tais

investimentos de arcabouço legal, bem como assegurar um mercado com o dinamismo de segurança e liquidez de que os fundos precisam para cumprir os seus objetivos. Sem dúvida nenhuma os governos que se instalaram a partir de 2003 foram os maiores promotores deste segmento. No entanto, deve-se reconhecer os esforços para dotar o país de um arcabouço regulatório mais moderno, que se configurou com a promulgação das Leis Complementares nº108 e nº109 de 2001. (Dirigente de Fundo de Pensão 3).

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

Interessante observar que, apesar de o quadro de percepções (quadro 2) indicar que existe uma maioria que acredita na existência de mudanças nos fundos de pensão, o grupo de *especialistas* foi unânime em apontar o contrário. Talvez pelo distanciamento analítico de que estes três atores usufruem, o argumento comum é que os aspectos técnicos predominam e as mudanças são aquelas inerentes ao desenvolvimento do setor, e não relacionadas a mudanças de governo. Essa linha de explicação com teor *path dependence* também se verifica nas respostas dos outros dois entrevistados que compõem o grupo que não aponta mudanças nos fundos de pensão. A seguir, dois trechos de respostas dos *especialistas*:

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

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

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

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

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

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

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

No entanto, à luz do modelo de Mahoney e Thelen (2010), que não se satisfaz com as explicações do tipo *path dependence*, já é possível arriscar que o cenário é de um processo de mudança gradual do segmento dos fundos de pensão. Antes, porém, é preciso destacar o que o material empírico aponta sobre a interação entre os fundos de pensão e o mercado de PE/VC.

Fundos de pensão e o financiamento à inovação via fundos de PE/VC

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

Nos Estados Unidos, os fundos de pensão são os maiores investidores da indústria de PE/VC, com uma participação média de 40% na década de 1990, chegando a 50% em 2001. (MEGGINSON, 2004; GVCEPE, 2008). A flexibilização das regras de aplicações dos fundos de pensão na década de 1980 contribuiu sobremaneira para o fortalecimento do setor de PE/VC nos anos seguintes (BAYGAN, 2003 apud ALBERGONI, 2006). Na Europa, o perfil dos investidores em PE/VC difere daquele verificado nos Estados Unidos, com um peso maior para

bancos, companhias de seguro e investidores corporativos. Ainda assim, a participação dos fundos de pensão chegou a uma média de 23% no período 2003-2007 (GVCEPE, 2008).

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

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

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

Alguns cuidados também foram apontados pelos entrevistados. Dentre eles, o alerta de que se trata de um mercado que possui um custo de informação muito elevado, pois é preciso ter uma capacidade analítica e acesso a informações suplementares importantes para poder tomar uma decisão substantiva de investimento em PE/VC. Alguns fundos de pensão já acumularam conhecimento e *expertise* suficiente para interagir com este mercado, mas a maioria ainda não tem a mesma movimentação. Por fim, uma vantagem apontada na entrevista destaca que os investimentos dos fundos de pensão em PE/VC constituem investimento na produção em si, e não em títulos do governo. Tem-se assim investimentos na economia real,

quase sempre associados ao crescimento de empresas por meio da diferenciação pela inovação. Adicionalmente, são modalidades de investimento que implementam boas práticas de governança nas empresas. O trecho a seguir ilustra essa perspectiva:

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

A terceira questão da entrevista feita aos entrevistados foi: *“Na sua visão, que fatores são determinantes para a decisão dos Fundos de Pensão em investir em fundos do tipo Private Equity e Venture Capital?”* As respostas dos entrevistados, sintetizadas no quadro 3, enriquecem o levantamento prévio feito na fase da pesquisa documental. Para o contexto latino-americano, a Emerging Markets Private Equity Association (Empea) apontou alguns fatores determinantes para incentivar os fundos de pensão a investirem no mercado de PE/VC: i) ambiente regulatório: alterações na legislação que permitam a entrada dos fundos de pensão no mercado de risco, ampliação de limites de investimento; ii) cenário macroeconômico: trajetória da taxa de juros, expansão da economia e reflexo no melhor poder aquisitivo, retornos menores em bônus que levam à busca por alternativas de aplicação; e iii) aspectos demográficos: proporção de participantes mais jovens na carteira dos fundos de pensão, maior disposição de riscos em faixas etárias mais baixas (Empea, 2011).

As respostas de dois entrevistados de certa forma agrega ao levantamento da Empea uma categoria menos técnica e mais política como responsável pela decisão dos fundos em investir em PE/VC. Um deles aponta “interesses pessoais ou partidários” e outro afirma que “composições de interesses e negociações governamentais para suporte a projetos tem uma grande preponderância”. Na linha da diversificação, outro entrevistado afirma que, estruturalmente, as reservas dos fundos de pensão são de tamanha magnitude que não devem ficar restritas a determinados nichos do mercado de capitais. Por fim, o quadro 3 reúne as respostas mais comuns verificadas na entrevista.

Quadro 3 – Principais Fatores que Incentivam o Investimento dos Fundos de Pensão em Private Equity e Venture Capital (PE/VC)

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

Fonte: Entrevista aplicada pelos autores.

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

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

As perspectivas para essa modalidade de investimento são positivas e devem aumentar paulatinamente a importância na carteira dos fundos de pensão, segundo a maioria das respostas. Entretanto, ressaltam que a postura tem sido e deve continuar a ser de prudência, dentro dos extremos legais definidos na Resolução CMN nº 3.792/2009, que, justamente por fixar limites, “sinaliza o que se espera dos administradores, coibindo-se qualquer aventura maior”.

Sobre o papel dos fundos de pensão no financiamento da economia e, especificamente, via PE/VC, um dos entrevistados posicionou-se radicalmente contra, afirmando que a

posição dos fundos deve ser em prol da rentabilidade e segurança do participante. E afirma: “Sou contrário ao governo fazer uso dos fundos de pensão para propiciar algum setor ou fazer política industrial”. Uma visão diferente pode ser ilustrada com este trecho:

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

Por fim, a quinta pergunta: “*Na sua opinião, o governo federal exerce alguma influência na decisão de investimento dos fundo de pensão em fundos de Private Equity e Venture Capital?*” As respostas, se classificadas de forma binária (sim/não) conforme foi feito para a primeira pergunta, indicam posicionamentos idênticos aos encontrados na primeira questão e ilustrados no quadro 2. A exceção foi de um entrevistado especialista que não respondeu à questão. Assim, de onze respostas, sete indicaram que sim, existe influência, e as outras quatro a posição contrária. Novamente, as respostas positivas apontaram causas diferentes, ou percepções distintas sobre o que seria “influência do governo federal”.

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

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

Em suma, as respostas sobre a relação entre fundos de pensão e o mercado de PE/VC apuradas mediante a aplicação da entrevista revelaram um interessante mapeamento técnico, com base em experiências diferentes de atores especializados, mas também apontaram nuances

políticas da relação entre o governo federal e as escolhas dos fundos de pensão frente às opções de investimentos, dentre eles os fundos de PE/VC.

Conclusões

O objetivo deste artigo foi investigar o processo de mudança institucional no segmento dos fundos de pensão brasileiros com a chegada de uma nova coalizão política no governo federal após 2003. A utilização do modelo de Mahoney e Thelen (2010) mostrou-se bastante adequada para destacar atores e sua movimentação no contexto dos fundos de pensão no Brasil.

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

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

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

Esse último ponto aparenta especial importância, pois, em uma perspectiva ampla, pode refletir uma percepção mais atual (de um terceiro momento no modelo) de que houve uma

convergência de interesses entre atores com trajetórias distintas que interagem em um mesmo espaço – governança corporativa dos fundos de pensão, conforme já havia apontado Grün (2005a). Apesar dos pontos de veto existentes para um ou outro grupo, a execução de determinados projetos nacionais parece contar com forte sintonia entre o governo federal e este *lócus* de tensões e acordos, convergências e distensões existente nos fundos de pensão, conforme resultados encontrados por Lazzarini (2011).

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

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

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

A leitura da ocorrência de mudança por *acréscimo em camadas* pode ser feita na esfera interna dos fundos de pensão e é fruto direto da ação dos agentes sindicais, que passaram a in-

teragir com diferentes atores no campo da governança corporativa dos fundos. A existência de pontos de veto, especialmente de caráter técnico e/ou relacionados a variáveis econômicas como taxas de juros, não impede que os agentes sindicais deixem sua marca e por vezes forcem os demais grupos a levarem em conta suas iniciativas e propostas. É neste campo de tensões e acordos, onde convivem atores com diferentes trajetórias, que germinam as pequenas alterações que passam a conviver com as antigas regras, gerando mudanças que se acumulam em *camadas*.

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

Essa relação entre o governo e os fundos não se mostra unidirecional. Conforme ressalta Lazzarini (2011), os próprios fundos passaram a mostrar um maior ativismo nas empresas nas quais possuem participações societárias e por vezes mobilizam o governo para resolver pendências ou influenciar políticas. Neste sentido, os fundos de pensão, que já eram atores de destaque no arranjo do capitalismo brasileiro, tornaram-se ainda mais centrais a partir do governo Lula (Lazzarini, 2011). Se este cenário vai se manter é difícil prever. Como sugere Grün (2009, p.173):

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

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

do pré-sal, por exemplo. Acompanhar o desdobramento deste entrelaçado tema é a proposta para futuras pesquisas.

2. Referências

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

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

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

_____. **Consolidado Estatístico**. São Paulo:Abrapp, dezembro, 2011.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. Página principal. Disponível em:<www.mps.gov.br/previc.php>. Acesso em: ago. 2012.

PROGRAMA DE GOVERNO DO PT. **Um Brasil para todos: crescimento, emprego e inclusão social**. Disponível em: <www.pt.org.br>. Acesso em: 2002.

RIBEIRO, L. L.; TIRONI, L. F. Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de Private Equity e Venture Capital. **Texto para Discussão Ipea**, Brasília, n. 1.280, 2007.

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

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

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

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

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