

FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO E PODER INFRAESTRUTURAL DO ESTADO BRASILEIRO¹

Carlos Henrique Vieira Santana

Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia (INCT-PPeD) e Universidade Federal da Integração Latino
Americana (UNILA), Foz do Iguaçu – PR, Brasil

As ecologias profissionais neoliberais estão entre os principais impulsionadores do desinvestimento do Estado na infraestrutura do Brasil. Essa agenda política tem sido dominante desde o golpe de Estado de 2016, que derrubou a ex-presidente Dilma Rousseff. Este trabalho reunirá dois conjuntos de dados para analisar esse programa de reformas. De um lado, um conjunto de dados macroeconômicos dos últimos 10 anos sobre as transformações da participação acionária de investidores institucionais, como bancos estatais e fundos de pensão, em setores de infraestrutura como energia, telecomunicações e saneamento. Por outro lado, uma amostra exaustiva de redes de economistas profissionais que atuam como comentaristas especializados em veículos de comunicação para construir consenso na opinião pública, revelando seus mecanismos de legitimação de prerrogativas jurisdicionais sobre as finanças públicas. Ao combinar esses conjuntos de dados, este artigo pretende avaliar os efeitos predatórios que as novas coalizões financeiras de infraestrutura representam para as capacidades do Estado brasileiro. Além disso, busca identificar diferentes tipos de investidores, qualificando seus interesses e comportamentos estratégicos.

Palavras-chave: Brasil, governança corporativa, ecologias profissionais, poder infraestrutural, capacidade estatal.

¹ Uma versão em inglês do presente artigo foi apresentada no encontro anual da *Society for the Advancement of Socio-Economics (Sase)*, realizada em Amsterdã entre 9-11 de julho de 2022.



FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO Y PODER INFRAESTRUCTURAL DEL ESTADO BRASILEÑO

Las ecologías profesionales neoliberales se encuentran entre los principales impulsores de la desinversión de la infraestructura estatal en Brasil. Esta agenda política ha sido dominante desde el golpe de estado de 2016, que derrocó a la expresidenta Dilma Rousseff. Este trabajo reunirá dos conjuntos de datos para acceder a (o analizar) esta agenda. Por un lado, un conjunto de datos macroeconómicos de los últimos diez años sobre las transformaciones de la participación accionaria de inversionistas institucionales, en particular bancos estatales y fondos de pensiones, en sectores de infraestructura que incluyen energía, telecomunicaciones y saneamiento. Por otro lado, una muestra exhaustiva de las redes de profesionales de la economía que actúan como expertos en los medios de comunicación para construir consensos en la opinión pública, revelando sus mecanismos de legitimación de prerrogativas jurisdiccionales sobre las finanzas públicas. Mediante la combinación de estos conjuntos de datos, este artículo tiene como objetivo evaluar los efectos socavadores que las nuevas coaliciones de financiamiento de infraestructura tienen sobre las capacidades estatales de Brasil. Además, busca identificar diferentes tipos de inversores, calificando tanto sus intereses como sus comportamientos estratégicos.

Palabras clave: Brasil; gobierno corporativo; ecologías profesionales; poder infraestructural; capacidad del Estado.

FINANCING THE DEVELOPMENT AND INFRASTRUCTURAL POWER OF THE BRAZILIAN STATE

Neoliberal professional ecologies are among the main drivers behind the state's disinvestment in Brazil's infrastructure. This policy agenda has been dominant since the 2016 *coup d'état*, which ousted the former president Dilma Rousseff. This work will bring together two datasets to access this agenda. On the one hand, a set of macroeconomic data from the last ten years on the transformations of institutional investors' shareholding, such as state-owned banks and pension funds, in infrastructure sectors including energy, telecoms, and sanitation. On the other hand, an exhaustive sample of professional economists' networks who play a role as pundits in media outlets to build consensus in public opinion, revealing their mechanisms of legitimation for jurisdictional claims over public finances. By combining these datasets, this article aims to assess the undermining effects that the new infrastructural finance coalitions pose to Brazil's state capacities. Furthermore, it seeks to identify different types of investors, qualifying both their interests and strategic behaviors.

Keywords: Brazil; corporate governance; professional ecologies; infrastructural power; State capacity.

1. INTRODUÇÃO E OBJETIVOS

Os sistemas da infraestrutura do Brasil atravessam desafios resultantes da retração da coordenação estatal, tanto no âmbito dos mecanismos de financiamento quanto de sua capacidade regulatória, que podem ter consequências disruptivas. As concessões e privatizações de ativos e serviços de infraestrutura, aprofundadas a partir do golpe de Estado de 2016, podem minar o poder infraestrutural do Estado brasileiro.

Nesse contexto, a análise da governança corporativa dos sistemas de infraestrutura proporciona a compreensão de uma das dimensões relevantes das capacidades do Estado brasileiro. Essa governança pode ser coordenada diretamente pelo governo central, por meio das empresas públicas, indiretamente através dos bancos públicos comerciais e de desenvolvimento, ou ainda em coalizão com os fundos pensão. O financiamento institucional e a participação acionária dessas organizações nos sistemas de infraestrutura garantem a elas uma posição de coordenação sobre áreas fundamentais para o desenvolvimento do país. Ao lado disso, a elevada concentração de ativos sob controle de um reduzido número de investidores institucionais os transforma em atores estratégicos do poder infraestrutural do Estado brasileiro.

De acordo com as definições canônicas, o poder infraestrutural do Estado implica na sua capacidade de “penetrar efetivamente na sociedade civil e implementar logicamente decisões políticas em todo o território” (MANN, 1984, p. 189), especialmente “diante da oposição real ou potencial de grupos sociais poderosos ou diante de circunstâncias socioeconômicas recalcitrantes” (SKOCPOL, 1985, p. 9). Mudanças disruptivas no regime de financiamento público da infraestrutura física do Brasil trouxe consequências para capacidade do Estado brasileiro de exercitar seu poder infraestrutural nos termos acima definidos.

A emergência de novos *stakeholders* no sistema de financiamento da infraestrutura brasileira, como fundos mútuos, fundos de hedge, *private equity*, fundos e bancos de investimento, tende a inaugurar um padrão concorrente de coordenação do financiamento da infraestrutura. É possível observar a ampliação da capilaridade desses atores financeiros em serviços como educação, energia, saúde, veículos de imprensa, saneamento, logística, plataformas digitais etc. Ao mesmo tempo, esses novos *stakeholders* passam a ditar um novo regime de acumulação, onde o amadurecimento de longo prazo que caracteriza os custos irre recuperáveis (*sunk costs*) da infraestrutura tende a ser substituído por estratégias centradas na “maximização da riqueza do acionista”, baseadas nas exigências de liquidez, mobilidade e retornos de curto prazo (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; HO, 2009).

Para avaliar como esses atores financeiros estratégicos deslocam o poder infraestrutural do Estado brasileiro, o presente artigo vai adotar um recorte diagonal do eixo da infraestrutura. Para isso, o sistema de financiamento foi, em si mesmo, reconhecido como uma das dimensões diagonais do poder infraestrutural do Estado brasileiro que atravessa os demais sistemas de infraestrutura. Em outras palavras, o regime de financiamento é composto de um conjunto de

atores estratégicos, com interesses de coordenação distintos e muitas vezes complementares, entre os quais se destacam os investidores institucionais (CLARK; MONK, 2017). Para desenvolver uma das hipóteses aqui sugerida, será preciso identificar como as coalizões entre esses distintos atores estratégicos são constituídas e se associam na governança corporativa dos sistemas de infraestrutura.

A hipótese central mobilizada neste trabalho é a de que a legitimidade ideológica do desinvestimento público na infraestrutura, em benefício de novas coalizões de financiamento privadas, é sustentada pelas ecologias profissionais neoliberais brasileiras. Nesse sentido, o presente artigo pretende avaliar as transformações do poder infraestrutural do Estado brasileiro a partir da dimensão financeira ideologicamente mobilizadas por tais ecologias. As ecologias profissionais são feixes de relacionamentos em um espaço social, e seu emprego conceitual aqui busca identificar como os atores criam vínculos e formam limites em torno de questões emergentes, constituindo prerrogativas sobre como tratá-las e quem tem permissão para fazê-lo (ABBOTT, 2005). Para isso, analisam-se as coalizões de governança corporativa da infraestrutura a partir de suas acomodações ao legado de capacidades estatais e das prerrogativas jurisdicionais das ecologias profissionais neoliberais sobre finanças públicas brasileiras. Nesse sentido, procura identificar os distintos tipos de investidores, qualificando seus interesses e comportamentos estratégicos.

2. COMPLEMENTARIDADES INSTITUCIONAIS E O MITO DA REVOLUÇÃO DO ACIONISTA

Para avaliar as tensões da agenda de revolução do acionista sobre os padrões de complementaridade institucional dos países de industrialização tardia é necessário analisar o imbricamento entre os atores estratégicos dentro da governança corporativa dos regimes produtivos desses países. Os grupos de interesse que integram a governança corporativa lutam por leis e regulamentos que lhes favoreçam e podem ajustar suas preferências de acordo com sua posição no sistema de governança: 1) os proprietários, como investidores internos ou externos; 2) os trabalhadores, como empregados e/ou investidores, através das aplicações de seus fundos de pensão; 3) os gestores de várias modalidades, também conhecidos como intermediários reputacionais ou *gatekeepers*, formados por economistas, contadores, advogados, agências de classificação de risco e investidores institucionais (COFFEE, 2006). Esses grupos de interesse também lutam através de instituições políticas, o que implica dizer que o legado dessas instituições também influencia os resultados da competição (GOUREVITCH; SHINN, 2007; AGUILERA; JACKSON, 2003).

As complementaridades institucionais são determinadas práticas que se reforçam e podem contribuir para melhorar o funcionamento, a coerência ou a estabilidade dos regimes produtivos, formando um conjunto entrelaçado e resistente à mudança (AMABLE, 2016). Isso

implica dizer que um conjunto de práticas institucionais é complementar a outro quando cada um aumenta os retornos disponíveis do outro. A “revolução do acionista” (*shareholder revolution*), por sua vez, consiste numa transformação do controle das corporações voltada para sua financeirização, ou seja, sustenta que o principal objetivo da administração de uma empresa é a valorização permanente de suas ações por meio de aquisições alavancadas – *leveraged buyout* (FLIGSTEIN, 1990; LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000; HO, 2009). A revolução do acionista teria sido, nesse sentido, o produto dessa luta entre grupos de interesse cujo resultado foi uma gestão financeirizada que explorou de forma predatória a governança corporativa, provocando uma ruptura das complementaridades institucionais com tendência a retornos decrescentes.

Nesse contexto, diferente do que preconizava a teoria da agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a “revolução do valor para o acionista” não teria sido o produto de uma imposição externa das preferências racionais dos acionistas em reação às falhas de mercado das empresas. Foram os *outsiders* abastados que inicialmente difundiram a agenda do valor para o acionista com o intuito de mobilizar apoio político às suas batalhas de aquisição hostis – *takeovers* (HEILBRON; VERHEUL; QUAK, 2014). Os *outsiders* ou “invasores corporativos” (*corporate raiders*) atuam originalmente por meio das empresas de aquisição alavancada, conhecidas como *private equity*. Isso tem ocorrido por meio de esforços regulares de seus operadores para mobilizar a opinião pública, as agências reguladoras e recursos legais, em lutas mais amplas que envolveram consultores e acadêmicos (KNAFO; DUTTA, 2020).

Com o declínio da participação acionária difusa de indivíduos e famílias em favor de sua concentração em instituições como fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras, um novo modelo de governança corporativa substituiu a lógica de “reter e reinvestir” (*retain e reinvest*) pela de “reduzir e distribuir” (*downsize e distribute*). Esse novo modelo de governança tem sido baseado na liquidação sistemática dos ativos corporativos, voltada para redução da força de trabalho empregada e o aumento do retorno sobre o patrimônio líquido (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). Esse modelo de governança da revolução do acionista foi também capaz de subverter as preferências políticas dos trabalhadores em relação à capacidade regulatória do Estado sobre o sistema financeiro, à medida que eles se tornaram também investidores por meio do seu sistema de pensões (PAGLIARI; PHILLIPS; YOUNG, 2020). Essa mudança tem sido precocemente possível entre países cujos mercados de capitais desempenham um papel dominante como fonte de financiamento. Nesse aspecto, a revolução do acionista encontra o seu *locus* privilegiado nos países cujo regime produtivo dispõe de senhoriagem financeira e de uma complementaridade institucional coordenada por um mercado liberal (EICHENGREEN, 2011; HALL; GINGERICH, 2009).

A maioria dos países, no entanto, não dispõe de *seigniorage* sobre a moeda internacional de reserva nem de um mercado de capitais com liquidez, restando assim a busca de alternativas que compensem sua necessidade de financiamento. Nesse contexto, países de industrialização

tardia que adotam a perspectiva crítica à teoria das vantagens comparativas forjaram um sistema financeiro baseado em crédito bancário e na administração governamental dos preços críticos da economia, ambos voltados ao emparelhamento tecnológico (*catching up*) do seu regime produtivo (PREBISCH, 1949; GERSCHENKRON, 1962; ZYSMAN, 1983; JOHNSON, 1987). Atualmente, esses países estão atravessando um severo teste de resistência ao seu modelo de complementaridade institucional, decorrente da financeirização das empresas que passou a ser determinada também tanto pela difusão da “revolução do acionista” quanto pelo processo de valorização do mercado de ações (LAVINAS; ARAUJO; GENTIL, 2022; HALL, 2015; STREECK, 2013; DEEG, 2010).

No caso do Brasil, essa agenda foi aprofundada por uma ruptura institucional, ocorrida em 2016, que redundou em reformas regressivas sobre a regulação do mercado de trabalho, as despesas fiscais do Estado e sobre a participação do crédito bancário público no sistema de financiamento do país (BIN, 2022; SANTANA, 2018; BASTOS, 2017). Foi desse ponto de partida que o governo Bolsonaro iniciou seu programa de privatizações e a adoção de novos marcos regulatórios de infraestrutura orientados para a “revolução do acionista”. No entanto, essa agenda de reformas no Brasil não dispõe da liquidez dos mercados de capitais liberais e ainda está atravessada por investidores institucionais como bancos estatais e fundos de pensão, com posições majoritárias no estoque de crédito disponível e extensiva participação nas carteiras de renda variável. Em outras palavras, as complementaridades institucionais do regime produtivo brasileiro e seus padrões de governança corporativa são decisivas para avaliar o alcance dessa revolução do acionista impulsionada pelo governo Bolsonaro.

3. REGIME PRODUTIVO E GOVERNANÇA CORPORATIVA BRASILEIRA

Embora tenha contribuído para o desenvolvimento da pesquisa sobre a diferenciação dos regimes produtivos na América Latina, a literatura de variedade hierárquica de capitalismo (VHC) resultou em generalizações ou abstenções no seu modelo (SCHNEIDER; SOSKICE, 2009; SCHNEIDER, 2013). Mesmo que sob controle familiar e de blocos de controle, os grandes grupos empresariais brasileiros acessam o mercado de capitais, negociando parte de suas ações (*floating stock*). Embora os investidores institucionais, tal como o BNDES e fundos de pensão, estejam imbricados nos blocos de controle dessas empresas, eles foram ignorados na análise da VHC. Em outras palavras, essa literatura não investigou os mecanismos pelos quais o Estado compensa a ausência de complementaridades ao nível das empresas, tal como observado por outros autores (BOSCHI, 2013).

Nesse veio, a literatura de capitalismo comparado sobre grandes economias emergentes corrige essas deficiências da VHC, ao enfatizar o papel dos investidores institucionais como expressão da perenidade do Estado na governança corporativa brasileira (NÖLKE *et al.*, 2015). Mais recentemente, a literatura sobre variedades de capitalismo na América Latina sofisticou as

especificidades dos regimes produtivos dos países que integram o continente, identificando pelo menos quatro modalidades distintas de complementaridade institucionais, além de ponderar acertadamente a capacidade de financiamento do Estado no caso do Brasil (BIZBERG, 2019).

Nesse contexto, um crescente número de pesquisadores tem desenvolvido uma abordagem sobre o papel desses investidores institucionais que contempla as especificidades do caso brasileiro (FERRAZ; COUTINHO, 2019; CONTI, 2016; BRIL MASCARENHAS, 2016; MUSACCHIO; LAZZARINI, 2014; SIERRA, 2015; SANTANA, 2015; COLBY, 2013; DATZ, 2013; SCHAPIRO, 2010; METTENHEIM, 2010). Tais investidores não encontram homólogos entre os demais países da América Latina e desempenham uma atuação estratégica na coordenação da governança corporativa da infraestrutura dentro e fora do Brasil (SIERRA; HOCHSTETLER, 2017). Nesse sentido, embora tenha renunciado ao controle de uma parcela de empresas públicas em favor de investidores privados, o Estado brasileiro desenvolveu mecanismos de coordenação da governança corporativa, por meio de participações societárias de fundos de pensão e bancos estatais, muitas vezes garantindo poder de veto.

A governança corporativa brasileira conserva um perfil baseado no imbricamento entre famílias, grupos empresariais domésticos e o Estado, enquanto o financiamento corporativo seria ainda dominado por fundos internos ou pelo crédito dos bancos públicos, sem que o financiamento internacional ou a capitalização via mercado de ações tenha aumentado significativamente no país (NÖLKE *et al.*, 2021). Nesse contexto, o perfil da complementaridade institucional do regime produtivo brasileiro tem sido reconhecido pela literatura internacional como caracterizado por modalidades “mercantilizadas” de propriedade e controle do Estado. Implica dizer que *holdings* estatais, fundos de riqueza soberana, fundos de pensão, além do apoio estratégico a empresas privadas por meio crédito subsidiado de bancos públicos, estimulam novas capacidades empresariais e facilitam fusões e aquisições em setores estratégicos (ALAMI; DIXON, 2020).

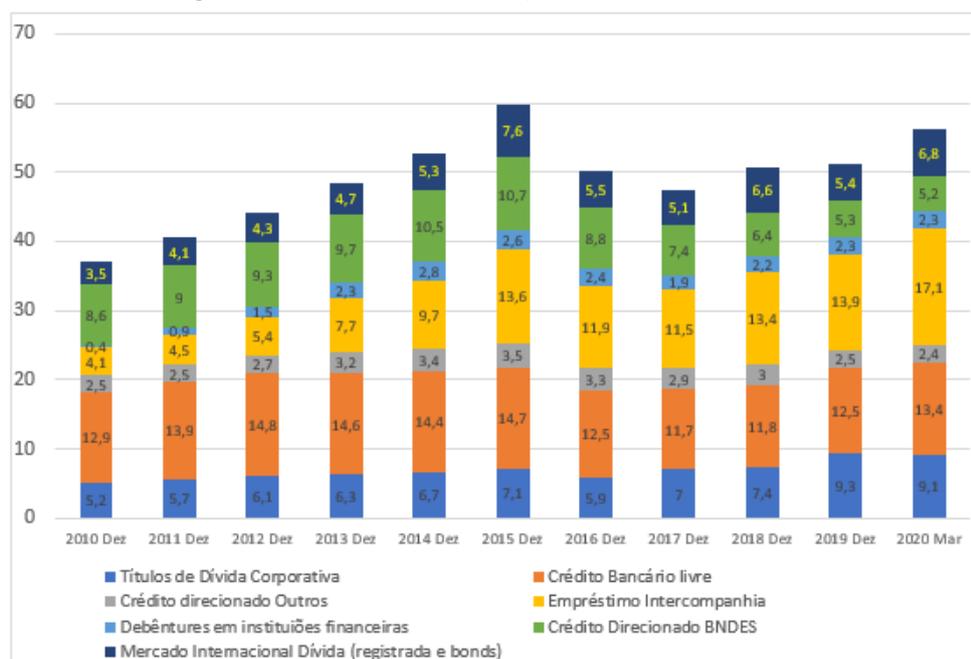
No entanto, os dados empregados por esses últimos levantamentos da literatura internacional se estendem até 2018, o que deixa de fora as transformações tectônicas da propriedade corporativa da infraestrutura brasileira ocorrida nos últimos três anos e seus efeitos sobre as complementaridades institucionais do país. A partir do golpe de Estado de 2016, o Brasil adotou reformas neoliberais de hostilidade aberta aos sindicatos que desarticularam os mecanismos de barganha corporativista e solaparam as políticas redistributivas de renda e demais instrumentos de intervencionismo estatal, afastando o país do modelo de complementaridade social-desenvolvimentista (BIZBERG, 2019). Nesse contexto, a pergunta que se impõe é se as instituições do sistema de financiamento permeado pelo Estado estão sendo substituídas e se as mudanças recentes comprometem o poder infraestrutural do Estado brasileiro?

4. ESTRUTURA DE FUNDING CORPORATIVO NO BRASIL: INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E A DEPENDÊNCIA DE TRAJETÓRIA

De acordo com a figura abaixo (Gráfico 1), entre as mudanças mais notáveis na composição do *funding* corporativo no Brasil está a participação dos empréstimos intercompanhia, que se multiplicaram por quatro na última década. No entanto, mesmo com a redução expressiva da participação do BNDES no estoque da dívida das empresas brasileiras, atingindo níveis anteriores à crise do *subprime* de 2008, o montante de dívida oriunda do crédito bancário direcionado ou livre – onde os demais bancos comerciais públicos desempenham um papel preponderante – ainda é majoritário, respondendo por 18,6% do PIB.

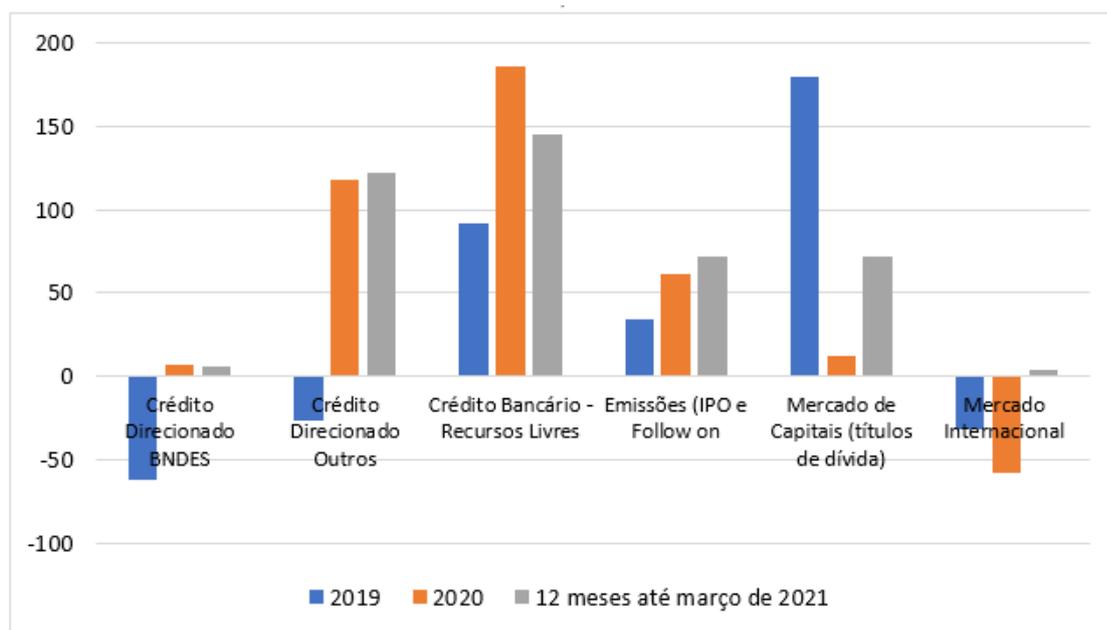
A taxa de juros básica do Banco Central declinou de 6,5% aa para 2% aa entre julho de 2019 e agosto de 2020 – um patamar que perdurou até março de 2021. Com isso, os retornos em renda fixa se tornaram negativos em termos reais, o que empurrou tanto o *Private Banking* quanto as pessoas físicas para aplicações em renda variável, irrigando o mercado de capitais. Contudo, de acordo com a Cemec-Fipe, a euforia inicial pelo desempenho do mercado de capitais não se confirmou no âmbito do mercado de títulos da dívida corporativa. Foi necessário que as linhas de crédito emergenciais, geridas por bancos públicos, viessem em socorro para suprir a aversão ao risco do mercado internacional e do mercado de títulos da dívida corporativa, especialmente no contexto da pandemia do covid (Gráfico 2). Vale ressaltar, adicionalmente, que o ciclo de taxas de juros baixas se revelou um intervalo intermitente, à medida que a Selic voltou a subir em plena crise sanitária, se mantendo em 13,75% aa desde o terceiro trimestre de 2022. Nesse sentido, a hipótese da mudança de comando dentro do regime de acumulação dominado pelas finanças, baseado no deslocamento do investimento em títulos do governo para a propriedade de ações, parece ter alcance limitado (LAVINAS; ARAUJO; GENTIL, 2022).

Gráfico 1 – Exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras (% do PIB)



Fonte: elaborado pelo autor a partir dos dados da Cemec-Fipe.

Gráfico 2 – Capitações líquidas e emissões em 12 meses (R\$ milhões)



Fonte: Cemec-Fipe.

Nesse sentido, o mercado secundário ainda apresenta uma posição muito irregular e concentrado em poucos atores para que possa ser considerado um esteio perene do financiamento da infraestrutura. Na distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimento, a renda fixa ainda concentra as aplicações com 35,6%, enquanto as carteiras de ações detêm 10,6% (COTIAS, 2021b).

Outra dimensão relevante do mercado de capitais no Brasil é sua concentração. Embora o número de empresas com capital aberto tenha crescido incrementalmente, alcançando 661 corporações em 2021, os investimentos em ações das 10 empresas mais negociadas ainda concentram 36,9% do volume da B3 (antigas BM&F Bovespa e Cetip), de acordo com a consultoria Economatica. Nenhuma delas, vale ressaltar, possui estrutura de propriedade acionária de controle difuso, ou seja, trata-se de um grupo de empresas de controle familiar, estatal ou geridas por blocos de controle.

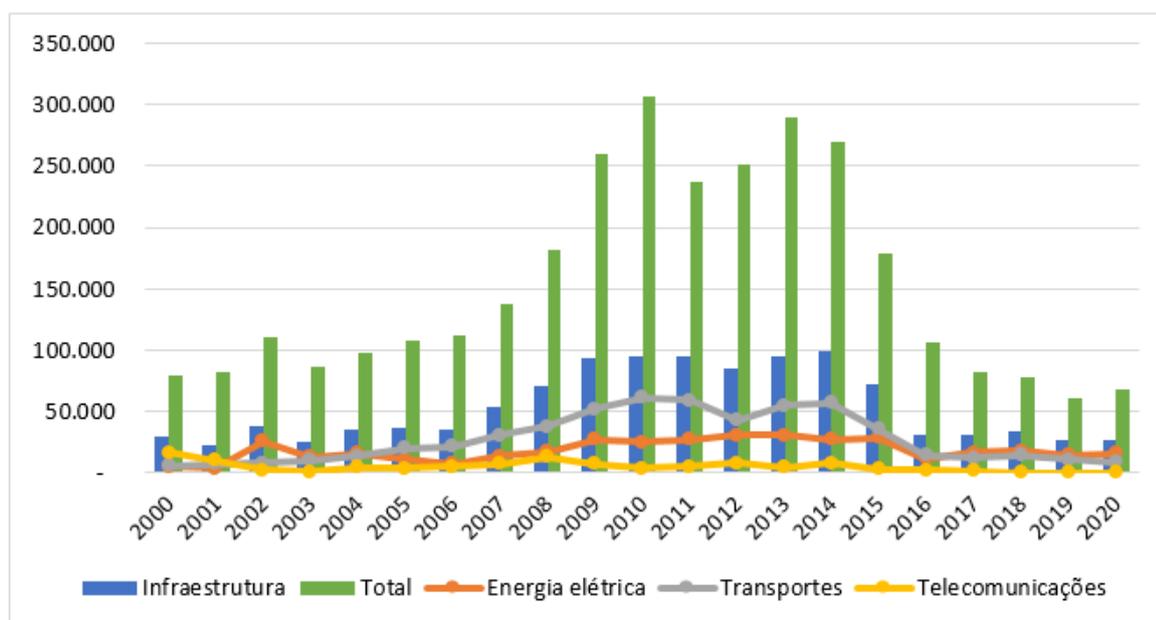
Mas se os grupos empresariais privados brasileiros não parecem dispostos a abrir mão do controle familiar ou por blocos na governança corporativa, que setores estariam sendo submetidos ao processo de liquidação de ativos, voltado para “reduzir e distribuir” (*downsize e distribute*), tal como preconizado pela revolução do acionista? Evidentemente se trata dos ativos de infraestrutura ainda sob controle do Estado brasileiro. Mas esse processo não é apenas uma iniciativa do governo brasileiro, mas uma agenda que tem seus mobilizadores na esfera da opinião pública, nas agências regulatórias e no Judiciário, replicando no Brasil o papel desempenhado pelas consultorias administrativas que traduziram a orientação financeira dos fundos de investimento em modelos para o *establishment* corporativo dos Estados Unidos (KNAFO; DUTTA, 2020).

5. BNDES

Desde de dezembro de 2015, a estrutura de *funding* do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) vem sendo solapada. Desde então, o banco já devolveu R\$ 450 bilhões ao Tesouro Nacional, o que derrubou sua capacidade de desembolso anual em 61,8%, entre 2015 e 2020 (Gráfico 3). Em 2019, por exemplo, o BNDES desembolsou R\$ 55,3 bilhões ou o equivalente a 0,76% do PIB, o menor nível da série histórica do banco, iniciada em 1995. No contexto da pandemia de covid-19, mesmo com a suspensão das devoluções ao Tesouro e a criação de programas de crédito emergencial, o BNDES celebrou acordo com o Ministério da Economia para devolver R\$ 62 bilhões até o fim de 2021 e mais R\$ 54,2 bilhões em 2022 (GAIER, 2021).

Também como consequência dessas medidas, o braço de participação acionária do banco, o BNDESPar, está sendo igualmente liquidado. Até 2019, o portfólio do BNDESPar detinha R\$ 111 bilhões em participações listadas. As maiores posições da carteira de ações do banco, em valor de mercado, se concentravam no setor de energia (petróleo) e *commodities*, enquanto, em número de participações, se destacavam infraestrutura de serviços públicos e *commodities*. Ao longo de 2020, o governo alienou o equivalente a R\$ 49 bilhões em ações da carteira do BNDESPar, levando a prejuízos estimados em R\$ 12,2 bilhões, em decorrência de operações de desinvestimento enquanto o mercado de ações estava em baixa (KOBBLITZ, 2021).

Gráfico 3 – Desembolsos do BNDES (R\$ milhões constantes)



Fonte: elaborado pelo autor com dados do BNDES.

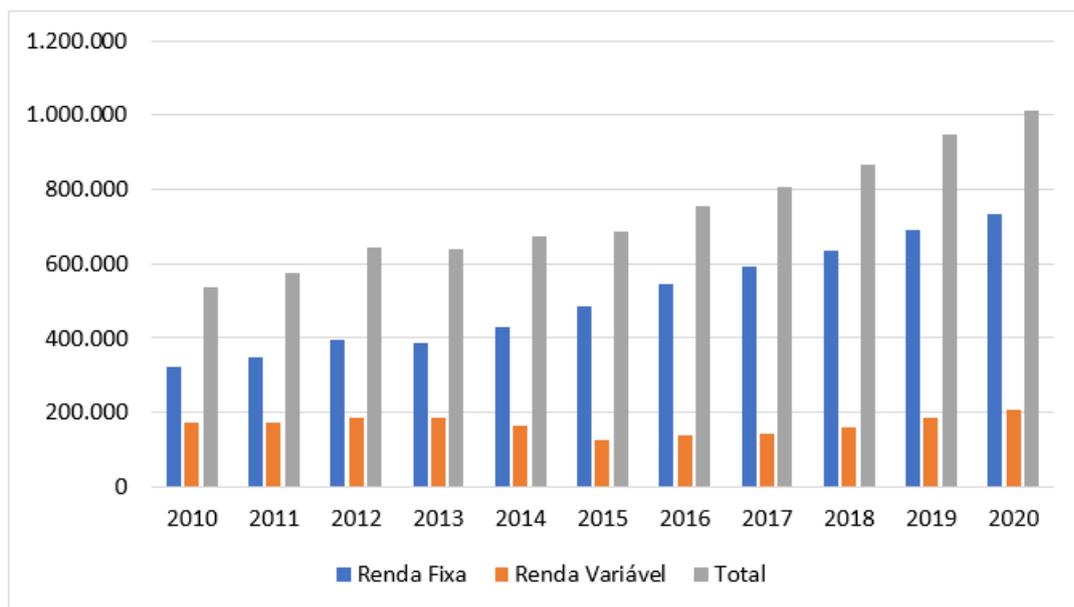
6. FUNDOS DE PENSÃO E DE INVESTIMENTO

Outro importante conjunto de investidores institucionais no Brasil são os fundos de pensão. Os especialistas identificam o papel proeminente dos fundos de pensão no capitalismo global, tanto como um produto do recuo do Estado em relação às instituições financeiras quanto como um solapamento ainda maior do *status* do Estado-Nação como um agente econômico relevante (CLARK, 2000). Considerando a trajetória de expansão das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) no contexto das privatizações brasileiras ocorridas nos anos 1990, essa hipótese da literatura internacional parece fazer sentido. No entanto, ao observar as decisões de alocação desses investidores institucionais e, em especial, dos grandes fundos de pensão, é necessário estabelecer algumas diferenciações.

A carteira consolidada do conjunto dos fundos de pensão brasileiros se distribui de forma conservadora, a medida que a maior parte de suas alocações se concentra em renda fixa – que praticamente dobrou de volume na última década, enquanto a renda variável estagnou (Gráfico 4). Como grandes carregadores de títulos públicos federais, por exemplo, os fundos de pensão são parte interessada (*stakeholders*) na trajetória dos indexadores que remuneram esses títulos e na capacidade do governo de refinanciar a dívida pública (SAMMOGINI, 2020). Por consequência, os trabalhadores cujas pensões dependem do desempenho das aplicações financeiras desses fundos de pensão se tornam também sócios dessa forma especulativa de remuneração, confirmando hipóteses da literatura internacional (PAGLIARI; PHILLIPS; YOUNG, 2020).

De acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), os ativos consolidados dos fundos de pensão ultrapassaram R\$ 1 trilhão em 2020 ou o equivalente a 13,5% do PIB. Apesar disso, apenas três fundos, a Petros, Funcef e Previ, concentram 42,1% desses ativos (Gráfico 5). Diferente do conjunto das EFPC, esses três fundos apresentam um perfil de investimento menos conservador e mais propenso à diversificação, com relevante aporte em infraestrutura, tais como Invepar, Norte Energia, Brasil Energia, InfraBrasil, Fundo Sondas, muitas deles em conjunto com o BNDES (CONTI, 2016). Os três maiores fundos de pensão possuem participação acionária distribuída em setores que constituem a espinha dorsal do capitalismo brasileiro, a exemplo de logística, bancos e serviços financeiros, energia elétrica, petróleo, petroquímica e gás, mineração, alimentação e bebidas etc., dispondo, em muitos casos, de ações com poder de veto, as chamadas *golden shares*. Em função de seu horizonte financeiro de longo prazo e de sua posição de aliado financeiro estratégico do Estado em projetos de infraestrutura, o “desenvolvimentismo dos fundos de pensão” tinha um apelo (DATZ, 2013). Mas foi desmobilizado à medida que o próprio governo central abdicou da coordenação estratégica e passou a desinvestir e liquidar ativos públicos de infraestrutura nos últimos cinco anos.

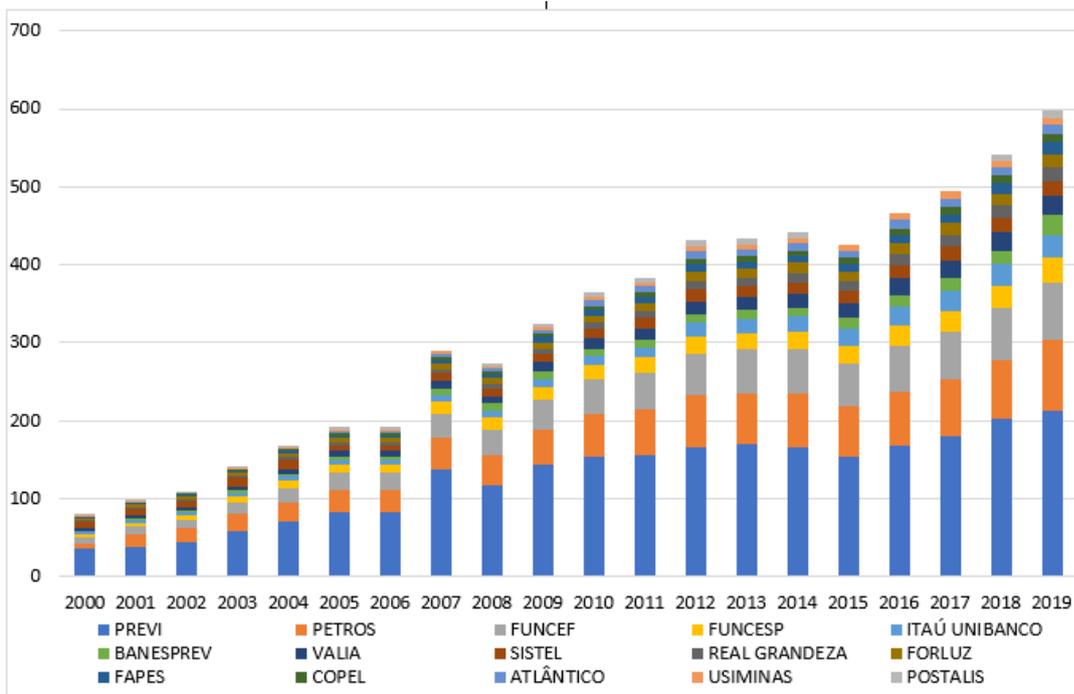
Gráfico 4 – Carteira consolidada dos fundos de pensão por tipo de aplicação (R\$ milhões)



* Renda fixa inclui: títulos públicos, créditos privados e depósitos, e fundos de investimentos – RF (Renda fixa, ETF, multimercado, multimercado estruturado e FIDC).

Fonte: elaborado pelo autor com dados da Abrapp.

Gráfico 5 – Investimentos consolidados dos maiores fundos de pensão (R\$ bilhões)



Fonte: elaborado pelo autor com dados da Abrapp.

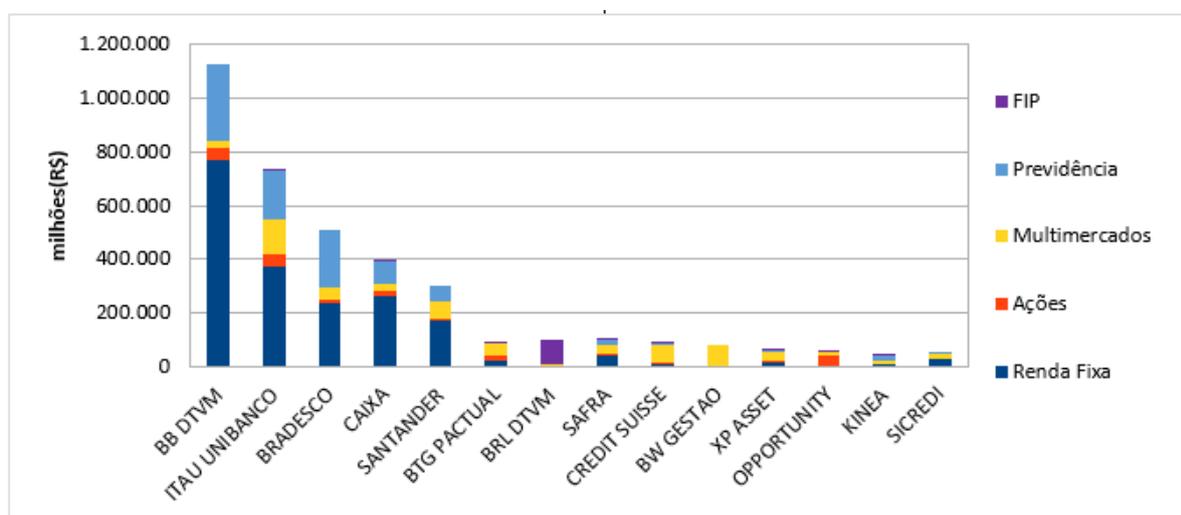
Ao lado dos fundos de pensão, estão os fundos de investimento. De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), os fundos de investimento tinham sob sua gestão, até 2019, um patrimônio líquido de R\$ 5,6 trilhões – 64,8% dos quais concentrados em cinco conglomerados bancários (ver Gráfico 6). Um segundo levantamento mais recente, feito pela consultoria Econômica, traz informações sobre a distribuição da

classe de ativos entre os diferentes fundos de investimento (COTIAS, 2021a). Os cinco maiores conglomerados financeiros e as fundações com gestão própria têm uma posição dominante em renda fixa e previdência, enquanto os demais fundos de investimento (aqui denominados de “independentes”) possuem posição majoritária em ações e multimercados (Tabela 1).

Estratégias distintas de alocação entre os “independentes” e os conglomerados indicam posições de governança corporativa diferentes sobre os ativos de investimento nos quais estão imbricados. Ao controlar 74,4% das aplicações em ações e 65% em multimercados, os fundos “independentes” se convertem em parte interessada na agenda da “revolução do acionista”, por meio da qual os seus ativos poderão render mais. Mas é importante olhar para o quadro geral e observar que os “independentes” controlam o equivalente à metade do patrimônio líquido total detido pelos cinco conglomerados. Portanto, essa dinâmica dos independentes possui significativas limitações de escala. Como é possível observar, os principais *stakeholders* financeiros ainda são conservadores do ponto de vista da alocação de investimento de suas carteiras, o que reforça as ressalvas de que eles poderiam assumir uma posição ativa na “revolução do acionista” ou de provisão de crédito de longo prazo para investimento em infraestrutura, em substituição ao BNDES.

Ao mesmo tempo, houve uma desconcentração da participação das principais instituições bancárias no estoque de crédito, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas (BACEN, 2021b). A participação dos cinco maiores bancos no estoque de crédito para as empresas caiu de 73,9 para 64,3%, enquanto para as pessoas físicas retraíram de 82,1 para 77,5%, entre 2016 e 2020 (Tabela 2). No entanto, essa desconcentração significou que apenas os bancos públicos comerciais e de desenvolvimento perderam participação no estoque de crédito, enquanto as demais instituições privadas mantiveram ou ampliaram sua participação no período. Em outras palavras, a partir do que foi observado sobre o perfil de alocação dos bancos e fundos de investimento privados, a capacidade estatal de coordenação dos investimentos infraestrutura foi enfraquecida sem compensações.

(Gráfico 6) – Estoques dos maiores fundos de investimento (2019)



Fonte: elaborado pelo autor com dados da Anbima (2019).

Tabela 1 – Valores consolidados em fundos líquidos (junho de 2021) R\$ em milhões

Classe Fundo	Perfil	Patrimônio	Patrimônio (% do total)	Captação líquida % do total (últimos 12 meses)
Ações	Independentes	404.071	74,4	60,7
	Conglomerados e Fundações	138.770	25,6	39,3
	Total	545.842	100	100
Cambial	Independentes	1.541	24,4	4,9
	Conglomerados e Fundações	4.776	75,6	95,1
	Total	6.318	100	100
Multimercado	Independentes	671.474	65,2	59,5
	Conglomerados e Fundações	357.726	34,8	40,5
	Total	1.029.200	100	100
Previdência	Independentes	145.750	17	38,7
	Conglomerados e Fundações	710.637	83	61,3
	Total	856.387	100	100
Renda Fixa	Independentes	339.379	15,4	20,9
	Conglomerados e Fundações	1.870.091	84,6	79,1
	Total	2.209.470	100	100
Total da Indústria	Independentes	1.562.216	33,6	37,2
	Conglomerados e Fundações	3.082.000	66,4	62,8
	Total	4.644.216	100	100

Fonte: Economática.

Tabela 2 – Participação no Estoque de Crédito - %

	Pessoa Física					Pessoa Jurídica					
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	
Caixa Econômica	32,6	31,9	29,4	27,3	27	BNDES	21,9	21,3	20,6	18,3	15,7
Banco do Brasil	19,1	18,9	18,6	18	17,4	Banco do Brasil	18,9	18,7	17,6	15,2	14,3
Itaú-Unibanco	11,9	11,8	12	12,2	11,9	Bradesco	11,7	11,5	12,6	13,6	12,8
Bradesco	10,8	10,4	10,6	11,3	11,2	Caixa Econômica	12,3	12,0	11,1	9,9	11,6
Santander	7,7	8,7	9,7	10	10	Itaú-Unibanco	9,1	9,2	9,0	9,7	9,9
Demais bancos comerciais e múltiplos com carteira comercial	10,7	11,0	11,5	12	12,7	Demais Bancos comerciais e múltiplos com carteira comercial	19,9	20,3	21,1	23,6	25,9
Cooperativa de crédito	3,5	3,7	4,1	4,5	5,2	Bancos de investimento/múltiplos sem cart. comercial	2,7	2,8	3,2	4,0	3,2
Bancos de investimento/múltiplos sem cart. comercial	2,1	2,1	2,3	2,4	2,3	Cooperativa de crédito	1,9	2,4	3,1	4,0	5,0
Bancos de desenvolvimento e setor não bancário	1,7	1,6	1,9	2,1	2,1	Demais bancos de desenvolvimento e setor não bancário	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5

Fonte: Banco Central do Brasil.

7. INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, ECOLOGIAS PROFISSIONAIS E OS HORIZONTES DA INFRAESTRUTURA

Os efeitos do estrangulamento financeiro do Estado brasileiro sobre seu poder infraestrutural não podem ser desprezados. O alinhamento dos juros do BNDES às taxas de mercado, com a criação da TLP;² a adoção do arcabouço regulatório prudencial de Basiléia III; e a retração aguda dos seus desembolsos são medidas que tendem a estrangular a base de capital do banco ao longo da próxima década, tornando inviáveis diversas transações, em decorrência dos limites operacionais. De acordo com especialistas, o governo Bolsonaro decidiu reduzir o balanço patrimonial do BNDES e, assim, abrir espaço para que mercados de capitais, fundos e bancos de investimento pudessem substituí-lo na provisão de crédito de longo prazo (MARTINS; TORRES FILHO, 2020). Essa decisão foi fruto de um prolongado e controverso debate sobre o papel dos mecanismos compulsórios de financiamento do investimento no Brasil – tal como os fundos para-fiscais geridos pelo BNDES (FERRAZ; COUTINHO, 2019; KLÜGER, 2018; FRISCHTAK *et al.*, 2017; LAZZARINI *et al.*, 2015; BOLLE, 2015; TORRES FILHO; COSTA, 2012; SCHAPIRO, 2010; ARIDA; BACHA; LARA-RESENDE, 2005).

No contexto desse debate, ecologias neoliberais radicais, constituídas por *think-tanks*, imprensa corporativa, associações de classe e instituições financeiras, têm empreendido uma campanha de relações públicas cujo diagnóstico se tornou hegemônico (CAVALCANTE, 2020). Uma das vertentes retóricas hegemônicas produzidas por essas ecologias profissionais caracterizou o BNDES como um agente que supostamente retiraria recursos do setor privado (considerando que os fundos do BNDES são oriundos de impostos) para redistribuí-los a partir de critérios voluntaristas, ignorando supostamente os mecanismos de preços de mercado e criando uma “incerteza jurisdicional”, que seria a razão da inexistência de um mercado de crédito doméstico de longo prazo (ARIDA; BACHA; LARA-RESENDE, 2005). Entre os corolários desse argumento, estão que o BNDES seria não apenas responsável por gerar custos fiscais e pressões inflacionárias, limitando o alcance da política monetária (BACHA, 2011), como também restringiria o desenvolvimento do mercado de capitais, um fenômeno conhecido pela literatura como *crowding out*.

Inspirados nas teorias de *crowding out* e alinhados à campanha de relações públicas das ecologias neoliberais radicais, os agentes reguladores públicos do governo Bolsonaro apostaram que o atrofamento do BNDES seria compensado pela maior participação dos agentes financeiros privados. Por isso, confiaram nas Ofertas Públicas Iniciais (IPO), nos fundos de participação em

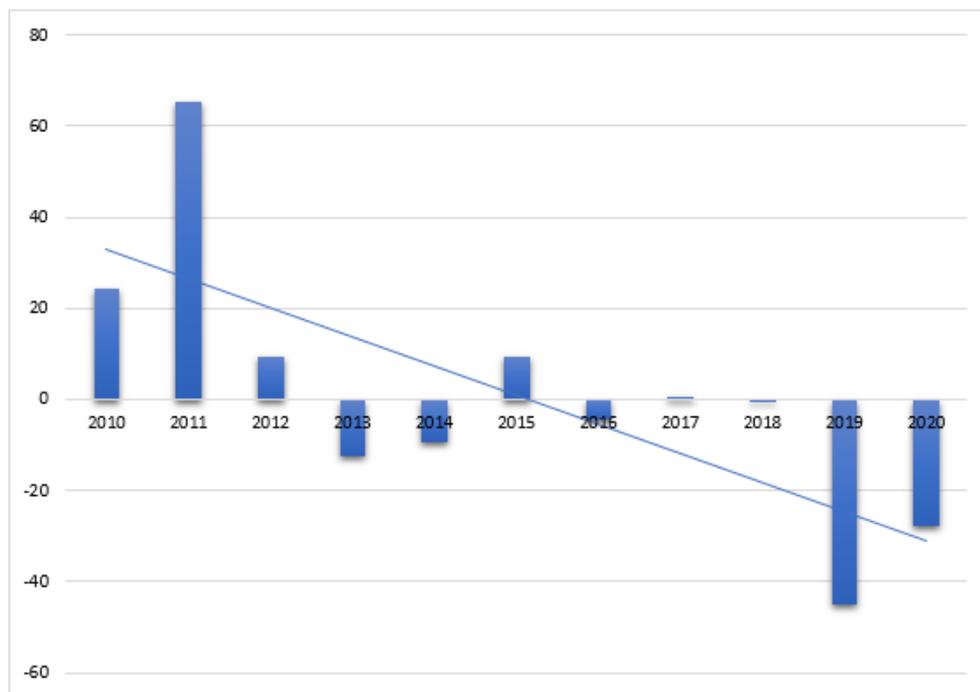
² Desde 2018, o BNDES vem introduzindo gradualmente a Taxa de Longo Prazo (TLP), uma nova taxa de juros de referência que substituiu a antiga TJLP, após o golpe de estado de 2016. Essa nova taxa é informada por um índice de preços ao consumidor e um *spread* baseado nos rendimentos de cinco anos dos títulos do governo. Assim, a TLP ficará acima do custo básico de captação para bancos comerciais (Selic/CDI) e será superior à taxa cobrada das empresas aptas a acessar o segmento de debêntures incentivadas. Além disso, o TLP tenderá a oscilar muito e aumentar substancialmente em tempos de crise, o que acentua um comportamento pró-cíclico contrário ao perfil de um banco de desenvolvimento (TORRES FILHO, 2019). De acordo com especialistas, o TLP irá desencorajar e aumentar o custo de grandes projetos de infraestrutura no Brasil (BITTENCOURT; WATANABE; VIEIRA, 2017).

infraestrutura (via Instrução 476), debêntures incentivadas para infraestrutura e no aumento da participação do capital estrangeiro em ativos de infraestrutura, estimulado por privatizações ou por novos marcos regulatórios. No entanto, as medidas não parecem ter surtido efeito. Exemplo conspícuo disso é a trajetória do investimento estrangeiro no Brasil, reconhecida como uma das principais fontes de financiamento do crescimento, de acordo com as abordagens ortodoxas (FELDSTEIN; HORIOKA, 1980).

Não parece, até agora, que a poupança externa esteja respondendo de acordo com as teorias de *crowding out*, à medida que os fundos privados não estão substituindo os fundos públicos estatais no financiamento da infraestrutura brasileira. O saldo do fluxo cambial nos últimos 10 anos no Brasil – contados até 2020 – é uma curva de fuga de divisas, tanto em investimentos estrangeiros diretos quanto em carteira (Gráfico 7). Há pelo menos oito anos o Brasil não é um destino relevante da poupança externa. Pelo contrário, entre 2013 e 2020 os estrangeiros retiraram USD \$318,9 bilhões líquidos do Brasil (CASTRO, 2021). Esse quadro se acentuou, portanto, antes da crise sanitária e em plena retração das capacidades de financiamento do Estado brasileiro, alcançando o seu ápice em 2019, quando o Brasil registrou um saldo negativo do fluxo cambial de USD \$44,8 bilhões.

Essa fuga de capitais teve um efeito duplo. Por um lado, minou a capacidade de financiamento da infraestrutura – especialmente num contexto de aquisições alavancadas, tal como defendido pela “revolução do acionista” – e, por outro lado, resultou numa acentuada desvalorização do câmbio, com impacto negativo sobre o nível de endividamento das empresas domésticas – que agora se arriscam a buscar financiamento em dólar no mercado internacional, à medida que viram diminuídas suas alternativas de financiamento diante do estrangulamento do BNDES.

Gráfico 7 – Saldo de fluxo cambial do Brasil (USD bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Como foi possível observar, a desorganização da infraestrutura de financiamento do Brasil, provocada pelo solapamento do financiamento público, reorientação regulatória do Estado e privatização de seus ativos estratégicos, minou as complementaridades institucionais do regime produtivo brasileiro e a própria capacidade infraestrutural do Estado. Nesse contexto, a concepção *crowding out* inspira e legitima os reguladores a enxergarem apenas um *trade-off* entre o BNDES e o mercado financeiro, e não uma relação complementar (*crowding in*). No entanto, as evidências reunidas nesse artigo contrariam as hipóteses de que os fundos de investimento privados possam garantir o financiamento de longo prazo para infraestrutura, a partir da agenda da “revolução do valor para o acionista”.

8. CONJUNTURA CRÍTICA, COVID-19 E CRISE NO GOVERNO BOLSONARO

A despeito do Governo Bolsonaro ter sido eleito com a promessa de aprofundar as reformas neoliberais inaugurada pelo golpe de Estado de 2016, a pandemia de covid e suas consequências sobre a economia brasileira redundaram numa conjuntura crítica que obliterou parcialmente a implementação dessa agenda de reformas. Por decisão do Congresso Nacional, medidas de crédito emergencial foram adotadas para evitar uma catástrofe macroeconômica ainda maior. O objetivo de tais medidas foi amortecer a depressão econômica, garantindo liquidez ao sistema financeiro e transferências diretas à população, que se viu sem alternativa de emprego e renda.

A consequência dessas medidas foi um *deficit* primário do setor público consolidado de 9,5% do PIB em 2020, um patamar muito acima do *deficit* de 0,8% do PIB registrado em 2019. A dívida líquida do setor público consolidado também cresceu 8,5 p.p. do PIB em 2020, quando R\$ 563 bilhões foram empregados no curto prazo para as despesas com a covid-19 (LEVY; FERREIRA; MARTINS, 2021; TESOURO NACIONAL, 2021). A despeito da queda relativa da participação dos bancos públicos no estoque de crédito disponível (tabela 2), foram eles que executaram os programas de crédito emergencial para conter os riscos de liquidez do sistema bancário e garantir o fluxo de caixa das empresas durante a crise sanitária (BACEN, 2021a), o que contrariou o diagnóstico de *crowding out* advogado pelas ecologias profissionais neoliberais. Além disso, a autoridade monetária brasileira também reduziu o percentual de recolhimento dos depósitos compulsórios que as instituições bancárias são obrigadas manter no Banco Central, o que injetou nos bancos R\$ 1,2 trilhões em recursos novos.

Diante desse quadro, em agosto de 2020 o Governo Bolsonaro passou a hesitar em relação a Emenda Constitucional do Teto dos Gastos Públicos – um novo regime fiscal que estabeleceu uma camisa de força às despesas e investimentos do governo brasileiro por 20 anos. Aprovada em 2016, no rastro do golpe de Estado, essa emenda constitucional se tornou a pedra filosofal das ecologias neoliberais radicais brasileiras engajadas na revolução do acionista. Essa hesitação do Governo Bolsonaro fez disparar ondas de choque entre essas redes profissionais que julgavam deter prerrogativas jurisdicionais sobre a gestão das finanças públicas brasileiras.

Como consequência, uma poderosa campanha de relações públicas foi desencadeada por elas, tendo como ponto de partida um manifesto intitulado “É preciso rebaixar o piso de gastos para que o teto não colapse”, publicado originalmente no jornal Folha de S. Paulo, em 16 de agosto de 2020. Assinado por 96 profissionais, quase todos economistas, o manifesto defendeu o cumprimento estrito da Emenda do Teto dos Gastos Públicos. Também trouxe a público uma importante faceta dessas ecologias profissionais e aspectos de suas estratégias retóricas que ajudam a compreender os recursos de legitimação política das novas coalizões de financiamento e seu papel no desmantelamento das capacidades estatais no âmbito da infraestrutura.

9. ECOLOGIAS PROFISSIONAIS E A LEGITIMAÇÃO DAS NOVAS COALIZÕES DE FINANCIAMENTO

O emprego do conceito de ecologias profissionais neste trabalho se presta a entender como seus atores criam conexões e fronteiras em torno de diagnósticos sobre problemas das finanças públicas brasileiras. Paralelamente, o conceito permite explorar as ações que tais atores formulam no espaço social para legitimar prerrogativas sobre como e quem está autorizado a mediar tais diagnósticos (ABBOTT, 2005). Ao garantir o controle jurisdicional sobre diagnósticos legítimos das finanças públicas, por exemplo, esses profissionais passam a integrar ecologias capazes de produzir convenções, garantindo que suas preferências estejam bem posicionadas quando disputas de agenda surgirem. Por isso, os profissionais que circulam de forma simultânea entre corporações empresariais, instituições financeiras, organizações governamentais, instituições acadêmicas e organismos multilaterais tendem a ser dominantes nas redes capazes de produzir tais convenções.

Se, por um lado, os recortes amostrais de ecologias profissionais têm se concentrado em grupos de tomadores de decisão de órgãos reguladores do sistema financeiro e de bancos públicos (TOKUMOTO *et al.*, 2021; KLÜGER, 2018; CODATO *et al.*, 2016; SANTANA, 2012), é necessário, por outro lado, selecionar também recortes externos às instituições regulatórias e financeiras, voltadas ao enquadramento ideológico das conjunturas críticas. Tais amostras externas de ecologias profissionais também deslindam múltiplas conexões das ecologias neoliberais e como elas organizam e legitimam suas prerrogativas jurisdicionais. Nesse contexto, a força da comunidade do discurso neoliberal é produzida e reproduzida por meio de uma *rede expansiva* que abrange diversas arenas institucionais, incluindo academia, associações de *lobby* empresarial, política e mídia corporativa (PLEHWE; WALPEN, 2007). É necessário identificar, portanto, ecologias profissionais em contexto de conjuntura crítica, ou seja, que reconheça tanto a importância da agência no contexto da contingência quanto dos interesses, ideias e discursos no processo de mudança de políticas (HOGAN, 2019). Por isso, é preciso incluir o maior número possível de partes interessadas (*stakeholders*) em disputa pelo controle jurisdicional das finanças públicas. As ecologias profissionais neoliberais que se mobilizaram na crise sanitária do covid-19, em defesa da preservação da lei do teto e da agenda de desregulamentação e privatização da infraestrutura, apresentam uma boa oportunidade para isso.

Ao selecionar uma amostra de ecologia profissional entre aqueles que atuam na mobilização da opinião pública, será possível apreender melhor o perfil das novas coalizões de financiamento da infraestrutura por trás da agenda da “revolução do acionista”. Assim, ficam mais claros os sistemas compartilhados de percepção, avaliação e transmissão que contribuem para garantir a institucionalização de suas prerrogativas jurisdicionais e a constituição de regimes de conhecimento específicos (CAMPBELL; PEDERSEN, 2011). Ao emitir um manifesto de apelo escatológico, com propostas de reformas que impingem escolhas regressivas sobre a capacidade infraestrutural do Estado brasileiro, seus signatários ofereceram uma amostra única de ecologia profissional ideologicamente mobilizada em contexto de conjuntura crítica. Essa amostra revela entrecruzamentos biográficos que podem nos informar não apenas sobre os elos de coesão e solidariedade de interesses, mas também sobre como essa identidade geracional e epistemológica reveste de legitimidade as dobradiças e os avatares de suas estratégias de transmissão (ABBOTT, 2005).

10. ANÁLISE DAS ECOLOGIAS PROFISSIONAIS

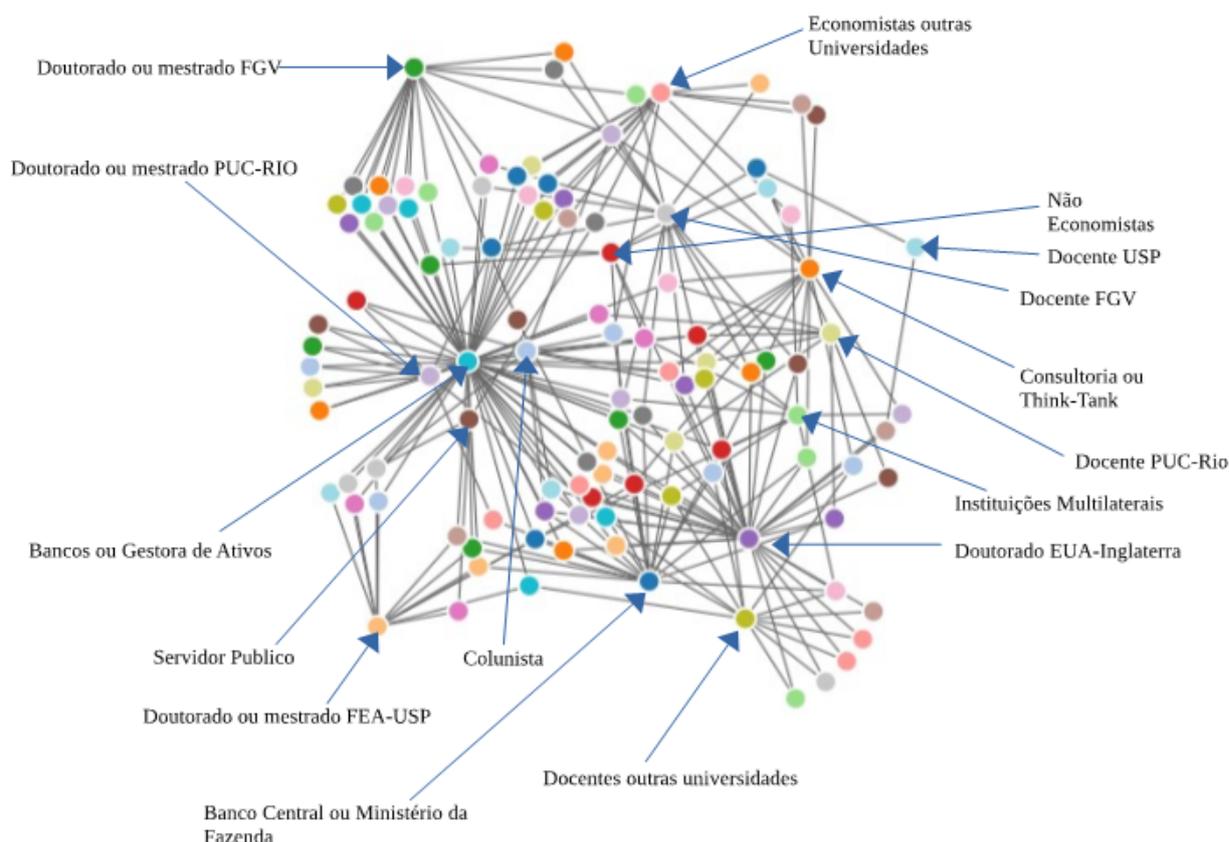
As figuras a seguir retratam as redes profissionais do manifesto publicado na Folha de S. Paulo e de fontes para matérias jornalísticas que tenham relação com o debate sobre a Emenda Constitucional do Teto de Gastos Públicos. As matérias selecionadas foram publicadas nos principais jornais de circulação nacional, nos meses seguintes ao manifesto. Os gráficos em rede trazem a distribuição das posições dos profissionais em relação a seus antecedentes educacionais e suas trajetórias ocupacionais, que são os pontos de convergência, denominados ‘nós’.

Como será possível deduzir, a influência de um profissional é resultado do número de conexões que ele ou ela dispõe em relação aos múltiplos “nós”. Assim sendo, quanto mais bem posicionado nas zonas de interseção dos “nós” e quanto mais linhas estiverem conectadas ao seu nome, mais recursos de conexão e, portanto, insumos para legitimar suas prerrogativas jurisdicionais esse profissional terá. Outra vantagem dessa representação em rede é que ela permite identificar as portas giratórias entre o espaço acadêmico, corporativo, de governança multilateral transnacional e regulatório-governamental e seus padrões recorrentes. Assim, os que detêm as melhores antecedentes educacionais e trajetórias de circulação ocupacional garantem laços reputacionais e os recursos informacionais, que são imbatíveis na “guerra” pelo controle das prerrogativas jurisdicionais sobre o diagnóstico legítimo das finanças públicas. E veremos abaixo que as ecologias profissionais neoliberais alcançaram essa posição.

O perfil dos signatários do manifesto em defesa do teto tem uma característica bastante clara (Gráfico 8). A esmagadora maioria ou 90,7% é composta de economistas profissionais. Desse universo, 46% possuem mestrados e/ou doutorados no Brasil, num conjunto estrito de universidades, tais como PUC-Rio, FGV, FEA-USP e Insper, enquanto 43% foram buscar tais cursos de pós-graduação nos Estados Unidos e Inglaterra. Apenas 10% são economistas fora desse grupo de instituições.

Ao identificar as trajetórias ocupacionais, foi possível observar profissionais com histórico de posições que variavam entre economistas-chefe, sócios e/ou gestores de instituições financeiras, professores, consultores, membros de associações e/ou *think tanks*, tomadores de decisão de instituições reguladoras das finanças públicas (tais como Banco Central e Ministério da Fazenda), colunistas de opinião dos principais veículos da imprensa corporativa, membros de organismos de governança multilaterais e servidores públicos de carreira. Entre os signatários, poucos já haviam ocupado a maioria dessas posições, enquanto a maioria dos profissionais ocupou entre duas ou três dessas posições. Entre as posições predominantes, observou-se que 60% dos signatários trabalham como economistas-chefe ou sócios de bancos privados, gestoras de ativos e fundos de investimentos, enquanto 38% foram ou são professores universitários. Um número não desprezível de signatários – 15,5% – tiveram passagem por instituições de governança transnacional, como Banco Mundial, FMI, BID, BIRD, enquanto 22,6% ocuparam posições de direção no Banco Central ou Ministério da Fazenda.

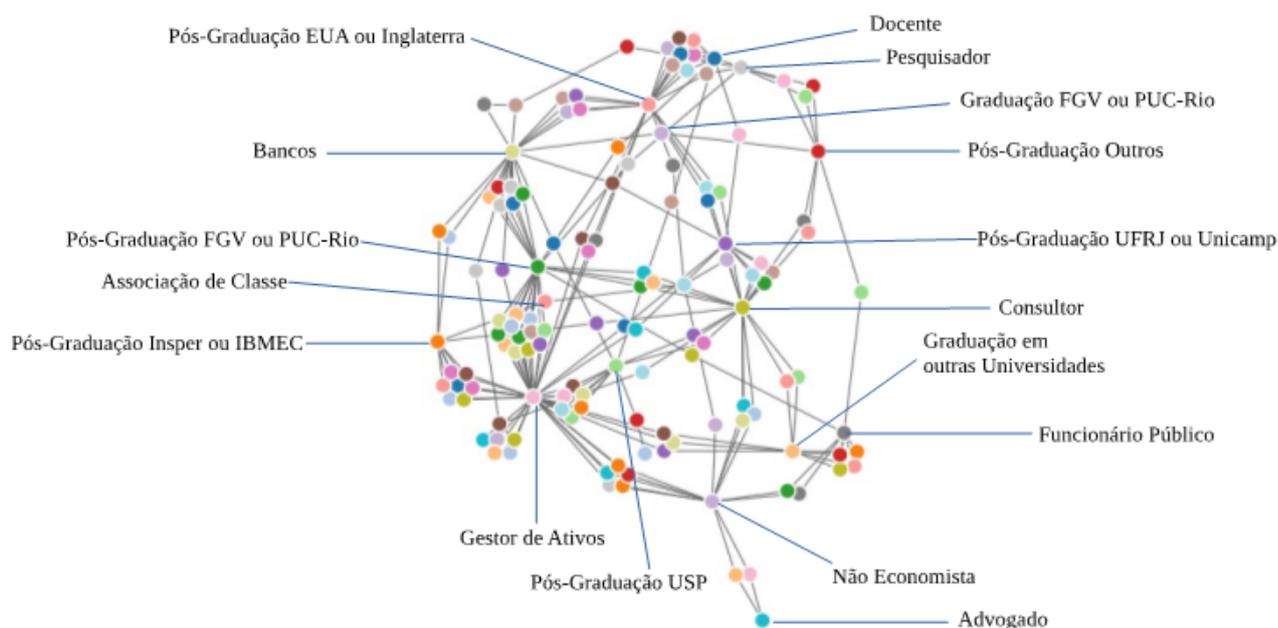
Gráfico 8 – Redes dos signatários do manifesto em defesa da lei do teto dos gastos (N=96)



Fonte: Signatários do manifesto “É preciso rebaixar o piso de gastos para que o teto não colapse”, publicado no jornal Folha de S. Paulo. Seleção da amostra e categorização dos “nós” realizados pelo autor. Elaboração do gráfico no R por Marcela Ferrario (Unila).

Como é possível observar pela figura abaixo, entre os profissionais frequentemente citados como fontes de matérias jornalísticas sobre a Lei do Teto, há uma homogeneidade profissional extraordinária (Gráfico 9). Dos 113 nomes selecionados, apenas 18 não podem ser considerados economistas com formação acadêmica formal. A maioria, 59 pessoas, é constituída por economistas-chefe e gestores de bancos, gestoras de ativos e fundos de investimento; 20 prestam consultoria sobre políticas públicas e finanças ou são dirigentes de fundações e *think tanks*; 18 são professores ou pesquisadores de instituições acadêmicas; e apenas sete são funcionários públicos de carreira, atuando como técnicos no IBGE, no MDIC e no Congresso Nacional. Em relação aos antecedentes educacionais, 47 profissionais passaram por cursos de economia na FGV, PUC-Rio ou USP; 22 deles possuem antecedentes educacionais em cursos de pós-graduação em economia no exterior, quase todos em instituições de prestígio nos Estados Unidos e Inglaterra; enquanto outros 19 são economistas com mestrado ou doutorado formados entre um número disperso de instituições, tais como UFRJ, UFSCAR, UFRGS, UFF, UFABC, UNB, PUC-SP ou Unicamp. Entre as novas instituições privadas, conhecidas por seu perfil *mainstream*, o IBMEC e Insper foram responsáveis pela formação de 12 profissionais em finanças e economia mais frequentemente consultados pelas matérias selecionadas nessa amostra.

Gráfico 9 – Profissionais citados como fontes de matérias jornalísticas sobre o teto dos gastos (n=113)

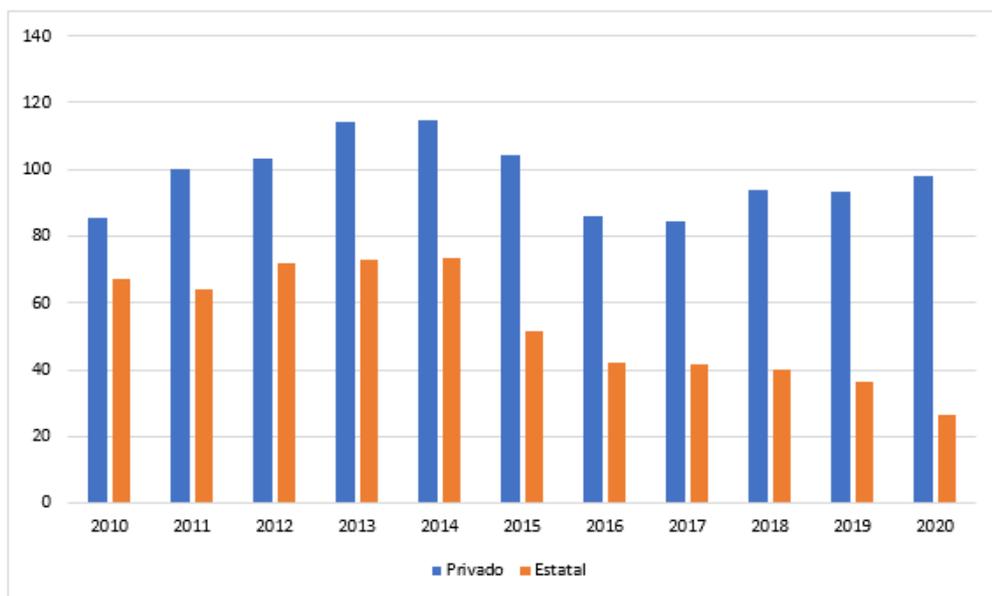


Fonte: Matérias dos jornais Folha de S. Paulo, Valor Econômico e Estado de S. Paulo (meses agosto, setembro, outubro e novembro de 2020). Seleção da amostra e categorização dos “nós” realizados pelo autor. Elaboração do gráfico no R por Marcela Ferrario (Unila).

II. COMODITIZAÇÃO DA INFRAESTRUTURA E NOVAS COALIZÕES DE FINANCIAMENTO

A pandemia do covid-19 aprofundou globalmente as fusões e aquisições corporativas, e, apenas no primeiro semestre de 2021, as operações de consolidação corporativa no Brasil alcançaram USD \$56,8 bilhões ou oito vezes mais do que o registrado no mesmo intervalo de 2020 (REUTERS, 2021). Paralelamente, as despesas do governo central com funcionários públicos de carreira foram reduzidas drasticamente de 4,2 para 3,4 por cento do PIB entre 2017 e 2022, de acordo com o Tesouro Nacional – o que prejudicou significativamente os bolsões de eficiência burocrática do Estado brasileiro (EVANS, 1995). Mais especificamente, dados do relatório *Panorama das Estatais*, produzido pelo Ministério da Economia, revelaram que as grandes empresas estatais brasileiras perderam 27% no seu quadro de funcionários efetivos nos últimos oito anos. Esse enfraquecimento da capacidade burocrática do Estado e das empresas sob seu controle direto foi em grande parte impulsionado pela forte queda dos investimentos públicos em infraestrutura, que despencaram 64,4% entre 2014 e 2020 (Gráfico 10). As estatais mais atingidas foram exatamente aquelas que atuam na provisão de infraestrutura de energia, logística e finanças, como Eletrobras, BNDES, Petrobras, Correios, Banco do Brasil, e Caixa Econômica. Nesse contexto, as transformações na governança corporativa e nas capacidades estatais dos setores de infraestrutura no Brasil avançam a passos largos.

Essa trajetória de privatizações e desinvestimento é movida ideologicamente pelo pressuposto de que a propriedade estatal tende a reduzir o desempenho financeiro das empresas públicas, porque o Estado se orientaria por uma variedade de objetivos sociais e políticos que conflitariam com os objetivos estritamente econômicos dos demais acionistas das estatais. Embora essa hipótese ainda esteja longe de ser generalizável (AGUILERA *et al.*, 2021), as ecologias profissionais neoliberais que controlam as prerrogativas jurisdicionais das finanças públicas brasileiras mantêm expectativas sobre o papel das privatizações e do mercado de capitais para a infraestrutura do país, especialmente num contexto de novos marcos regulatórios para concessão privada de serviços. Vejamos como isso tem se desdobrado em alguns seguimentos estratégicos, como energia, saneamento e telecomunicações.

Gráfico 10 – Evolução dos investimentos em infraestrutura (R\$ em bilhões constantes)

Fonte: Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base – ABDIB (2021).

12. TELECOMUNICAÇÕES

No âmbito das telecomunicações, boa parte das privatizações de prestadoras de serviços foi realizada ainda nos anos 1990, com a entrada de empresas de telefonia estrangeiras, de investidores institucionais como fundos de pensão e BNDES, e dos bancos de investimento. Nesse contexto, corporações chinesas como Huawei e ZTE contribuíram para a rápida expansão da infraestrutura de telecomunicações, à medida que a maior parte das redes 3G e 4G das três maiores operadoras de celular do Brasil foi implantada com equipamentos da Huawei, o que garantiu acesso à telefonia celular a todos os municípios brasileiros até 2011 (BECARD; MACEDO, 2014).

Com a emergência das plataformas digitais, a infraestrutura de fibra ótica e as redes de 5G se tornaram as fronteiras econômicas decisivas para a comercialização de bens e serviços pela internet. É nesse contexto que 57,9% das ações da InfraCo foram vendidas para o fundo de *private equity* do BTG Pactual e seu braço comercial Globenet Cabos Submarinos. A InfraCo é uma empresa brasileira, subsidiária da Oi, que possui uma das maiores redes de fibra ótica do mundo, pela qual o BTG pagou R\$ 12,9 bilhões em julho de 2021 (CARRO, 2021). De acordo com a consultoria Teleco, na maioria das cidades brasileiras (60%) o acesso à internet é feito por meio de fibra ótica, cuja infraestrutura tem sido construída por pequenas e médias empresas provedoras. Isso implica dizer que as grandes empresas de telefonia, que dominam o mercado de serviços de internet nas grandes cidades, negligenciaram a provisão de infraestrutura de fibra ótica para pequenas e médias cidades brasileiras.

Nesse contexto, os fundos de *private equity* do BTG, EB Capital e Vinci Partners passaram a atuar como “invasores corporativos”, voltados para aquisição e/ou investimento em ações de algumas dessas pequenas e médias empresas, e preparam uma corrida para consolidar o

mercado de provedores de internet de fibra ótica, indicando mais um exemplo de mobilização do mito do valor do acionista (GUIMARÃES; ARAGÃO, 2021). No entanto, com um mercado de provedores de fibra ótica bastante fragmentado, constituído por algo próximo a 5 mil empresas, o acesso delas ao mercado de capitais ainda encontra barreiras, além da conversão dessa fonte de financiamento para manter a expansão da rede de fibra ótica não ser assegurada. Considerando as necessidades de remuneração de curto prazo que regem as empresas consolidadas pelos fundos de investimento, o que importa é a receita cativa da exploração comercial da infraestrutura já instalada, sem garantias de novos investimentos para sua expansão.

13. PETRÓLEO E ENERGIA ELÉTRICA

Em março de 2014, a Petrobras anunciou um ousado plano de investimentos de USD \$220 bilhões. Esses investimentos seguiam uma estratégia de desenvolvimento industrial voltada dentro (*inward-looking*), coordenada pelo governo central, a partir de uma política de requisitos de conteúdo local orientada para criação de empregos e internalização tecnológica (KASAHARA; BOTELHO, 2019). Sete anos depois, as principais mudanças no campo da energia estão relacionadas à desverticalização da cadeia de óleo, gás e geração elétrica, a partir do desinvestimento da Petrobras e privatização da Eletrobras, ambos coordenados pelo governo central. Ao contrário da tendência global de verticalização da indústria, a decisão da Petrobras de privatizar refinarias, a infraestrutura de transporte e distribuição, e a principal comercializadora de derivados deve limitar os ganhos de escala da estatal, reduzir sua capacidade de refino, cuja produção de 2019 voltou a patamares de 2005, e, conseqüentemente, restringir sua capacidade de coordenação no mercado de infraestrutura de energia do Brasil.

Em julho de 2019, a estatal alienou uma fatia de 33,8% das ações que detinha na BR Distribuidora pelo montante de R\$ 9,63 bilhões, reduzindo sua participação no capital da empresa e perdendo, assim, o controle sobre a mesma. Essa liquidação abriu espaço para entrada de novos atores corporativos, nesse caso a Raízen, uma sociedade paritária entre o conglomerado sucroalcooleiro brasileiro, a Cosan, e a petroleira Shell. Dois anos depois, em julho de 2021, a Petrobras vendeu sua participação acionária remanescente na BR Distribuidora por R\$ 11,36 bilhões, saindo completamente do ramo de distribuição de combustíveis. A Refinaria Landulpho Alves (RLam), por sua vez, foi privatizada por USD \$1,8 bilhões ao fundo de investimento dos Emirados Árabes Unidos, o Mubadala Capital.

Entre outras privatizações realizadas pela Petrobras, estão também as empresas de transporte e distribuição de gás, para às quais agora a estatal terá que pagar aluguel se quiser escoar o gás que produz: a Nova Transportadora do Sudeste (NTS), subsidiária que controla a malha de gasodutos mais estratégica do país, interligando toda a região Sudeste, foi alienada pelo valor de USD \$4,23 bilhões ao fundo de investimento canadense Brookfield; e a Transportadora Associada de Gás (TAG), que possui a mais extensa rede de gasodutos do país, foi vendida

por USD \$8,6 bilhões ao conglomerado de energia francês Engie e ao fundo canadense Caisse de Depot et Placement du Québec (CDPQ). Finalmente, ainda em julho de 2021, a Petrobras alienou 51% de sua participação na Gaspetro, que detém participação em 19 distribuidoras de gás em diversos estados do Brasil. A participação acionária foi adquirida pela Compass Gás e Energia, empresa do Grupo Cosan, por R\$ 2,03 bilhões.

Na qualidade de acionista controlador, o governo federal já liquidou nos últimos sete anos, contados até 2021, o equivalente a R\$ 243,7 bilhões em bens da Petrobras (OLIVEIRA, 2022). Entre os principais efeitos desse desmembramento da Petrobras, estão a valorização das ações dessas subsidiárias privatizadas, redução do endividamento da Petrobras e o aumento do rendimento dos dividendos de seus acionistas. Com a geração de caixa resultante dessas privatizações, o endividamento bruto da Petrobras tende a se reduzir e, caso fique abaixo de USD \$60 bilhões, um novo protocolo de remuneração dos acionistas, previsto na governança da empresa, garante a distribuição de 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos. Isso resultou numa distribuição de dividendos de R\$ 106,6 bilhões em 2021 ou 1.400% a mais do que foi distribuído em 2020 (Pamplona, 2022).

Como deve ser possível deduzir, a desverticalização da Petrobras segue a lógica da “revolução do valor para o acionista”, orientada para “reduzir o tamanho” da empresa e “distribuir” dividendos (LAZONICK; O’SULLIVAN, 2000). A governança corporativa orientada pelo extrativismo financeiro predatório de seus ativos também encontrou, no caso da Petrobras, seus operadores para mobilizar a opinião pública, as agências reguladoras e recursos legais. Essas decisões de privatização de subsidiárias da estatal foram cercadas de controvérsia legal, à medida que o Supremo Tribunal Federal (STF) concedeu autorização para tais alienações, independente da autorização do Congresso Nacional, como determina a Constituição.

No âmbito da energia elétrica, o Governo Bolsonaro conseguiu aprovar a Medida Provisória nº 1.031/2021 que dispõe sobre a capitalização da Eletrobras e retirou a estatal do controle do governo central. Como uma das cinco maiores empresas integradas de energia elétrica do mundo, seja pelo número de usinas, pela rede de transmissão e pela abrangência territorial em um país continental, a Eletrobras gera 30,1% de energia consumida no país e possui 57% das linhas de transmissão. No bojo dessa privatização, encontram-se os típicos *stakeholders* financeiros de aquisição alavancada, presididos pela lógica do valor para o acionista e orientados para “reduzir e distribuir” (*downsize e distribute*). Com o novo estatuto da Eletrobras, oriundo do seu processo de capitalização, foram introduzidos mecanismos que impedem a grandes acionistas como a União de preservarem um peso no processo deliberativo da empresa proporcional ao seu capital. Assim, esse novo estatuto introduziu uma camisa de força na capacidade de coordenação do poder infraestrutural do Estado brasileiro, impedindo que o governo central determine o rumo da política energética da Eletrobras sem a aprovação consensual dos demais acionistas minoritários, ou seja, mesmo ainda controlando 40% do

capital votante, o Estado brasileiro só pode representar a partir de agora 10% dos votos na assembleia de acionistas. Nesse cenário, o poder de barganha dos acionistas minoritários cresceu significativamente e suas exigências de liquidez, mobilidade e retornos de curto prazo passam a se sobrepor na governança corporativa da Eletrobras.

Um dos aspectos mais insidiosos da MP da privatização da Eletrobras é a promessa de descotização da energia vendida pelas usinas da Eletrobras como prêmio para atrair investidores à capitalização da empresa. Em outras palavras, a capitalização permite uma valorização artificial dos papéis da empresa, num processo extrativista de captura de receita (*rent seeking*), baseado em aumentos expressivos da conta de luz. Segundo a Fiesp, a MP pode trazer aumentos de custos aos consumidores entre R\$ 100 bilhões e R\$ 151,9 bilhões em valor presente líquido (MARTELLO, 2021). Ao mesmo tempo, os beneficiários da Eletrobras capitalizada herdam uma empresa cujas hidroelétricas têm idade média de 30 anos e o capital empregado na sua construção já se encontra amortizado.

14. SANEAMENTO

O Novo Marco Legal do Saneamento Básico foi aprovado e sancionado pelo governo federal em julho de 2020. De acordo com a nota técnica do Departamento de Saneamento e Saúde Ambiental da Fiocruz, os modelos de blocos e de planos de negócios apresentados pelo BNDES para concessão desses serviços reproduzem, sem a devida adequação à área de saneamento, os modelos de privatização de infraestrutura que foram utilizados nas concessões de rodovias e aeroportos (ARAUJO *et al.*, 2020). Tais modelos devem imprimir padrões de comoditização do acesso a serviços de água e saneamento que podem tornar o seu acesso mais dispendioso e comprometer sua universalização.

O novo marco legal já resultou num leilão de concessão para a região metropolitana de Maceió, arrematado por R\$ 2 bilhões pela gigante de gestão de ativos canadense Brookfield. Um leilão de parceria público privada (PPP) para a região metropolitana da Grande Vitória foi vencido pela Aegea – um conglomerado que controla 38,3% dos serviços privados de saneamento no Brasil e é gerido por uma sociedade entre a Equipav e o fundo soberano da Singapura, o GIC. Mas a maior concessão de infraestrutura de saneamento ocorreu no Rio de Janeiro, em 2021, com o leilão dos blocos da Cedae arrecadando R\$ 22,7 bilhões. As concessionárias que arremataram os leilões foram o Consórcio Iguá e Aegea.

De acordo com o relatório de 2020, a gestora canadense Brookfield possui R\$ 49,7 bilhões em ativos no Brasil, apenas em infraestrutura. A Iguá Saneamento é uma sociedade controlada por uma empresa de investimento de capital privado, a IG4 Capital. A empresa surgiu a partir do levantamento de R\$ 400 milhões em fundos de risco que foram destinados a investimentos em ativos problemáticos, ou seja, empresas com uma dívida insustentável, envolvimento dos acionistas controladores em investigações de corrupção ou obstáculos regulatórios (BAUTZER,

2017). Em outras palavras, trata-se de um padrão de aquisição alavancada típica da “revolução do acionista”. Entre os demais sócios da Iguá, estão o fundo de pensão do Canadá (CPP Investments) e a administradora de investimentos institucionais do Canadá (AIMCo).

Com a participação na aquisição de dois blocos de concessão do leilão da Cedae, a Aegea Saneamento passou a ser a maior operadora do setor no país. Ela é controlada por uma corporação de propriedade familiar brasileira, chamada Grupo Equipav, e tem como sócios o fundo soberano de Singapura (GIC), companhia de administração de ativos IFC e a Itaúsa – *holding* proprietária do Itaú Unibanco que injetou R\$ 1,3 bilhões para adquirir 8,53% do capital da Aegea.

Num contexto global, onde as experiências de concessão e privatização desses serviços estão sendo revistas, com 267 casos de remunicipalização ou reestatização de sistemas de água e esgoto em 37 países entre 2000 e 2017 (MCDONALD, 2018), o Brasil está na contramão. Nesse contexto, a privatização dos serviços de provisão de saneamento na América Latina passou por uma mudança preocupante da concepção da água como um “bem social” para outra, na qual os serviços de gestão da água são tratados como *commodities* (MULREANY *et al.*, 2006). Nesse veio, os novos investimentos privados no Brasil estão ancorados na previsão de que as tarifas cobradas dos usuários sejam usadas para arcar com custos de projetos de expansão dos serviços, o que deve provocar a comoditização e desigualdades espaciais da provisão dos serviços.

15. CONCLUSÃO E PERSPECTIVAS FUTURAS

Com a desmobilização dos instrumentos de coordenação e implementação de políticas públicas, tanto no âmbito fiscal quanto entre fundos para-fiscais de financiamento, a capacidade do Estado brasileiro de coordenar a provisão bens coletivos pode ter sido comprometida? A legitimidade política que os bancos públicos comerciais e de desenvolvimento, os fundos de pensão, e as empresas públicas estatais detêm na provisão desses bens coletivos e o legado de *expertise* burocrática serão capazes de contrabalancear tendências de curto prazo das novas coalizões de financiamento? Dito ainda de outra forma: considerando essa disjuntiva nos sistemas de financiamento, será possível observar coalizões de defesa à agenda de desmobilização do poder infraestrutural do Estado brasileiro?

Para enfrentar essas questões, o artigo buscou compreender a governança corporativa da infraestrutura como resultado das interações entre múltiplos *stakeholders* e apontou suas interdependências no contexto de uma gama mais ampla de domínios institucionais. Entre as principais constatações, é possível destacar o enfraquecimento do papel do BNDES como principal agência coordenadora da política industrial e de comércio exterior do Brasil. Em outras palavras, a capacidade institucional do BNDES foi significativamente diminuída desde o golpe de Estado que derrubou a ex-presidente Dilma Rousseff. Apesar dos bancos estatais comerciais e de desenvolvimento ainda manterem uma posição relevante no estoque de crédito disponível de longo prazo, sua participação nos demais ativos estatais de infraestrutura foi reduzida.

No entanto, novos arranjos regulatórios para infraestrutura, destinados a captar recursos do mercado de capitais para substituir financiamentos baseados em fundos para-fiscais, ainda não atendem às imensas necessidades de financiamento da infraestrutura no Brasil. Ao contrário, tais arranjos têm estimulado atuação de fundos que operam a partir de aquisições alavancadas, espalhando invasores corporativos (*corporate raiders*) pelos sistemas de governança da infraestrutura, cujo *modus operandi* é baseado nos requisitos de liquidez, mobilidade e retornos de curto prazo. Além dos modelos de concessão, privatização e governança corporativa das estatais privatizadas e desmembradas, outra razão para esse padrão extrativista tem sido a fraca regulação pública sobre as concessionárias privadas, que resultam na sua exploração rentista sobre os consumidores, por meio de altos preços de bens e serviços prestados, à semelhança do que tem ocorrido com os combustíveis, água tratada, energia elétrica e pedágios rodoviários.

Como foi possível observar, os setores de infraestrutura selecionados para análise empírica passaram por transformações significativas em seu padrão de governança corporativa nos últimos cinco anos. Apoiados em modelos regulatórios que ampliaram as concessões privadas baseadas em aquisições alavancadas, houve um aumento significativo da participação de novas coalizões de financiamento privado em ativos de infraestrutura, impulsionadas ideologicamente pela “revolução do valor para os acionistas”. Se relembrarmos a definição de poder infraestrutural do Estado, apresentada no início deste artigo, será possível afirmar que a capacidade do Estado brasileiro de implementar logisticamente suas decisões políticas no território, em oposição real ou potencial a grupos sociais poderosos ou diante de circunstâncias socioeconômicas recalcitrantes, foi prejudicada.

Apesar da emergência de uma trajetória predatória e extrativista de governança corporativa de infraestrutura, o perfil do sistema de financiamento brasileiro se concentra em poucas instituições financeiras. Tanto nos grandes investidores institucionais quanto nos fundos de investimento, o papel concentrado de poucos *stakeholders* também se expressa no perfil da estrutura acionária e na governança corporativa da infraestrutura brasileira. Portanto, o legado das capacidades estatais, derivadas do papel estratégico dos investidores institucionais ainda molda as transformações da governança corporativa e limita o alcance da revolução do valor para os acionistas.

Por outro lado, a emergência de novas coalizões de financiamento da infraestrutura não seria possível sem a atuação das ecologias profissionais neoliberais que consolidaram sua posição de *gatekeepers* das finanças públicas, desde a interrupção do mandato da presidente Dilma Rousseff e a adoção da camisa de força fiscal da Emenda Constitucional do Teto dos Gastos Públicos. Seu papel na legitimação das crenças econômicas (LEBARON, 2000), que garantiram sustentação à agenda de reformas neoliberais e a mobilização da atual coalização de investidores sobre ativos relevantes da infraestrutura brasileira, deve reduzir a capacidade de implementação de políticas estratégicas por parte do Estado brasileiro.

O papel das ecologias profissionais neoliberais ficou muito claro durante a pandemia de covid. Diante do risco de perder o controle das prerrogativas jurisdicionais legítimas sobre as finanças públicas brasileiras, essas redes profissionais empreenderam uma campanha incansável de relações públicas contra qualquer recuo do governo em relação a lei do teto de gastos. As ecologias neoliberais foram parcialmente bem-sucedidas. Embora tenham dissuadido o Governo Bolsonaro de qualquer insinuação de investimento público em infraestrutura, as ecologias neoliberais não conseguiram impedir o aumento substancial das despesas financeiras do governo central para conter a pandemia de covid e seus efeitos macroeconômicos. Independentemente disso, a identificação e o mapeamento dessas redes de ecologias profissionais, além de seus mecanismos de alavancagem política, podem contribuir como ferramenta analítica relevante para futuros diagnósticos sobre o poder infraestrutural do Estado brasileiro.

Em termos prospectivos, o solapamento do poder infraestrutural do Estado brasileiro, em decorrência tanto de sua perda de coordenação da governança corporativa de setores econômicos estratégicos, como energia e saneamento, quanto do estrangulamento de suas instituições de financiamento e controle acionário, não permite ainda dizer que as coalizões de defesa das capacidades estatais não possam se reconstituir a partir de um horizonte eleitoral renovado. Como vimos, o grau de resiliência do legado de capacidades burocráticas do Estado brasileiro se mostrou muito eficaz, a exemplo do papel dos bancos públicos na provisão de auxílios financeiros à população afetada pelo confinamento sanitário e do papel do Sistema Único de Saúde (SUS) como instituição que acolheu a população afetada pelo vírus da covid. Mesmo diante de um contexto de aberta sabotagem às políticas públicas por parte do mandato do ex-presidente Bolsonaro – tal como ocorreu em relação às medidas de contenção sanitária à covid-19 – ficou evidente a robustez do *esprit de corp* e um senso de missão das instituições públicas brasileiras, que talvez tenham atravessado o teste de resistência mais desafiador de toda a sua história republicana.

REFERÊNCIAS

ABBOTT, ANDREW. *Linked ecologies: States and universities as environments for professions*. *Sociological Theory*, 23, p. 245-274, 2005.

AGUILERA, Ruth *et al.* State ownership, political ideology, and firm performance around the world, *Journal of World Business*, volume 56, issue 1, january 2021.

AGUILERA, Ruth; JACKSON, Gregory. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, vol. 28, no. 3, p. 447–465, 2003.

ALAMI, Ilias; DIXON, Adam. State Capitalism(s) Redux? Theories, tensions, controversies, *Competition & Change*, vol. 24(1): 70-94, 2020.

AMABLE, Bruno. Institutional complementarities in the dynamic comparative analysis of capitalism, *Journal of Institutional Economics*, 12(1): 79–103, 2016.

- ARAÚJO, M. *et al.* Nota Técnica (Departamento de Saneamento e Saúde Ambiental (DSSA - Fiocruz), Rio de Janeiro: Fiocruz, 23 de julho de 2020.
- ARIDA, Persio; BACHA, Edmar; LARA-RESENDE, André. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005.
- BACEN. *Evolução Recente do Crédito no SFN*. 29 de janeiro. 2021a. Acessível em <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/covid19_docs/Evolucao_Recente_do_Credito.pdf>.
- BACEN. *Relatório de Economia Bancária 2020*. Brasília, 2021b.
- BACHA, Edmar. Além da Triáde: Como Reduzir os Juros? In: *Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro* (Edited by Bacha, E. e De Bolle, M), Rio de Janeiro, LTC, 2011.
- BASTOS, Pedro. Ascensão e Crise do Governo Dilma Rousseff e o Golpe de 2016: poder estrutural, contradição e ideologia. *Revista de Economia Contemporânea*, 21 (02): 1-63, 2017. Doi: 10.1590/198055272129.
- BAUTZER, Tatiana. Brazil's IG4 raises up to \$400 mln to distressed private equity fund. *Reuters (Bond News)*, November 22, 2017.
- BECARD, Danielly; MACEDO, Bruno. Chinese multinational corporations in Brazil: strategies and implications in energy and telecom sectors. *Revista Brasileira de Política Internacional*, 57 (1): 143-161, 2014.
- BIN, Daniel. The Dispossessing 2016 Coup d'État in Brazil. *Int J Polit Cult Soc*, 35, 433–461, 2022. Doi: 10.1007/s10767-021-09405-8.
- BIZBERG, Ilán. *Diversity of Capitalisms in Latin America*. Palgrave Macmillan, 2019.
- BOLLE, Monica. *Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil*. Peterson Institute for International Economics (Policy Brief Number PB15-16), 2015.
- BOSCHI, Renato. Politics and trajectory in Brazilian capitalist development. In: *The BRICs and emerging economies in comparative perspective: Political economy, liberalisation and institutional change* (Edited by U. Becker). London: Routledge, 2013.
- BRIL MASCARENHAS, T. How states shape markets in Latin America. PhD dissertation. University of California, Berkeley, 2016. Retrieved from: <<https://escholarship.org/uc/item/8vp138w3>>.
- CAMPBELL, John; PEDERSEN, Ove. *Knowledge regimes and comparative political economy*. Oxford University Press, 2011.
- CARRO, Rodrigo. Oi vende quatro grupos de ativos por R\$ 30,7 bilhões. *Valor Econômico*, 8 de julho, 2021.
- CASTRO, Fabrício. Estrangeiros retiraram investimentos do Brasil pelo 8º ano seguido. *Estado de S. Paulo*, 6 de Janeiro de 2021.
- CAVALCANTE, Luiz. Narratives and Public Policies: The Case of the Brazilian Development Bank. *International Journal of Public Administration*, p. 1-10, 2020. DOI: 10.1080/01900692.2020.1850777
- CLARK, Gordon; MONK, Ashby. *Institutional Investors in Global Markets*, Oxford: Oxford University Press, 2017.

- CLARK, Gordon. *Pension Fund Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2000.
- CNT. *Conjuntura do Transporte: Investimento*. 2021. Disponível em: <<https://cdn.cnt.org.br/diretorioVirtualPrd/c62617f5-a134-463b-b093-4b6c9cf87ae8.pdf>>.
- CODATO, Adriano *et al.* Economic mainstream and power: a profile analysis of Central Bank directors during PSDB and PT governments in Brazil. *Nova Economia*, v. 26 n. 3, p. 687-720, 2016.
- COFFEE JR., John. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford University Press, 2006.
- COLBY, Seth. *Searching for Institutional Solutions to Industrial Policy Challenges: a case study of the Brazilian development bank*. PhD Dissertation The Johns Hopkins University, Baltimore, 2013.
- CONTI, Bruno. Previ, Petros e Funcef: uma análise da alocação das carteiras das três maiores entidades brasileiras de previdência complementar (2003-2013). *Texto para Discussão 2216*. Brasília: IPEA, 2016.
- COTIAS, Adriana. Assets ‘independentes’ lideram em fundos de ações e multimercados. *Valor Econômico*, 12 de Julho, 2021a.
- COTIAS, Adriana. Fundos captam recorde de R\$ 206 bilhões com tração da renda fixa. *Valor Econômico*, 8 de julho, 2021b.
- CURY, Marcus *et al.* *Overview of the Logistics Sector in Brazil*. FGV Transportes, November 2020.
- DATZ, Giselle. Brazil’s Pension Fund Developmentalism. *Competition and Change*, vol. 17 no. 2, May 2013, p. 111-128, 2013.
- DEEG, Richard. Industry and Finance in Germany since Reunification. *German Politics and Society*, 28 (2): 116-129, 2010.
- EICHENGREEN, Barry. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press, 2011.
- EVANS, Peter. *Embedded Autonomy. States and industrial transformation*. Princeton: Princeton University Press, 1995.
- FELDSTEIN, Martin; HORIOKA, Charles. Domestic saving and international capital flows. *The Economic Journal*, v. 90, n. 358, p. 314-329, jun. 1980. DOI: 10.2307/2231790
- FERRAZ, João; COUTINHO, Luciano. Investment policies, development finance and economic transformation: Lessons from BNDES. *Structural Change and Economic Dynamics*, 48, 86-102, 2019. DOI: 10.1016/j.strueco.2017.11.008
- FLIGSTEIN, Neil. *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge: Harvard University Press, 1990.
- FRISCHTAK, Claudio *et al.* *Towards a More Effective BNDES*. Washington, DC: World Bank, 2017. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28398>>.
- GAIER, Rodrigo. BNDES fecha acordo com Economia para devolver R\$116 bilhões ao Tesouro. *Reuters*, 26 de Março de 2021.
- GERSCHENKRON, Alexander. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. New York: Frederick A. Praeger, 1962.
- GOUREVITCH, Peter; SHINN, James. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate*. Princeton University Press, 2007.

- GUIMARÃES, Fernanda; ARAGÃO, Marina. Minioperadoras buscam R\$ 10 bi na B3. *Estado de S. Paulo*, 11 de Julho
- HALL, Peter. The Fate of the German Model. *The German Model Seen by its Neighbors*. Brussels: Social Europe, 2015.
- HALL, Peter; GINGERICH, Daniel. Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis. *British Journal of Political Science* 39: 449–482, 2009.
- HEILBRON, J; VERHEUL, J; QUAK, S. The Origins and Early Diffusion of ‘Shareholder Value’ in the United States. *Theory and Society*, 43(1): 1–22, 2014.
- HO, Karen. *Liquidated: An Ethnography of Wall Street*. Duke University Press Books, 2009.
- HOGAN, John. The Critical Juncture Concept’s Evolving Capacity to Explain Policy Change. *European Policy Analysis*, 5(2): 170-189, 2019.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305–60, 1976.
- JOHNSON, Chalmers. Political institutions and economic performance: the government-business relationship in Japan, South Korea, and Taiwan. In: *The Political Economy of the New Asian Industrialism*. (Edited by F. Deyo), Cornell University Press, 1987.
- KASAHARA, Yuri; BOTELHO, Antonio. Ideas and Leadership in the Crafting of Alternative Industrial Policies. *Comparative Politics*, vol. 51, no. 3, p. 385-405, 2019.
- KLÜGER, Elisa. Mapping the Inflections in the Policies of the Brazilian National Economic and Social Development Bank during the 1990s and 2000s within Social Spaces and Networks. *Historical Social Research* 43 (3): 274-302, 2018. doi: 10.12759/hsr.43.2018.3.274-302
- KNAFO, Samuel; DUTTA, Sahil. The myth of the shareholder revolution and the financialization of the firm. *Review of International Political Economy*, 27(3), p. 476-499, 2020. DOI: 10.1080/09692290.2019.1649293
- KOBLITZ, Arthur. Desinvestir é uma estratégia perdedora para o BNDES, *Folha de S. Paulo*, 20 de Janeiro 2021.
- LAVINAS, L; ARAUJO, E; GENTIL, D. Brazil: Stock Markets and Corporate Credit Now Driving Financialization? *Theoretical Economics Letters*, 12, 1074-1094, 2022. DOI: 10.4236/tel.2022.124059
- LAZZARINI, Sergio *et al.* What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002–09. *World Development*, 66, p. 237–253, 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.08.016>>.
- LAZONICK, William; O’SULLIVAN, Mary. Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29 (1): 13-35, 2000.
- LEBARON, Frédéric. *La Croyance Économique – les économistes entre science et politique*, Éditions du Seuil
- LEVY, Paulo; FERREIRA, Sérgio; MARTINS, Felipe. Impactos da pandemia sobre os resultados recentes das contas públicas. *Carta de Conjuntura*, n. 50, Brasília: IPEA, 2021.
- MANN, M. *The Sources of Social Power, Vol. 2: The Rise of Classes and Nation States, 1760-1914*. New York: Cambridge University Press, 1993.

MARTELLO, Alexandre. Associações estimam custo extra de R\$ 41 bi com mudanças feitas pela Câmara na MP da Eletrobras, *G1*, 02 de junho de 2021.

MARTINS, Norberto; TORRES FILHO, Ernani. Regulating development banks: a case study of the Brazilian Development Bank (BNDES) (1952-2019). *Discussion Paper 001*, Rio de Janeiro: Instituto de Economia UFRJ, 2020.

MCDONALD, Donald. Remunicipalization: The future of water services? *Geoforum*, volume 91, Pages 47-56, 2018. doi: 10.1016/j.geoforum.2018.02.027

METTENHEIM, Kurt. *Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages*. London: Pickering and Chatto, 2010.

MULREANY, John *et al.* Water privatization and public health in Latin America. *Rev Panam Salud Publica*. 19(1):23–32, 2006.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sergio. *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*, Harvard University Press, 2014.

NÖLKE A; MAY C; MERTENS D; SCHEDELIK, M. Elephant limps, but jaguar stumbles: Unpacking the divergence of state capitalism in Brazil and India through theories of capitalist diversity. *Competition & Change*, 2021. May doi:10.1177/10245294211015597

NÖLKE, A; TEN BRINK, T; CLAAR, S; MAY, C. Domestic structures, foreign economic policies and global economic order: Implications from the rise of large emerging economies. *European Journal of International Relations*, 21(3): 538–567, 2015.

OLIVEIRA, João. Petrobras vende R\$ 243 bi em 7 anos; críticos veem privatização disfarçada, *UOL*, 13 de Janeiro de 2022.

PAGLIARI, S; PHILLIPS, L; YOUNG, K. The financialization of policy preferences: financial asset ownership, regulation and crisis management, *Socio-Economic Review*, vol. 18, no. 3, 655–680, 2020.

PAMPLONA, Nicola. Petrobras tem lucro recorde de R\$ 106 bi e anuncia mais R\$ 37 bi em dividendos, *Folha de S. Paulo*, 23 de Fevereiro de 2022.

PLEHWE, Dieter; WALPEN, Bernhard. Between network and complex organization: The making of neoliberal knowledge and hegemony, In *Neoliberal Hegemony: A Global Critique*, NY: Routledge, 2007.

PREBISCH, Raúl. El Desarrollo Económico de la América Latina y Algunos de sus Principales Problemas, *El Trimestre Económico*, Vol. 16, No. 63(3) (Julio-Septiembre), p. 347-431, 1949.

RESENDE, Paulo *et al.* *Custos Logísticos no Brasil*, Fundação Dom Cabral. 2017. Acessível em <https://www.fdc.org.br/conhecimento-site/nucleos-de-pesquisa-site/Materiais/pesquisa-custos-logisticos2017.pdf>

REUTERS. Mergers and acquisitions grow eightfold in Brazil. *LABS*, July 3rd, 2021. Retrieved from: <<https://labsnews.com/en/news/business/mergers-and-acquisitions-grow-eightfold-in-brazil/>>.

SAMMOGINI, Alexandre. Abrapp abre canal com Tesouro Nacional para discutir a gestão da dívida pública. *Blog Abrapp em Foco*, 29 de Outubro de 2020.

SANTANA, Carlos H. The geopolitics of the Brazilian coup d'état and its consequences. *Transcience*, vol. 9, issue 1, p. 75-110, 2018.

SANTANA, Carlos H. Limits of VoC and institutional complementarities in the semi-periphery, *Desenvolvimento em Debate*, v.3, n.2, p.111-133, 2015.

SANTANA, Carlos H. Critical Junctures, Institutional Legacies and Epistemic Communities: A Development Agenda in Brazil, In *Development and Semi-Periphery Post-Neoliberal Trajectories in South America and Central Eastern Europe*, London: Anthem Press, 2012.

SCHAPIRO, Mario. Development Bank, Law and Innovation Financing in a New Brazilian Economy, *The Law and Development Review*, vol. 3, issue 2, 78-121, 2010.

SCHNEIDER, Ben. *Hierarchical Capitalism in Latin America: Business, Labor, and the Challenges of Equitable Development*. Cambridge University Press, 2013.

SCHNEIDER, Ben; SOSKICE, David. Inequality in developed countries and Latin America: coordinated, liberal and hierarchical systems, *Economy and Society*, 38(1): 17-52, 2009.

SIERRA, Fiorella; HOCHSTETLER, Kathryn. Transnational activist networks and south-south finance: transparency and environmental concerns in the Brazilian National Development Bank, *International Studies Quarterly* 61(4), 760-773, 2017.

SIERRA, Fiorella. Partners at Home and Abroad: How Brazil Globalized State-led Development, *Political Science Theses and Dissertations*. Brown Digital Repository. Brown University Library. 2015. Disponível em: <<https://doi.org/10.7301/Z0R20ZR1>>.

SKOCPOL, T. Bringing the State Back In: Strategies of Analysis in Current Research. *Bringing the State Back In*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1985.

STREECK, Wolfgang. *Gekaufte Zeit: Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*. Berlin: Suhrkamp, 2013.

TESOURO NACIONAL. *Relatório Contábil do Tesouro Nacional - Uma Análise dos Ativos, Passivos e Fluxos Financeiros da União*. Brasília: Ministério da Fazenda, 2021.

TOKUMOTO, Alessandro *et al.* Specialists and Politics: The Recruitment of Presidents and Directors of BNDES in the PSDB and PT Administrations, *Brazilian Political Science Review*, 15 (2), 1-30, 2021.

TORRES FILHO, Ernani. A crise do BNDES – como evitar a desmontagem. *AF BNDES*, 5 de fevereiro de 2019. Acessível em <http://www.afbndes.org.br/especial/nota_05022019.htm>.

TORRES FILHO, Ernani; COSTA, Fernando. BNDES e o financiamento do desenvolvimento, *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 21, número especial, p. 975-1009, 2012.

ZYSMAN, John. *Governments, Markets, and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press, 1983.

Carlos Henrique Vieira Santana

<https://orcid.org/0000-0002-8188-4762>

Doutor em Ciência Política pelo Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP-UERJ), com estágio de pós-doutorado na Technische Universität Darmstadt (Capes/Humboldt). Professor-adjunto da Universidade Federal da Integração Latino Americana (UNILA). Pesquisador associado do Instituto Nacional de Ciência e Tecnologia (INCT-PPeD).

carloz@hotmail.com