



Limites da VoC e complementaridades institucionais na semiperiferia: análise comparada das reformas no Brasil e Índia

Carlos Henrique Vieira Santana – INCT/FITS

Mesa da ALACIP: Estado y Desarrollo

Resumo: Apesar das oscilações temporais do desempenho macroeconômico, Brasil e Índia descreveram uma trajetória de relativo sucesso em termos da diversificação da estrutura produtiva, mobilização da poupança externa e doméstica via políticas fiscais e cambiais específicas, e na consolidação de capacidades estatais e burocráticas. Como isso foi possível no contexto das limitações do padrão de complementaridade institucional observados na semiperiferia do capitalismo? Essa trajetória consolidou mecanismos de complementaridade institucional que representam um desafio às teorias de variedades de capitalismo (VoC) vigentes. Nas teorias VoC adotadas entre países da OCDE o Estado não cumpre um papel relevante no regime produtivo. Ao analisar a trajetória de países da semiperiferia, não há como descrever os mecanismos de complementaridade institucional sem posicionar o Estado no centro do modelo. Foi isso que se verificou nas trajetórias de Brasil e Índia.

Para avaliar o papel do Estado como ator estratégico dessa complementaridade institucional semiperiférica a presente proposta sugere analisar o papel dos *commanding heights* estatais na trajetória de liberalização econômica desses dois países. Em particular, o papel dos bancos públicos e fundos de pensão como atores anti-cíclicos e coordenadores da nova reestruturação acionária corporativa e inserção externa adotada por grandes conglomerados empresariais nesses dois países nos últimos dez anos. A compreensão desse aspecto é crucial para apontar os limites das teorias de variedades de capitalismo, oferecendo contribuição para ampliar seu escopo analítico. **Palavras-chave:** Índia, Brasil, Governança Corporativa, Semiperiferia

Introdução

Um dos traços característicos da trajetória de reformas orientadas para o mercado, tanto no Brasil quanto na Índia, foi o contexto democrático no qual elas transcorreram e o que isso implicou em termos da necessidade de negociação entre atores sociais e políticos para sustentar a agenda de reformas. Outro aspecto relevante foi a manutenção da capacidade regulatória do Estado nacional como condição precípua para a liberalização econômica, ou seja, a liberalização num contexto democrático exigiu um fortalecimento das capacidades estatais e de seus instrumentos de coordenação. Ao mesmo tempo, a liberalização só foi possível seguindo uma agenda cujo tempo, escopo e a seletividade obedeceram uma dinâmica regulada pela forma como o sistema político garantia sustentação por meio de coalizões sociais.

Um dos aspectos mais relevantes da manutenção das capacidades estatais na Índia e no Brasil foi o papel dos bancos públicos e dos instrumentos de crédito promovidos por esses bancos para manutenção do pacto social que garantisse estabilidade política. Num contexto de globalização financeira tem ficado cada vez mais claro o papel relevante dessas instituições para estabilizar e garantir sustentação das variáveis macroeconômicas, fundamentais para legitimar as coalizões políticas, a exemplo do emprego, renda, crédito balanço de pagamentos etc. Essas instituições de crédito também têm cumprido um papel importante na inserção competitiva global das empresas domésticas – seja através do suporte por meio de crédito, seja por meio da participação acionária.

Uma das questões cruciais na trajetória de reformas orientadas para o mercado no contexto da semiperiferia global é entender como a capacidade regulatória do Estado, em especial por meio dos seus instrumentos financeiros, contribuiu para emergência de uma nova estrutura de propriedade corporativa e como essa estrutura determinou um padrão específico de governança corporativa e de regime produtivo. O padrão de *neoliberalismo imbricado* que se configurou com essa trajetória reforçou dicotomias sociais, a medida em que os setores econômicos internacionalizados tendem a orientar suas decisões de

investimento, inovação, ou de reestruturação produtivas muitas vezes orientados por estratégias de mercado não complementares à economia doméstica (Kurtz e Brooks 2008).ⁱ Em que medida os instrumentos financeiros controlados pelo Estado contribuíram para aumentar ou diminuir essa dicotomia, que se reflete tanto no padrão de integração das empresas internacionalizadas com a própria economia doméstica, quanto na dualidade em termos do acesso a direitos e a renda entre os estratos sociais formais ou precários?

Como pode ser observado em outros trabalhos (Santana 2012), o papel dos investidores institucionais como atores financeiros estratégicos na reestruturação corporativa das empresas internacionalizadas tem proporcionado a um segmento de trabalhadores formais a participação relevante na fatia da renda auferida dos ganhos de capital das empresas negociadas no mercado de capitais. Isso porque os fundos de pensão se tornaram investidores institucionais importantes das principais empresas brasileiras internacionalizadas. Se somarmos a eles o papel dos bancos públicos teremos então dois investidores institucionais relevantes no cenário corporativo brasileiro com capacidade de estabelecer coordenação e induzir prioridades de investimento. O que é relevante para efeitos do argumento é destacar que a acomodação das coalizões no contexto das reformas orientadas para o mercado no Brasil e Índia tem tido no Estado o papel de coordenador fundamental, em grande medida apoiado em suas instituições financeiras de crédito e investimento. Esses investidores institucionais garantem o capital para adaptação corporativa ao cenário da internacionalização, ao mesmo tempo que legitimam e acomodam conflitos de interesse no seio da coalizão social. Os investidores institucionais atuam como bloco de acionistas e procuram disciplinar e regular (alguns diriam moralizar – Jardim [2009]) os mecanismos desse novo capitalismo financeiro.

Ao fazer assim, supõe-se que visam maior estabilidade aos ganhos de capital no longo prazo, garantindo a remuneração atuarial dos fundos de pensão, escala e maior articulação com cadeias produtivas domésticas. Os efeitos da emergência dessa nova elite financeira comandada pelos fundos de pensão consolidou um novo ativismo na governança corporativa da semiperiferia global.ⁱⁱ Essa nova elite financeira cumpre um

papel de pivô, estabelecendo alianças com os demais grupos de interesse e atores econômicos, consolidando uma coalizão social que proporciona as condições políticas para um deslocamento no padrão de inserção internacional da semiperiferia.

Nas próximas seções vou avaliar o padrão de coordenação dos investidores institucionais por meio do seu comportamento como grandes acionistas, identificando possíveis tendências em termos de tipo de regime produtivo, ou seja, se se consolidou um modelo mais coordenado ou liberal. Antes disso farei uma breve resenha da literatura sobre modelos de financiamento e governança corporativa e como eles se estabeleceram, lançando mão das pesquisas recentes sobre modelos de coalizão para tentar entender padrões de governança corporativa.

Modelos de governança

Parte significativa da literatura sobre governança corporativa versa sobre a revolução do acionista, refletida na transformação da cultura corporativa sob liderança de Wall Street (Ho 2009). O centro dessa transformação foi evidentemente o próprio Estados Unidos, onde até os anos 1970 a corporação foi vista como uma instituição social estável, responsável pela negociação de múltiplas *constituencies*, avaliada dentro de um intervalo temporal de longo prazo que ia além dos ciclos de expectativas financeiras trimestrais de Wall Street. A partir da emergência dos banqueiros de investimento no rastro da crise recessiva dos anos 1980, Wall Street passou a fixar um novo padrão no ciclo de remuneração das empresas liderada em grande medida por um conjunto de instituições financeiras e atores em rede (banqueiros de investimento, fundos mútuos e de pensão, bolsas de valores, fundos de hedge e empresas de *private equity*) que incorporaram um *ethos* financeiro particular e um conjunto de práticas que se tornaram ponta de lança da globalização do capitalismo dos EUA. Esses atores em rede passaram a ser também portadores de teorias e modelos financeiros que não somente descrevem e analisam os mercados financeiros, como também realizam e os produzem (Callon 2007). Esse modelo consolidou uma das pernas do modelo liberal de economia de mercado, centrada

crucialmente num padrão de propriedade acionária dispersa, onde há uma separação entre proprietário e administrador. Essa trajetória consolidou-se particularmente nos EUA e passou a ser objeto de desejo do discurso econômico ortodoxo.

A governança corporativa corresponde à estrutura de poder dentro de cada empresa que determina quem vai alocar o capital, ou seja, quem administra o fluxo de caixa, quem determina os empregos, decide sobre pesquisa e desenvolvimento, sobre fusões e aquisições, contratações e demissões de administradores, subcontratação de fornecedores, distribuição de dividendos, recompra de ações ou o investimento em novos equipamentos. O sistema de governança corporativa reflete escolhas de políticas públicas. Os países aprovam leis que configuram incentivos, que por sua vez constituem sistemas de governança. Países com proibições rigorosas sobre operações baseadas em informação privilegiada, forte proteção aos acionistas minoritários e regras anti-trust efetivas tendem a ter padrões difusos de propriedade acionária e supervisão administrativa através de conselhos eleitos pelos acionistas. Por outro lado, países que se caracterizam por terem propriedade por blocos de ações permitem alavancagem em pirâmide e propriedade cruzada, limitando a competição e uma fraca proteção dos acionistas minoritários. Nesse contexto, os grupos de interesse lutam por leis e regulações e podem orientar suas preferências de acordo com sua posição no sistema de governança: 1) os proprietários como investidores de dentro (*insiders*) ou de fora (*outsiders*); 2) trabalhadores como empregados e como detentores de fundos de pensão; 3) administradores de várias modalidades também conhecidos como intermediários reputacionais ou *gatekeepers*, formados por contadores, advogados, agências de classificação de risco e investidores institucionais. Esses grupos de interesse lutam através de instituições políticas cuja estrutura influencia os resultados da competição. A governança corporativa afeta a criação de riqueza e influencia a mobilidade e a estabilidade social, na medida em que configura os incentivos que as empresas podem ter para investir em sua força de trabalho, estruturando os sistemas de treinamento, educação e pensões (Aguilera e Jackson, 2003).

De modo geral, a literatura simplifica os modelos de governança corporativa separando-os em dois tipos: 1) um modelo externo de propriedade acionária difusa (*shareholder*) e

2) um modelo de interno de bloco de controle (*blockholder*) acionário concentrado. No padrão de controle acionário difuso ou externo, os administradores são supervisionados por um conselho de diretores eleitos pelos acionistas; os membros do conselho possuem parcelas pequenas do total de ações, mas seus votos são necessários nas principais decisões e deles se espera que disciplinem ou recompensem os administradores. O desempenho dos administradores é avaliado pela informação fornecida através de intermediários reputacionais ou gatekeepers, a exemplo de contadores, analistas de mercado ou aquilo que também pode ser denominado de comunidade epistêmica (Haas 1992). O preço de mercado das ações fornece uma avaliação contínua das perspectivas da empresa e do desempenho de seus administradores. Esse é o modelo que se consolidou entre os países anglo-saxões, cuja característica chave é a separação entre a propriedade e o controle, descrito pela primeira vez em 1932 no trabalho hoje clássico de Berle e Means (1991).

Por outro lado, o modelo de bloco acionário (*blockholder*) vincula fortemente a propriedade e o controle. Os administradores são supervisionados pelos de dentro (*insiders* – blocos de controladores concentrados), com pouca proteção formal aos de fora (*outsiders* – acionistas minoritários). Essa configuração disciplina os administradores através da supervisão e intervenção direta dos proprietários de dentro (*insiders*) que controlam grandes blocos de ações. O modelo de bloco acionário pode ter entre os seus grandes acionistas instituições financeiras, bancos, o Estado, famílias e outras empresas.

Diferente do que se poderia imaginar num contexto em que prevalece a visão hegemônica do modelo corporativo anglosaxão, a propriedade acionária difusa é incomum ao redor do mundo. Mesmo nos EUA, onde o modelo é normalmente associado, também predominava um padrão de propriedade acionária concentrada internamente e isso só mudou à medida que o país estabeleceu os mecanismos de proteção ao acionista minoritário, decorrente dos requerimentos de listagem da bolsa de valores. Impulsionado pelos escândalos corporativos, o país consolidou uma legislação que separou as empresas por modalidade de negócios, tais como bancos, empresas seguros e corporações. Aos poucos essa legislação estabeleceu regras antitrusts, regulações de títulos, regras de

contabilidade institucionalizaram estas práticas, consolidando o modelo anglo-americano. De outro lado, pesquisas vêm demonstrando que países como Japão e França tinham, antes da primeira guerra, mercados de ações difusos ainda mais fortes do que aquele que os EUA viriam a ter depois, e que a legislação e o modelo regulatório mudaram em decorrência de fatores políticos, a medida que os sindicatos foram se tornando mais fortes, *lobbies* protecionistas, grupos empresariais e bancos pressionaram por um sistema de mercados regulados, favorável ao controle interno (Rajan e Zingales 2003). A questão fundamental é que os sistemas de governança corporativa variam não apenas entre os países como também ao longo do tempo dentro dos próprios países. Na maioria dos casos, seja entre países desenvolvidos ou em desenvolvimento, ainda prevalece o papel relevante do ativismo dos grandes acionistas na governança corporativa (La Porta et al 1999).

Considerando que a política é a variável independente para entender os modelos de governança corporativa e as possibilidades de mudança ao longo do tempo, é necessário identificar os atores e como suas preferências são organizadas no âmbito das instituições políticas. Segundo o modelo de Gourevicht e Shinn (2005), os proprietários, administradores e trabalhadores desenvolvem preferências distintas em relação ao regime de governança corporativa. Não apenas isso, como há mais do que uma dimensão nas funções de preferência de cada grupo, eles podem combinar em diferentes coalizões. Proprietários e administradores podem se aliar para conter as demandas dos trabalhadores em relação a salário e segurança do emprego; trabalhadores e administradores podem se aliar para garantir emprego e salários estáveis na empresa; ou ainda, trabalhadores e proprietários associam-se para limitar os custos de agencia dos administradores e preservar a segurança e liquidez dos seus investimentos e pensões.

Nesse modelo, para fazer valer o arranjo de governança corporativa mais favorável, os atores precisam formular alianças estratégicas dentro e fora das empresas. É possível encontrar clivagens dentro do próprio grupo, assim como estabelecer alianças estratégicas entre segmentos de grupos distintos. Um exemplo disso pode ser observado entre grupos de proprietários e trabalhadores de segmentos econômicos distintos, como setores

voltados para exportação e setores orientados para o mercado doméstico. Um dos aspectos que nos interessa em particular, e que será explorado com mais atenção posteriormente, são os trabalhadores que detêm regimes de pensão próprios e aqueles que dependem apenas do regime geral público. Esses dois segmentos tendem a desenvolver preferências distintas em termos dos seus interesses no âmbito da governança corporativa, à medida que os fundos de pensão tornam-se também investidores institucionais relevantes e detentores de blocos de ações em grandes corporações. Esse segmento dos trabalhadores passa a operar com uma dupla face: seja como trabalhadores preocupados com a estabilidade da renda e do emprego, seja como investidores atentos com as aplicações de sua poupança previdenciária. Dependendo do perfil de investidor dos fundos de pensão – acionista minoritários ou grande acionista – esses atores tenderão a optar por mecanismo de controle interno ou externo.

A participação acionária dos trabalhadores por meio dos fundos de pensão tem se expandido exponencialmente nas últimas décadas, transformando-os em atores interessados na governança corporativa. Desse modo, os trabalhadores organizados em torno de poderosos fundos de pensão tornaram-se parte interessada à medida que sua remuneração previdenciária passou a depender da renda variável de sua participação como acionistas minoritários e nos blocos de controle de setores industriais estratégicos da economia. Essa base sindical passou a associar padrões de governança corporativa com segurança do emprego, à medida que tais práticas aumentam a transparência, promovem a responsabilização e reduzem o risco de confiança.

As pesquisas sobre esse novo ativismo têm revelado aspectos antes insuspeitos. Parte da literatura sobre governança corporativa associava a emergência dos atores institucionais à elevação dos custos de agência e enfraquecimento dos direitos de acionistas minoritários (Roe 2003). Em geral, vinculava a atuação dos fundos de pensão com a resistência às reformas no sistema financeiro orientadas para dispersão acionária. Os trabalhos comparados mais recentes vêm mostrando, primeiro, que os movimentos voltados para dispersão acionária tem resultado na expansão e aprofundamento da regulação; e que os

atores políticos e partidos de esquerda atuaram decisivamente na construção política desse processo (Cioffi e Höpner 2006).

No Brasil, como veremos, não tem sido diferente. Os fundos de pensão e o BNDES se destacam como os principais defensores da governança corporativa. Contudo, diferente do que parte da literatura sugere (Jardim 2009), a governança corporativa não significa *per se* a defesa da auto-regulação do mercado, nem uma orientação para um padrão de dispersão acionária, centrado na separação entre proprietários e administradores. Pelo menos não no caso de países periféricos como Brasil e Índia. É bastante pertinente a abordagem que trata os investidores institucionais como moralizadores do capitalismo financeiro, mas isso não implica uma espécie de rendição política à lógica do mercado auto-regulado, como parece sugerir uma literatura centrada em pesquisas feitas nos EUA e Inglaterra (Ho 2009). Isso porque, como veremos, o ativismo desses atores institucionais na semiperiferia do capitalismo não está limitado a posições acionárias minoritárias e sem coordenação estratégica com outros atores políticos, como o Estado. Ademais, o grau de concentração de ativos desses atores no mercado mobiliário e de crédito os colocam numa posição bastante distinta dos seus congêneres norte-americanos e europeus, que atuam fundamentalmente como acionistas minoritários, sem representação no conselho de administração das empresas.

Estado na governança corporativa

Como foi possível observar até aqui na maior parte dessa abordagem teórica, o Estado não aparece como um ator relevante na estrutura de governança corporativa. As pesquisas comparadas sobre os padrões globais de governança corporativa tem demonstrado não apenas um papel preponderante do padrão de concentração acionária centrado em blocos controle, como também a atuação relevante do Estado como investidor e coordenador de estratégias empresariais na maioria dos países, em especial na chamada periferia global (La Porta et al 1999).

As pistas apontadas pela literatura de governança corporativa são bastante elucidativas porque, ao estabelecerem padrões de coalizão como variável para compreender modelos de governança, oferecem uma excelente ferramenta para entender a trajetória de internacionalização das economias periféricas, levando em consideração as alterações de incentivos e recursos dos atores estratégicos. Isso será enfatizado posteriormente em relação ao papel dos fundos de pensão. Contudo, considerando a ênfase na semiperiferia global, é necessário trazer o Estado de volta para o centro de qualquer padrão de governança corporativa e propor alguns modelos de coalizão no qual ele é parte ativa no equilíbrio entre atores estratégicos.

Parte dessa literatura procura explicar a crescente significância dos fundos de pensão em relação aos limitados poderes fiscais do Estado, a mudança no equilíbrio de poder entre bancos e instituições financeiras não bancárias e a indústria de serviços financeiros. Os fundos de pensão emergem num contexto de descolamento da classe média de um projeto distributivo de desenvolvimento, baseado em subsídio cruzado ou transferência de receita para outros grupos de consumidores de serviços públicos. Esse segmento da sociedade passa a se enxergar como consumidor de bens públicos e espera uma qualidade equivalente àquela encontrada no mercado, subordinando a cidadania e os bens públicos a ela vinculada a uma lógica de consumo de status privado (Streeck 2012). Nesse sentido, a coerência funcional do Estado de bem-estar ou aquilo que se aproxime disso, está sob profundo ataque da fragmentação do eleitorado em grupos rivais de consumidores de bens públicos, todos buscando maximizar sua parcela de recursos existentes (Clark 2000). Nesse cenário, os fundos de pensão ou organizações que os representem tendem a se tornarem ativistas dos direitos dos acionistas minoritários.

Como será observado posteriormente, a variável de distinção desse cenário em relação ao contexto indiano e brasileiro, é que nessa semiperiferia os fundos de pensão não cumprem exclusivamente o papel de acionistas minoritários. Eles representam o esteio fundamental de financiamento da dívida pública, cujos títulos são majoritariamente adquiridos pelos fundos de pensão. De outro lado, numa parte significativa dos setores econômicos estratégicos, eles são não apenas acionistas, como estão no bloco de controle

ao lado dos bancos públicos sob coordenação do Estado. Veremos como isso se tornou uma questão crucial entre os investidores institucionais brasileiros e indianos.

Bancos públicos e fundos de pensão na governança corporativa

Um dos aspectos centrais das reformas orientadas para o mercado na Índia e no Brasil é que o desinvestimento realizado pelo Estado por meio da privatização do seu patrimônio não implicou necessariamente na sua perda de capacidade regulatória. A saída do Estado do controle de empresas estratégicas não implicou necessariamente na perda de voz e influência em decisões estratégicas em setores econômicos cruciais. De fato são inúmeros os trabalhos que salientam não apenas a manutenção da capacidade de coordenação de decisões corporativas por parte do Estado, como também a ampliação do poder regulatório (Naib 2009; Nayar 2009; Schneider 2009b; Lazzarini 2011). Esse veio de análise tem reforçado a perspectiva polanyiana em torno dos dilemas de ação coletiva do mercado desregulado e da necessidade do Estado para coordená-los.

A saída do Estado do controle direto de setores econômicos, sem perda de voz em áreas estratégicas, só pode ser entendido quando analisamos o papel dos bancos públicos e fundos de pensão no processo de privatização. Não farei aqui uma incursão detalhada nesse processo, basta dizer que os consórcios de privatização tiveram participação destacada dessas instituições financeiras que entraram com volume significativo do capital em aliança com atores privados. O BNDES atuou tanto como prestador quanto como *holding* através da BNDESPar, especialmente através da conversão de debêntures em ações, usadas como garantia de empréstimo. É preciso enfatizar o contexto político no qual tanto o banco quanto os fundos de pensão foram levados a atuarem no processo de privatização. O cerco ideológico do neoliberalismo, cujo eixo retórico fundamental era a crise fiscal do Estado, denotado no déficit da previdência. O modelo de previdência complementar como ator ativo no mercado de renda variável servia como antípoda do seu primo pobre, o regime geral de previdência. O modelo de capitalização competia simbolicamente com o modelo de repartição (Jardim 2009; Grün 2005).

O Estado como operador incremental de reformas orientadas para o mercado não abandonou sua posição estratégica na governança corporativa do capitalismo, mas redefiniu as margens de manobra das políticas macroeconômicas de modo a conciliar uma maior abertura econômica, e suas consequências em termos de perda de autonomia da política doméstica, com os anseios sociais e políticos de participação na renda nacional. É em torno desse dilema que a literatura tem procurado qualificar o novo desenvolvimentismo, identificado como retorno moderado do Estado.

De um lado, há uma abordagem mais otimista identificando no novo ativismo estatal uma estrutura política descentralizada no qual Estado e municípios tornaram-se fiscalmente capacitados para formulação e implementação de políticas sociais e econômicas. Ao invés de impor estratégias competitivas específicas às empresas, as iniciativas estatais estão voltadas para prover um ambiente propício em termos de políticas de inovação e através da criação de arenas de coordenação que ampliem a interação entre empresas e associações com os instrumentos de política do Estado. Por fim, o novo modelo corresponde a uma expansão universalista real dos serviços públicos sem comprometer as contas públicas, gerando um grande impacto em termos de redução da desigualdade (Arbix e Martin 2010).

Outras perspectivas são menos entusiastas com o desenvolvimentismo e defendem que o novo protagonismo estatal representa uma agenda adaptada ao consenso neoliberal anterior. O objetivo central desse programa é alcançar o pleno emprego em condições de estabilidade financeira e de preços. Mesmo as políticas sociais e anti-cíclicas do período não teriam infringido uma violação séria nos marcos da ortodoxia fiscal e monetária (Ban 2012). O que moderou essas restrições e criou margem de manobra para uma intervenção estratégica do Estado na semiperiferia foi a possibilidade de usar os bancos públicos. Como um instrumento insulado do executivo, cujas dotações não estão passíveis de escrutínio do legislativo, os bancos públicos brasileiros foram e continuam sendo a principal vantagem institucional comparativa de governo para políticas de desenvolvimento (Mettenheim 2010). Com as sucessivas capitalizações e programas de políticas industrial foi possível incrementar políticas tanto pelo lado da demanda, com

aumento do volume de crédito a pessoas físicas, quanto pelo lado da oferta, com direcionamento de crédito a setores intensivos em trabalho, infraestrutura e tecnologia.

Embora os bancos indianos cumpram papel indispensável nas políticas macroeconômicas do país, os instrumentos de coordenação do Estado indiano parecem não ter sido capazes de produzir um crescimento com inclusão de emprego e renda, como aquele verificado no Brasil no último decênio. A expectativa de que a manufatura formal liderasse a geração de emprego produtivo com efeitos multiplicadores sobre o restante da economia mostraram-se infundados. Durante todo o período de reformas orientadas para o mercado, o crescimento da renda salarial esteve sempre abaixo do crescimento da produtividade, combinado com a baixa elasticidade do emprego na indústria manufatureira, notoriamente os setores mais dinâmicos de serviços. (caso da Índia)

A Índia representa talvez o caso exemplar de dualismo econômico, com grande defasagem de produtividade entre os trabalhadores do segmento organizado e desorganizado da economia. A literatura tem destacado que esse dualismo se assenta em padrões distintos de acesso ao capital para investimento, com grandes empresas abarcando recursos de bancos com taxas de juros subsidiadas, baixo direcionamento do crédito para setores estratégicos e intensivos em trabalho, restando às pequenas empresas recursos de fontes informais com taxas de juros superiores (Ghosh 2011). O dualismo termina reforçando a reprodução da mão de obra sem qualificação industrial, complementado por uma política educacional estatal que privilegia qualificação orientada para os segmentos intensivos em capital e tecnologia, enquanto a educação básica é insatisfatória. Ao mesmo tempo, a literatura tem observado que legislação de proteção e incentivo à indústria de pequena escala termina reforçando a replicação de pequenas unidades que não têm incentivos para expandirem em termos de escala (Mazumdar e Sarkar 2008; D'Costa 2003).

Ao enfatizar a centralidade do ativismo estatal esse artigo contribui para desvendar um dos aspectos da sociologia política de uma literatura que vem procurando explorar o novo padrão de desenvolvimento consolidado nos últimos dez anos na semiperiferia global. Ao

voltar-se para a dimensão da governança corporativa e identificar seus atores estratégicos o presente artigo avalia como as coalizões corporativas, em grande medida agregadas por instrumentos financeiros estatais, delimitam a dimensão inclusiva do modelo de crescimento. Num contexto democrático no qual as políticas públicas vinculadas ao orçamento possuem um grau de liberdade bastante limitado, a posse de instrumentos financeiros como os bancos públicos e fundos de pensão consolidam uma arena de coordenação entre interesses públicos e privados de uma parte significativa da economia semiperiférica. O grande empresariado em quase todos os setores econômicos precisa negociar decisões corporativas com grandes credores e acionistas e, entre eles, estão os fundos de pensão representando a fatia abastada dos trabalhadores e os bancos públicos canalizando os interesses do executivo estatal.

Grupos de interesse e suas preferências no Brasil

Entre os grupos de interesse com poder de veto, os trabalhadores sindicalizados que possuem fundos de pensão com aplicações em renda variável se destacam. As preferências desses atores tendem a se concentrar no rendimento atuarial, o que implica que eles valorizam a consolidação de regras de governança corporativa mais claras, como tem sido observado no apoio dos fundos de pensão às regras do Novo Mercado. O sindicato dos bancários foi um dos principais sustentadores da reforma da lei de S/A em 2001 voltada para oferecer maior proteção ao acionista minoritário.

Os empresários que buscam a internacionalização desejam ampliar seu ganho em termos de escala e, para isso, precisam de capital para fazer aquisições acionárias. Contudo, esses capitalistas não podem ampliar sua participação no capital de outras empresas sem diminuir seu próprio capital e assim correrem o risco de sofrerem uma tomada agressiva de controle do capital (*takeover*). Desse modo, a presença de uma instituição de financiamento como BNDES, dotada de participação acionária com poder de veto sobre fusões e aquisições tem servido como anteparo no processo de internacionalização.

O BNDES e os fundos de pensão surgem nesse contexto como instituições com poder de agregar preferências e apontar tendências que orientarão uma estrutura decisória da governança corporativa. O ativismo dos fundos de pensão na reestruturação acionária corporativa brasileira os tornaram também instituições capazes de sustentar a tendência concentradora que se verificou nos últimos anos (Almeida 2009). A seguir farei um esforço para identificar os diferentes casos em que estas instituições atuaram e como os atores têm respondido a essa estrutura de oportunidades.

O Estado, através dos bancos públicos, e a base sindical de setores internacionalizados da economia vêm atuando de maneira bastante ativa para reestruturar segmentos inteiros da economia por meio de alianças estratégicas com o empresariado nacional. Esse processo teve início durante as reformas orientadas para o mercado, quando os atores privados participaram de consórcios de privatização imbricados com os atores estatais e fundos de pensão. Até aquele momento, os bancos públicos e fundos de pensão entravam com o capital, mas, como sócios minoritários, não tinham poder de voz nem arbitravam nas decisões corporativas, como ficou bastante claro em casos rumorosos como os da telefonia.

Durante o período das privatizações, o governo preferiu leiloar ações do bloco de controle ao invés de fazer ofertas públicas de ações, porque isso lhe garantia a melhor alternativa para a captura do controle de preço e, portanto, maior volume de recursos para reduzir a dívida pública.ⁱⁱⁱ Para garantir maior eficácia nessa estratégia, o governo fez aprovar a lei n. 9457/97 que revogou o artigo 254 da lei 6404/76 que garantia aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações ao mesmo preço pago ao bloco de controle, em caso de transferência de propriedade, instrumento também conhecido como *tag along*. Essa medida evidentemente enfraqueceu os acionistas minoritários e garantiu ao governo todo o prêmio de controle das vendas de privatização. Na outra ponta, a lei permitiu às empresas emitirem ações sem direito de voto (preferenciais) num montante de até dois terços do total do estoque de capital. Isso permitiu que o controle de uma empresa pudesse ser garantido com apenas 1/6 do seu capital total (Gorga 2006). Com a

consolidação de novas regras de governança corporativa no mercado de capitais e o crescimento exponencial dos ativos variáveis ao longo dos últimos dez anos, os fundos de pensão e de participações do BNDES tornaram-se atores centrais de qualquer reestruturação acionária no país. Apesar do crescimento vertiginoso dos mercados de capitais como fonte de financiamento, especialmente por meio da IPO (*Initial Public Offering*), os fundos para financiamento de longo prazo e empreendimento de alto risco ainda depende de agentes financeiros públicos.

Segundo análises do Centro de Estudos do Mercado de Capitais (Cemec), da dívida de R\$ 1,2 trilhão das empresas, apenas 24% (equivalente a R\$ 300 bilhões) são financiados pelo mercado de capitais.^{iv} São os bancos, particularmente os bancos públicos, que garantem o financiamento do investimento corporativo de longo prazo no Brasil. Considerando ainda que o BNDESPar e Previ são os principais atores financeiros no mercado de capitais, respondendo por uma carteira de ações de R\$ 100,6 bilhões e R\$ 90 bilhões, respectivamente, é possível dizer que também no âmbito do mercado de capitais a presença preponderante desses dois investidores institucionais confere uma modalidade coordenada de financiamento. Já é abundante a literatura que reconhece a economia brasileira como um modelo híbrido no qual Estado e atores privados atuam coordenadamente por meio de financiamento de bancos públicos (Stallings e Studart 2006). O papel do mercado de capitais ainda é limitado não apenas em termos do número pequeno de empresas listadas na bolsa de valores, como também em relações à modalidade de financiamento, centrada fundamentalmente no capital de giro, que não atende às necessidades de longo prazo. O volume de desembolsos do BNDES é ainda superior ao volume de recursos via mercado de ações. Paralelamente, os grandes fundos de investimento no mercado de capitais são precisamente braços estatais e fundos de pensão, em especial o BNDESPar e a Previ. O BNDESPar possui a maior carteira de ações do país com participação direta em 303 empresas. Segundo a literatura, independente da participação minoritária, a capacidade de monitoramento do banco seria elevada (Schapiro 2010).

O instrumento que possibilitaria o poder de monitoramento do BNDES se apóia no chamado *acordo de acionistas* que governa as relações entre investidores e empresas beneficiárias. Por meio de cláusulas contratuais o banco garante formalmente uma participação na administração da empresa e uma ascendência sobre decisões corporativas. O acordo de acionistas padrão compreende: 1) o consentimento prévio pelo BNDES para certas decisões, a exemplo de (a) alterações acionárias como aumento ou redução de capital; (b) realizações de fusões ou aquisições; (c) investimento em outras áreas além daqueles do núcleo do negócio; (d) concessão e aquisição de tecnologia; 2) participação no Conselho de Diretores; e 3) livre acesso à informações da empresa (Shapiro 2010).

Inspirado na teoria dos mundos pequenos de Kogut e Walker (2001) - que condiciona a globalização ao padrão de imbricamento das redes nacionais - Lazzarini (2011) fez um levantamento relevante sobre o papel dos bancos públicos e fundos de pensão como nós centrais da rede, demonstrando como a interpenetração dessas instituições na estrutura de propriedade acionária das corporações privadas garantiu uma vantagem institucional comparativa que só fez ampliar sua influência no mundo empresarial brasileiro no contexto pós reformas neoliberais. A estratégia brasileira foi assentada na venda do controle das empresas em bloco. Esse modelo de venda em bloco valeu para 86% do total das privatizações, sendo que 53% dos compradores participavam associados em consórcios mistos, compostos de grupos privados domésticos, empresas internacionais e atores ligados ao governo, basicamente bancos públicos e fundos de pensão (De Paula; Ferraz e Iooty 2002).

Parte da literatura sobre governança corporativa na América Latina atribui o modelo de concentração acionária ao padrão hierárquico de controle acionário. Esse padrão estaria determinado pela ausência de separação entre administração e controle, no papel preponderante da propriedade familiar e na existência de conglomerados multisetoriais (Schneider 2008). Os mecanismos de complementaridade institucional numa economia de mercado hierárquica não possuiriam os chamados retornos crescentes que pudessem resultar no deslocamento tecnológico do regime de produção. Ou seja, grupos empresariais multisetoriais se estruturariam dessa forma para superar o elevado grau de

volatilidade macroeconômica do mercado e para se defenderem da concorrência, sem que os mais diversos setores possuam complementaridade tecnológica ou façam parte de uma mesma cadeia produtiva. Com as corporações multinacionais dominando a manufatura de alta tecnologia, grupos empresariais domésticos concentram-se em setores de commodities de baixa tecnologia. As corporações multinacionais, por seu turno, optam por investir em mercados com produtos e tecnologias estabelecidas e demanda de mercado previsível. As relações de trabalho seriam atomizadas, de curto prazo e marcadas pela baixa solidariedade sindical. Finalmente, o Estado é visto como a principal instituição que historicamente reforçou as características nucleares da economia de mercado hierárquica quando regulou o mercado para o capital, o trabalho e tecnologia (Schneider 2009a).

A análise feita por Schneider lança mão de um tipo de generalização bastante semelhante àquela feita por Lazzarini (2011). Eles vêem os atores estratégicos na governança corporativa como violadores arbitrários de uma ordem de mercado. A própria ideia de hierarquia proposta por Schneider na estrutura decisória corporativa é uma visão que combina muito as teorias patrimonialistas mobilizadas por Lazzarini para entender a preponderância dos *commanding heights* estatais como núcleos centrais das redes propriedade acionária.^v Apesar desse viés, os autores conseguem reunir dados que demonstram que o Estado como um investidor institucional através dos bancos públicos e das estatais produziu um novo imbricamento acionário e garantiu fôlego para que os grandes conglomerados empresariais pudessem resistir às investidas da concorrência externa, ao mesmo tempo em que garantia financiamento para expansão global.

Governança corporativa na Índia

Segundo dados do panorama econômico do FMI, entre as dez maiores economias do mundo a Índia figurava na quarta posição, com taxa de crescimento do PIB de 6,5% e crescimento *percapita* do PIB de 4,7% entre 1990-2010. 52% do PIB da Índia foi gerado no setor de serviços, enquanto a agricultura e indústria responderam por 22% e 26%,

respectivamente. Em termos de emprego, a agricultura ocupava 2/3 da força de trabalho total, sendo que mais de 90% da força de trabalho está empregada no setor desorganizado da economia (FMI 2011).

Sempre que esses dados surgem lado a lado causam uma certa perplexidade, em especial quando se pretende entender os mecanismos de crédito e financiamento que regulam a estrutura produtiva do país. Uma importante vertente da literatura sobre padrões de intermediação financeira tem chamado atenção para o fato de que as preferências de financiamento variam de acordo com o tamanho da empresa. O grau de formalização para o acesso ao crédito pelas vias do mercado de capitais e dos bancos num cenário de enorme desorganização formal (jurídica) das relações contratuais inibem o seu acesso em larga escala. Para as pequenas e médias empresas a importância do financiamento alternativo, baseado em mecanismos não-legais, como reputação, confiança e relações de reciprocidade, tem sido crucial para garantir o crescimento. Mesmo entre as grandes empresas, o canal crucial de financiamento são as fontes internas, seguida do financiamento alternativo.

Isso não implica afirmar que o financiamento bancário ou pela via do mercado de capitais também não produza resultados em termos de capacidade de investimento e crescimento. Contudo, há um conjunto de clivagens que dependem do tamanho da empresa e da participação ou não no mercado de capitais. Assim como no Brasil, na Índia o mercado de capitais não cumpre o papel de principal fonte de alavancagem de crédito para investimento das grandes empresas. Pelo contrário, corporações em setores estratégicos se recusam a abrir capital ou negociar ações com direito de controle. Normalmente o Estado mantém poder de veto sobre as empresas desses setores. A diferença entre Brasil e Índia é que os bancos públicos e investidores institucionais no Brasil cumprem um papel mais acentuado, enquanto na Índia as fontes próprias e alternativas de financiamento é que jogam o papel central (Allen et al. 2012).

Empresas indianas não financeiras e seus canais de financiamento (%)				
	Todas as empresas	Grandes	Empresas	Pequenas e médias

	Todas as empresas	Grandes empresas	Pequenas e médias empresas	(GE)		empresas (PME)	
				listadas na bolsa	Não Listadas na Bolsa	listadas na bolsa	Não Listadas na Bolsa
Fontes Internas	45,29	46,6	15,11	58,32	34,51	39,49	11,16
Mercado	6,47	5,47	9,98	8,09	2,76	24,87	7,57
Bancos	18,18	18,86	25,02	12,18	25,75	19,42	25,92
Finanças alternativas	30,6	29,08	49,89	21,42	36,98	16,21	55,34
Número de casos	12.344	4.760	9.014	1.001	3.759	400	8614

Esta tabela oferece evidência sobre a origem de fundos para empresas não-financeiras (2001-2005) de acordo com a base de dados Prowess da CMIE. 1) Fontes internas é receita líquida depois de dividendo + depreciação + provisões ou efundo; 2) financiamento via mercado inclui ações + dívidas levantadas no mercado de capitais; 3) financiamento bancário inclui dívidas ou empréstimos vindos originados de bancos; 4) finanças alternativas inclui todas as fontes privadas oriundas fora do mercado, seja ele bancário ou de ações. (adaptado de Allen et al 2012)

A literatura consolidada sobre governança corporativa na Índia identifica dois grandes modelos. O primeiro, e aquele que se prolongou por todo o período de pós independência, ficou conhecido como *bussiness house*. Esse modelo emergiu a partir do papel do agente de administração que nada mais era do que um *promoter* de novas *ventures* que entrava com um montante mínimo de capital acionário, levantando o restante através de ofertas públicas ou a partir de instituições financeiras públicas. A partir desse mecanismo um único promoter poderia viabilizar um grande número de *ventures* não relacionadas e, através desse processo, deter o controle de uma rede de empresas. Essa dinâmica permitiu o surgimento dos conglomerados empresariais ou o que se denomina de *bussiness house*, uma rede de empresas promovida por membros de uma família empresarial particular. O controle e o centro de tomada de decisão do conglomerado se concentra no vértice, coordenando decisões cruciais, tais como direção do investimento, alocação dos lucros e as relação entre as diversas empresas do grupo. O controle não requer a maioria ou mesmo a minoria substancial de ações. Ele pode ser exercido pela participação cruzada em conselhos administrativos e investimentos intercorporativos.

Ao mesmo tempo, a emergência desses conglomerados empresariais transformou as instituições financeiras públicas em atores cruciais, à medida em que elas detinham a maior participação acionária nas principais empresas indianas. O uso dos bancos de desenvolvimento pelo governo para promover a industrialização garantiu participação extensiva na propriedade e instrumento de voz e veto dentro das empresas. O instrumento

para isso tem sido a nomeação de quadros próprios para o conselho de diretores das empresas. Há uma longa controvérsia sobre a atuação desses representantes nos conselhos que tem levado a literatura a qualificar como baixa a capacidade de coordenação sobre decisões corporativas (Reed 2002).

Nesse contexto, a privatização na Índia, ou desinvestimento (expressão mais comum no país), consistiu numa redução da participação acionária do Estado nas empresas, sem que este perdesse poder de veto e voz na maioria dos setores econômicos. Ao observar a composição das maiores empresas indianas é possível constatar que o Estado indiano ainda é de longe um ator dominante na economia, particularmente em infraestrutura, finanças e petróleo. A estrutura de propriedade dessas empresas é análoga ao padrão dos grupos empresariais brasileiros, caracterizado pelo difundido esquema de pirâmide, propriedade cruzada e o uso de empresas privadas e trustes não públicos como proprietários no grupo de empresas. Além da presença das famílias como grandes acionistas individuais, os investidores institucionais – aqui compreendidos como fundos mútuos patrocinados pelo governo e empresas de seguros, bancos e instituições financeiras de desenvolvimento, que são também credores de longo prazo e investidores institucionais estrangeiros – detinham mais do que 22% das ações da média das grandes empresas da Índia (Chakrabarti; Megginson; e Yadav 2008).

Até 1990, os maiores blocos de acionistas de todas as principais empresas indianas consistiam de instituições financeiras, posição que se consolidou por meio do compromisso de convertibilidade nos acordos de empréstimos (empréstimos em ações através da subscrição direta das emissões públicas da companhia emprestadora). Essas instituições eram formadas fundamentalmente por bancos de desenvolvimento com distintas vocações, a exemplo Industrial Development Bank of India (IDBI), Industrial Finance Corporation of India (IFCI), Industrial Credit and Investment Corporation of India (ICICI), Industrial Reconstruction Bank of India (IRBI). Processo semelhante pode ser observado nos acordos de convertibilidade do BNDES. Até 1991, as instituições financeiras não estiveram empenhadas em monitorarem as empresas onde detinham participação acionária. Até aquele período o objetivo da política financeira na Índia foi

maximizar empréstimos para o desenvolvimento industrial sem considerar a recuperação dos ativos. Contudo, em decorrência das reformas operacionais a que foram submetidas a partir de 1991, as instituições financeiras têm sido forçadas a se responsabilizarem por seus empréstimos e escolhas de investimento. A medida que os credores têm se tornado avalistas de risco de seu investimento, há indicações de que os bancos começaram a atuar de forma mais ativa na governança corporativa das empresas nas quais participam da estrutura acionária (Sarkar e Sarkar 2008).

As pesquisas têm revelado que nos anos iniciais de mudança institucional a dívida não teve qualquer efeito disciplinador. Esse efeito passou a ser sentido nos últimos anos quando as instituições financeiras tornaram-se mais orientadas para o mercado. Estudos no nível da empresa corroboram a importância da dívida na estrutura do capital: aproximadamente 4/5 do total dos fundos externos a empréstimos e compromissos correntes e provisões, a principal parte vinda de bancos e instituições financeiras de desenvolvimento (Sarkar e Sarkar 2008). Quando se trata dos segmentos estratégicos da economia prevalece um sistema de financiamento coordenado interno, sustentado pelos bancos. Exemplo do papel de monitoramento dos bancos públicos pode ser observado no IDBI que, até 2000, tinha 470 conselheiros espalhados por cerca de 1026 empresas, dos quais a maioria foram funcionários da instituição; a Life Insurance Corporation (LIC – maior fundo de seguro de vida da Índia) detinha 124 diretores nomeados com assento em conselhos de 171 empresas, metade deles ex-empregados aposentados da empresa; o ICICI possui 231 indicados supervisionando 436 empresas (Banaji 2001). Segundo a literatura, o sistema corporativo na Índia tem sido um híbrido de *outsider* com perfil de propriedade acionária dispersa, ao lado de um sistema corporativo baseado em bancos, com presença acentuada de grande concentração de poder acionário em propriedade de bancos, famílias e outros atores (Som 2006).

Entender o comportamento dos investidores institucionais na coordenação dos investimentos na Índia permite compreender a capacidade de coordenação do Estado sobre os investimentos corporativos. Os dados de Ali Khan (2006) mostram que os principais acionistas das empresas indianas são: 1) diretores e seus parentes; 2) grupos

corporativos; 3) investidores estrangeiros; 4) instituições de empréstimo à prazo, compostos de três instituições financeiras de desenvolvimento estatais e corporações financiadas pelo Estado; 5) investidores institucionais, fundos mútuos estatais (Unit Trust of India) e três empresas de seguro estatais; e o 6) público. Dos seis grupos, os cinco primeiros podem ser considerados como grandes acionistas ou bloco de acionistas. A alta proporção de propriedade acionária concentrada pelos diretores e parentes corresponde à predominância de empresas de propriedade familiar, uma característica típica das corporações na Índia e no Brasil. Entre outros blocos de acionistas estão os investidores institucionais nos grupos de empresas, monopolizado pela Unit Trust of India. Instituições financeiras, em média, detêm menos blocos de ações em comparação com os investidores institucionais. Os diferentes tipos de instituições financeiras separadamente detêm blocos de ações muito menores em comparação com outros países. Entretanto, dado que aproximadamente 90% dessas instituições financeiras são controladas pelo governo eles conjuntamente formam um bloco homogêneo muito maior do que outros países. A participação de investidores institucionais - fundos de investimento mútuos e empresas de seguros, que são aproximadamente todos eles de propriedade do governo – é também significativa.

As três grandes instituições financeiras de desenvolvimento IFCI, IDBI e ICICI estariam bem posicionadas para jogar um papel semelhante aos *hausbanks* alemães, seja como principais emprestadores ou como grandes acionistas (Goswami 2001). Contudo, há uma séria controvérsia na literatura sugerindo que o contexto de economia excessivamente fechada, oferta abundante de crédito e falta de seletividade em relação aos projetos a serem subsidiados teria resultado no chamado capitalismo de compadre (*crony capitalism*). De outro lado, pesquisas comparadas têm demonstrado que as empresas com diretores nomeados por bancos e instituições financeiras alcançaram desempenho de mercado superior do que aquelas que não dispunham desses membros (Nachane; Ghosh; e Ray 2005). Mesmo dez anos após o início da abertura econômica, uma proporção substancial das ações das empresas do setor privado indiano pertenciam às instituições financeiras de desenvolvimento, companhias de seguro nacionalizadas e fundos mútuos de propriedade do governo, a exemplo da Unit Trust of India. Apesar disso, os críticos

observam que esse tipo de propriedade estatal indireta não resultou num bom monitoramento da governança por parte das instituições financeiras estatais que detinham a participação acionária (Ali Khan 2006).

A capacidade do Estado indiano de se manter nos *commanding heights* da economia mesmo após o período de reformas orientadas para o mercado exige uma leitura crítica sobre esse novo papel. Se, de um lado, a nacionalização bancária de 1969 ampliou as redes de agências pelo interior do país, permitindo a bancarização da sociedade, a elevação da poupança doméstica e, em última análise, o acesso capilarizado ao crédito, de outro lado, o grau de informalidade persistente do mercado de trabalho, que beira 90%, situa a Índia num patamar de informalidade da intermediação financeira cujo padrão não é coordenado pelos bancos. Aqui, segundo Allen et al (2012), prevalece uma lógica de rede, operada por fora das instituições formais. Esta forma de finança é sustentada por mecanismos alternativos tais como reputação e relações de confiança. Os autores investem numa abordagem que visa demarcar uma separação entre dois padrões de intermediação financeira: de um lado, financiamento via bancos e mercado de capitais e, de outro, o financiamento alternativo. Os autores investem numa hipótese de que o acesso ao crédito bancário não estaria associada a uma taxa de crescimento elevada. O que talvez seja mais produtivo em termos de análise é compreender como as reformas operacionais dos bancos públicos no contexto de liberalização dos anos 1990 contribuíram para aviltar ainda mais as possibilidades de inclusão bancária como vinha sendo feita até o início das reformas. Ou seja, de que forma é possível pensar os padrões de intermediação financeira como um elemento da governança corporativa que determina setores da economia se integram de forma bem sucedida na dinâmica da globalização, enquanto os demais setores da economia não se articulam com os segmentos dinâmicos internacionalizados e funcionam como reserva de mão de obra com baixa produtividade. Embora a teoria do enclave seja normalmente associada às teorias do imperialismo, o padrão de inserção da Índia na economia globalizada obedece um padrão de dualismo econômico que é bastante similar aos modelos criticados pelas teorias da dependência.

Conclusão: Para entender o padrão de governança corporativa na Índia e Brasil

No auge das reformas orientadas para o mercado o Brasil e a Índia atravessaram, cada um à sua maneira, um processo de que ficou conhecido na literatura como revolução do acionista. Os principais atores dessa revolução foram os fundos mútuos de investimento, os bancos de investimento e as agências de classificação de risco, todos eles voltados para disciplinar as empresas na direção de uma maior liquidez e opções de saída dos investidores privados. Como foi possível observar, a trajetória norte-americana representa um pólo ideal-tipo do modelo de economia de mercado liberal que não encontra muitos paralelos ao redor mundo.

A revolução do acionista em países como o Brasil e Índia foi estimulada por uma agenda de reformas macroeconômicas empunhada por uma rede de profissionais que transitava de forma circular entre esferas decisórias estatais insuladas e instituições financeiras privadas. Paralelamente, a agenda de desregulamentação financeira e comercial foi toda ela conduzida por meio do fortalecimento do poder regulatório do próprio Estado. Prevaleceu a lógica polanyiana de criação política e institucional dos mercados. O que esse artigo procurou empreender foi uma análise que mostrasse como os *commanding heights* do Estado atuaram na emergência de uma nova governança corporativa decorrente da abertura econômica dos anos 1990.

Foi possível observar que o Estado não apenas conservou como sofisticou sua capacidade regulatória sobre a estrutura corporativa. A atuação de investidores institucionais e a estrutura de propriedade demonstram que a globalização se consolidou por meio de reforço das alianças societárias e estruturas de redes de proprietários locais, o que exige uma análise que leve em consideração o funcionamento os elos dessas redes de proprietários (Kogut e Walker 2001). Nesse contexto, o que caracteriza países como Brasil e Índia são os grupos de negócios diversificados como forma predominante de organização entre as maiores empresas domésticas. A questão chave são as estruturas de propriedade piramidais, onde grupos de proprietários usam pequenos montantes de ações para controlar ativos corporativos maiores através de complicados mecanismos, tais

como múltiplas firmas intermediárias, propriedade acionária cruzada e ações sem direito a voto. O que essa literatura deixa de enfatizar e que se constituiu no propósito desse artigo é identificar o Estado no intertício da estrutura de propriedade através dos seus *commanding heights*, e como eles cumprem um papel decisivo na mediação da governança corporativa.

O grupo diversificado é um conjunto legalmente distinto de empresas que operam em três ou mais atividades empresariais não relacionadas e estão sujeitas a um controle centralizado por meio de propriedade acionária significativa ou outras conexões financeiras. A proeminência e resistência de grupos diversificados aponta para uma variedade de capitalismo específica de semiperiferia do capitalismo (Schneider 2009b). Há pelo menos dois incentivos econômicos para a diversificação: economia de escala e redução de risco.

A economia de escala oferece aos grupos empresariais oportunidade de transferir modelos organizacionais existentes, estratégia de mercado e pessoal experiente para novas atividades, reduzindo a curva de aprendizado e de custos. A segunda razão é a administração de risco, onde grupos empresariais buscam subsidiários que estão sujeitos a distintos ciclos de mercado. Em contraste com economias de escala, a redução de riscos leva grupos a diversificarem em setores que são tão desconexos quanto possível. Redução de risco é um componente estratégico em grupos com atividades núcleo sujeitas a grandes flutuações de demanda e preço, como matérias primas, commodities industriais, construção e bens de capital.

Além da lógica interna de diversificação, pautada em causas propriamente econômicas destacadas anteriormente, há também as restrições externas determinadas por políticas de governo que limitam as fronteiras externas para expansão do grupo, a exemplo da interação com empresas multinacionais, estatais e os bancos. Em muitos países a política governamental regula diretamente, quando não exclui, a presença de corporações multinacionais em setores considerados estratégicos. Os bancos também cumpriram um papel central na formação e evolução dos grupos empresariais. A participação do

BNDESPar e BradesPar nos principais conglomerados empresariais brasileiros deram a esses grupos avalancagem não apenas para consolidar posição no mercado doméstico como também alçar novos mercados através do processo de aquisições fora do país.

Ao lado dos bancos, multinacionais e empresas estatais, um dos atores mais relevantes para a chamada revolução dos acionistas foram os investidores institucionais pelos fundos de pensão e de investimento. Até os anos 1970, uma porção de indivíduos ricos controlavam as corporações. Atualmente, os fundos são proprietários de mais do que metade de todas ações nos EUA (Bogle 2005). O ativismo dos investidores institucionais possui uma característica distinta entre os países. Entre os países com uma característica de economia de mercado liberal como os EUA e Inglaterra, os investidores institucionais são vistos como parte da revolução do acionista e da emergência do capitalismo fiduciário (Davis, Lukomnik e Pitt-Watson 2006). No entanto, o modelo de dispersão acionária que caracteriza a trajetória anglo-saxã não é observada entre os demais países em desenvolvimento como Brasil e Índia. Ao contrário, o que se verifica é a presença ainda predominante de acionistas individuais e do Estado – seja diretamente, seja por meio de seus *commanding heights* (bancos e empresas estatais) -, e ainda dos fundos de pensão que concentram boa parte dos ativos do setor. Dependendo ainda da coalizão política no poder o Estado pode realizar alianças estratégicas com os fundos de pensão e se transformar no acionista estratégico por excelência.

Bibliografia

- ALLEN, Franklin et al (2012) Financing firms in India, *Journal Finan. Intermediation* 21; 409–445
- ALI KHAN, Mohammed (2006) Corporate governance and the role of institutional Investors in India, *Journal of Asia-Pacific Business*, vol 7(2)
- ALMEIDA, Mansueto (2009) Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Sec. XXI, Brasília: Texto para Discussão n. 1452, IPEA
- AGUILERA, Ruth e JACKSON, Gregory. (2003) The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *Academy of Management Review*, 28(3): 447-465

- ARBIX, Glauco e Scott MARTIN (2010) Beyond Developmentalism and Market Fundamentalism in Brazil: Inclusionary State Activism without Statism, *Workshop on States, Development, and Global Governance*, Global Legal Studies Center and the WAGE, University of Wisconsin-Madison, March 12-13, acessível em http://www.law.wisc.edu/gls/documents/paper_arbix.pdf
- BAN, Cornel (2012), Brazil's Liberal Neo-Developmentalism: New Paradigm or Edited Orthodoxy? *Review of International Political Economy*, pp 1-34
<http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2012.660183>
- BANAJI, Jairus (2001) Corporate Governane and the Indian Private Sector, *Queen Elizabeth House Working Paper Series*, Oxford University, May
- BERLE, Adolf e MEANS Gardiner (1991) *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers
- BOGLE, John (2005) *The Battle for the Soul of Capitalism*, New Heaven: Yale University Press
- CALLON, Michel (2007) What does it mean to say that economics is performative? *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, D. MacKenzie; F. Muniesa, L. Siu (eds), Princeton University Press
- CHAKRABARTI, Rajesh; MEGGINSON, William; e YADAV, Pradeep K. (2008) Corporate Governance in India, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 20, Issue 1, pp. 59-72
- CIOFFI, John e HÖPNER, Martin (2006) The Political Paradox of Finance Capitalism: Interests, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform, *Politics & Society*, 34; 463-502
- CLARK, Gordon (2000) *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press
- DAVIS, Stephen; LUKOMNIK, Jon; e PITT-WATSON, David (2006) *The New Capitalists How Citizen Investors Are Reshaping the Corporate Agenda*, Boston: Harvard University Press
- D' COSTA, Anthony (2003) Uneven and Combined Development: Understanding India's Software Exports, *World Development* Vol. 31, No. 1, pp. 211–226
- DE PAULA, Germano; FERRAZ, João Carlos; e IOOTTY, Mariana (2002) Economic Liberalization and changes in corporate control in Latin America, *The Developing Economies*, v. 40, n. 4
- IMF (2011) World Economic Outlook Database, April (acessado em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx>)
- GHOSH, Jayati (2011) The Challenge of Ensuring full employment in the twenty-first century, *The Indian Journal of Labour Economics*, vol 54. N. 1
- GOUREVITCH, Peter e SCHINN, James (2005) *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*, Princeton University Press
- GORGA, Erica (2006) Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil, University of Pennsylvania *Journal of International Economic Law*, Vol. 27, No. 3, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=999942>

- GOSWAMI, Omkar (2001), “India - The Tide Rises, Slowly”, *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa*, OECD Development Centre
- GRÜN, Roberto (2005). O “nó” dos fundos de pensão. *Novos estudos CEBRAP*, n.73, pp. 19-31
- HAAS, Peter (1992) Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination. *International Organization*, 46 (1), pp. 1-35
- HO, Karen (2009) *Liquidated – an ethnography of Wall Street*, Durham/London: Duke University Press
- JARDIM, Maria Chaves (2009) Entre a Solidariedade e o risco: Sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula, (Tese de Doutorado) Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais UFSCar
- LAZZARINI, Sergio (2011) *Capitalismo de Laços: os Donos do Brasil e suas Conexões*, Rio de Janeiro: Campus
- KOGUT, Bruce e WALKER, Gordon (2001) The Small World of Germany and the Durability of National Networks, *American Sociological Review*, Vol. 66, No. 3, pp. 317-335
- KURTZ, Marcus; e BROOKS, Sarah (2008) Embedding Neoliberal Reform Latin America, *World Politics*, 60 (January), 231–80
- LA PORTA, Rafael et al (1999). Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517
- MAZUMDAR, Dipak e SARKAR, Sandip (2008) *Globalization, Labor Markets and Inequality in India*, Routledge
- METTENHEIM, Kurt von (2010) Para uma Análise Transdisciplinar dos Bancos Públicos Federais na Democracia Brasileira, *Bancos Públicos e Desenvolvimento*, Frederico Jayme Jr e Marco Crocco (Orgs), Rio de Janeiro: IPEA
- NACHANE, D M; GHOSH, Saibal; e RAY, Partha (2005) Bank nominee directors and corporate performance: micro evidence for India, *Economic and Political Weekly*, March 19
- NAIB, Sudhir (2004) *Disinvestment in India – policies, procedures, practices*, Sage Publications
- NAYAR, Baldev (2009) *The Myth of the Shrinking State - Globalization and the State in India*, New Delhi: Oxford University Press
- RAJAN, Raghuram e ZINGALES, Luigi (2003) The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics*, 69: 5–50
- REED, Ananya Mukherjee (2002) Corporate Governance Reforms in India, *Journal of Business Ethics*, 37: 249–268
- ROE, Mark (2003) *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press

- RUGGIE, John (1982) International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order, *International Organization*, Volume 36, Issue 2, pp 379-415
- SANTANA, Carlos Henrique (2012) Trajetórias de Reformas e Mudanças Institucionais na Semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e Índia (Tese de Doutorado), Programa de Pós-Graduação em Ciência Política, Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP-UERJ)
- SARKAR, Jayati e SARKAR, Subrata (2008) Debt and corporate governance in emerging economies: Evidence from India, *Economics of Transition*, Vol 16(2), 293–334
- SCHAPIRO, Mario (2010) Development Bank, Law and Innovation Financing in a New Brazilian Economy, *The Law and Development Review*, Manuscript 1045
- SCHNEIDER, Ben Ross (2009a) Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America, *Journal of Latin American Studies* 41, 553–575
- _____ (2009b) A comparative political economy of diversified business groups, or how states organize big business, *Review of International Political Economy*, 16: 2, 178-201
- _____ (2008) Economic Liberalization and Corporate Governance : The Resilience of Business Groups in Latin America, *Comparative Politics*, vol. 40, no. 4, pp. 379–98
- STALLINGS, Barbara e STUDART, Rogerio (2006) *Finance for development: Latin America in comparative perspective*. Washington: Brookings Institution Press/CEPAL
- STREECK, Wolfgang (2012) Citizens as Customers – Considerations on the New Politics of Consumption, *New Left Review*, 76, July-August
- SOM, Lalita (2006) *Stock Market Capitalization and Corporate Governance in India*, Oxford University Press
- WALLERSTEIN, Immanuel (1976) Semi-Peripheral Countries and the Contemporary World Crisis, *Theory and Society*, Vol. 3, No. 4, pp. 461-483

Notas:

ⁱ O conceito de neoliberalismo imbricado (*embedded neoliberalism*) representa uma leitura polanyiana da agenda de reformas orientadas para o mercado. Contudo, diferente do estudo clássico de Ruggie (1982), que deu origem ao conceito e analisava os países do capitalismo ‘organizado’, o estudo de Kurtz e Brooks (2008) enfatiza os padrões dicotômicos de regulação estatal das reformas neoliberais na América Latina.

ⁱⁱ O conceito de semiperiferia é originário da teoria do sistema mundo e da dependência, e foi particularmente desenvolvida por Immanuel Wallerstein (1976). A semiperiferia cumpre o papel de estabilizar o sistema mundo, mediando as relações entre regiões centrais e periféricas. Ao mesmo tempo, o conceito é dinâmico porque supõe a possibilidade de deslocamento dos países no quadro hierárquico dos regimes de produção. Dessa forma, a semiperiferia possui características tecnológicas e sociais tanto de países centrais quanto dos países periféricos. O mais conhecido bloco de países semiperiféricos é formado pelos BRICS.

iii apenas 5% das vendas totais do programa nacional de desestatização entre 1991 e 1998 ocorreu através de ofertas públicas de ações, enquanto 91% foi feita por leilões e 4% oferecidas são empregados das empresas privatizadas

iv Carolina Madil, Anbima quer forçar venda pulverizada de debêntures, Valor Econômico, 04/04/2011

v Os *commanding heights* são setores estratégicos da economia a exemplo de bancos, fundos de pensão e cadeias de infraestrutura. O conceito foi originalmente cunhado por Lenin e, atualmente, voltou a circular na literatura de economia política para caracterizar a tendência de concentração de segmentos dominantes na economia, a exemplo do setor financeiro.