

FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS:

OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA

Dia 15: 16h15-18h15

Grupo de Trabalho 3

Padrão de financiamento e fundos públicos

Local: Anfiteatro Luiz Gastão de Castro Lima

Debatedor: Marcos Barcellos

Dívida, território e a nova forma de financiamento do desenvolvimento urbano por meio do mercado financeiro: O caso da PBH Ativos S/A em Belo Horizonte, Brasil.

Thiago Canettieri

Atuação dos fundos de pensão na financeirização da infraestrutura urbana da cidade do Rio de Janeiro

Eduardo Lopes Pederneira

Padrão de Financiamento das Empresas do Setor de Edificação (2010/2017)

Carlos Alberto Penha Filho

O FGTS em disputa: Pressões sobre o uso de fundos públicos em um contexto de crise institucional

Adauto Lucio Cardoso

Alexandre Yassu

Alice Pina

Luciana Alencar Ximenes

Samuel Thomas Jaenisch



**FINANCEIRIZAÇÃO
E ESTUDOS URBANOS:**

**OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA**

Dívida, território e a nova forma de financiamento do desenvolvimento urbano por meio do mercado financeiro: O caso da PBH Ativos S/A em Belo Horizonte, Brasil.

Debt, territory and the new form of financing of urban development through financial markets: the case of PBH Ativos S/A in Belo Horizonte, Brazil.

Thiago Canettieri, UFMG, Thiago.canettieri@gmail.com

Resumo

O objetivo deste trabalho é discutir o caso da empresa PBH Ativos S / A, criada e desenvolvida pela administração de Marcio Lacerda em Belo Horizonte, sob o paradigma do empreendedorismo urbano. Através do comando do prefeito Lacerda (2008-2016), a cidade claramente começou a viver a intensificação da lógica neoliberal tanto na produção espacial quanto na gestão dos mercados financeiros subjacentes às políticas públicas. A produção capitalista do espaço está ligada à racionalidade prática do neoliberalismo que organiza e determina ações do governo em várias escalas. Esta dinâmica está relacionada ao processo contemporâneo de hegemonia do mercado financeiro, que implementa ações voltadas para atender às demandas e imperativos da reprodução do capital. Assim, o processo de financiamento do desenvolvimento urbano torna-se dependente do capital financeiro.

Palavras Chave:

securitização; dívida ativa; empresariamento urbano; produção capitalista do espaço

Abstract

The aim of this paper is to discuss the case of the PBH Ativos S/A company, created and developed by Marcio Lacerda's administration in Belo Horizonte, Brazil, under the paradigm of urban entrepreneurialism. Through the command of Mayor Lacerda (2008-2016) the city clearly began to live the intensification of the neoliberal logic into both the production of space and the management of public policy underlying financial markets. The capitalist production of space is bonded to the practical rationality of neoliberalism that organizes and determines government actions on various scales. This dynamics is related to the contemporary process of financial market hegemony, which implements actions aimed at meeting the demands and imperatives of the reproduction of capital. Hence, the process of urban development funding become dependent on financial capital.

Keywords/Palabras Clave:

securitization; active debt; urban entrepreneurship; capitalist production of space

1. INTRODUÇÃO

Desde 2013 vem sendo divulgada a recessão econômica que acomete o Brasil. A queda do crescimento, decorrente de variados motivos – globais e locais – tem um impacto direto na queda da receita dos estados e municípios, resultando assim numa crise fiscal que salta aos olhos, em especial a partir de 2015, mantendo-se entre as manchetes dos jornais.

Esse processo vem absorvendo grande parte dos recursos dos orçamentos estaduais e municipais, afetando a vida de toda a sociedade que paga a conta, tanto por meio dos elevados tributos como por meio dos serviços públicos que deixa de receber. Apesar de pagar a conta, a sociedade não sabe que dívidas são essas; como foram contraídas; onde foram aplicados os recursos; quem se beneficiou dos recursos; qual a natureza dos passivos dos bancos estaduais privatizados que foram transformados em dívida do estado, etc. As condições de refinanciamento impostas pela união aos estados e municípios mostraram-se extremamente onerosas. A cada mês a dívida é atualizada e sobre o montante atualizado incidem os elevados juros, de forma cumulativa ao longo dos meses. Esse formato fez com que as dívidas se multiplicassem e se transformassem em uma bola de neve.

Desta maneira, estados e municípios tem se mobilizado para encontrar fontes alternativas de captação de recursos para a gestão pública. Duas saídas principais têm sido adotadas: as chamadas operações de securitização da dívida ativa (o que parece ser uma das principais tendências para os próximos anos em todo o Brasil) e a adoção de parcerias público-privadas para o provimento de políticas públicas .

Muito tem sido escrito sobre as políticas públicas via Parceria Público Privada, em especial voltadas para a produção do espaço urbano. O que, a meu ver, ainda é carente de análise, diz respeito as novas formas de financiamento urbano que utilizam o mercado de capitais para garantir receita aos municípios. Isto significa uma forma muito específica de se lidar com o patrimônio público que difere, sendo este fenômeno muito recente no contexto dos municípios brasileiros. Por meio da securitização da dívida ativa, os créditos inadimplidos são “vendidos” à investidores. Assim, dívidas de contribuintes são convertidas em títulos negociáveis no mercado de capitais. São caracterizados pelo compromisso de pagamento futuro, de principal e de juros. Esta é uma forma utilizada como uma forma de captar recursos no mercado financeiro por várias empresas, entretanto, o funcionamento de um município é bem diferente de uma empresa. Ou ao menos, deveria ser. Carlos Vainer (2000) ao falar da cidade empresa não podia antever que as lógicas de captação de recursos próprias do mercado financeiro chegariam com tanta força nos municípios brasileiros.

Até onde tenho notícia, o primeiro caso deste tipo de arranjo institucional para a securitização da dívida de um município acontece em Belo Horizonte, com a criação da PBH Ativos S/A, em 2010, pela gestão do então prefeito Márcio Lacerda (2009-2016). Como veremos, a PBH Ativos S/A atua por meio de dois campos de atuação. O primeiro deles é a instituição de parcerias público-privadas (PPPs). A PBH Ativos pode até atuar como mandatária do município e é responsável por todo o processo: desde a publicação dos termos da manifestação de interesse até a modelagem econômica das PPPs e seus parâmetros de remuneração do privado. O segundo campo trata exatamente da securitização da dívida do município para adiantar receita por meio de emissão de debentures.

Assim, o objetivo deste artigo é apresentar a nova forma de financiamento urbano que recorre aos mercados de capitais no momento de crise fiscal para captar recursos. Este modelo tem

sido amplamente divulgado e apoiado por instituições bancárias e consultorias orçamentárias para municípios. Minha análise aqui se restringe ao caso de Belo Horizonte, Minas Gerais. A análise é acompanhada de uma discussão sobre uma economia política da dívida e seu papel dentro do aparato de desenvolvimento do capital. Em seguida, busco algumas reflexões na literatura para pensar os mecanismos do urbanismo neoliberal no momento de crise fiscal que está determinando uma relação específica do poder pública com seus recursos disponíveis e formas de atuação. Isso, para enfim, analisar o modelo de securitização implantado pela PBH Ativos. Por fim, busco apresentar os possíveis impactos e as implicações para a cidade que este tipo de gestão pode ocasionar.

2. APRESENTANDO O CASO: PBH ATIVOS S/A

A produção capitalista do espaço está vinculada diretamente a uma racionalidade prática do neoliberalismo como uma “nova razão do mundo” (DARDOT; LAVAL, 2016). E, enquanto se apregoa o suposto “fim da história” ou a “era pós-ideológica” (ZIZEK, 1996), essa se torna a única razão advogada como válida reproduzindo a dominação da mercadoria como forma básica da socialização. Derivada desta lógica, acontece a implementação de uma ‘cartilha’ de best practices e juntamente com um discurso legitimador próprio, combina imagens e um arcabouço jurídico-político para lhe conferir sua efetividade em diferentes contextos e escalas. Essa ontologia neoliberal pode ser assim sumarizada: privatização dos ativos que estavam em posse do Estado, junto com o discurso da falência do Estado e a necessidade do financiamento das políticas públicas urbanas, sendo alardeada como única resposta possível à “crise”.

É neste contexto contemporâneo referente à produção capitalista do espaço urbano que se insere a gestão do município de Belo Horizonte. Sob a gestão do prefeito Márcio Lacerda (2008-2016) a cidade experimentou uma intensificação das lógicas neoliberais da produção do espaço. Através dos seus dois mandatos, o prefeito do Partido Socialista Brasileiro (PSB) organizou uma gestão empresarial da cidade, e que contando com sua experiência de empresário do ramo das telecomunicações implementou na cidade medidas de maior privatização do espaço, de concessão do poder público para a iniciativa privada e formas de empresariamento urbano que é representada de maneira especial pela criação da PBH Ativos S/A, uma empresa privada na forma de sociedade anônima de capital fechado, criada pela Prefeitura de Belo Horizonte por meio da Lei 10.003 (alterações dadas pela Lei nº 10.699) de 25 de novembro de 2010 e do Decreto 14.444 de 09 de junho 2011.

A empresa, conforme descrito em sua página de internet, tem por missão auxiliar a Prefeitura Municipal de Belo Horizonte na articulação e operacionalização de políticas públicas voltadas para o desenvolvimento econômico e social do Município, por meio da gestão de obras de infraestrutura, parcerias público-privadas, captação de recursos financeiros, administração patrimonial e gestão de ativos e de imóveis.

Desde sua criação em 2011, na gestão do prefeito Márcio Lacerda, a PBH Ativos S/A tem atuado como estrutura paralela à Prefeitura, sendo apresentada como facilitadora na “articulação e operacionalização de políticas públicas voltadas para o desenvolvimento econômico e social do Município”. Mas a consolidação dessa empresa não veio para construir desenvolvimento econômico e social para cidade. O que tem se observado, em concreto, na operacionalização da empresa, é a transferência de vultuosas quantias de patrimônio público dos cofres do Município para PBH Ativos.

O descrito no decreto 14.444 demonstra quais os limites que a empresa PBH Ativos vai atuar e o que se constata é a violenta entrada na prática pública do município. Ao titular, administrar e explorar economicamente os ativos da prefeitura, primeiro 'objeto social', a empresa irá gerar riqueza a partir de recursos públicos investindo ou deixando de investir orientada apenas com as necessidades impostas pela lógica do lucro, bem como quando se descreve seu "auxílio" seja para gerenciar ou realizar obras licitadas ou de infraestrutura e de serviços urbanos – a própria lei complementa "sempre que possível venha a ter ganho econômico" . Ainda, fica clara o movimento contemporâneo de articulação do capital financeiro com a prática da política municipal quando se delimita o auxílio à captação de recursos financeiros no mercado, girando assim o sistema de dívida, sendo que o público assume todos os riscos.

3. ECONOMIA POLÍTICA DA DÍVIDA

O final do século XX e o início do século XXI inauguram uma nova dinâmica na forma da reprodução da acumulação baseado na rede transnacional de fluxo de capital altamente voláteis. A dinâmica do capital portador de juros passa a ser o principal orientador da produção em termos gerais. Uma profunda transformação contemporânea marcada pela expansão da financeirização à vários aspectos da vida. Nas palavras de Chesnais (2005, p. 35), "O mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado no centro das relações econômicas e sociais". Esse processo representa, sobretudo o momento em que o capital fictício passa a comandar as forças produtivas reais. O tempo e a forma do capital portador de juros passam a se impor sobre os demais e servem como nova medida. De um lado, o tempo se projeta para a frente, com os juros comandando, de forma ditatorial, a expectativa de lucros futuros e as decisões do presente (PAULANI, 2009).

Na discussão sobre crédito e capital fictício, Marx (1984, p .303) observa que, a esse comércio de dinheiro, para além da execução dos movimentos puramente técnicos que o dinheiro realiza no processo de circulação, liga-se também um dos aspectos do sistema de crédito, qual seja, "[...] a administração do capital portador de juros ou do capital monetário, como função particular dos comerciantes de dinheiro. [...] [Os banqueiros] tornam-se os administradores gerais do capital monetário". O outro aspecto do sistema de crédito antes tratado por Marx (1984) refere-se ao crédito que os capitalistas se concedem entre si, em determinada cadeia produtiva, e cujos papéis constituem a base do dinheiro de crédito. Sobre isso, ele explica:

Emprestar e tomar emprestado, em vez de vender e comprar, é aqui a diferença que decorre da natureza específica da mercadoria capital. Do mesmo modo que o que se paga aqui é juro, em vez de preço da mercadoria. Se se quiser chamar o juro de preço do capital monetário, então essa é uma forma de expressão totalmente irracional de preço, completamente em contradição com o conceito do preço a mercadoria. O preço se reduz aqui a sua forma puramente abstrata e sem conteúdo, ou seja, ele é determinado soma de dinheiro paga por qualquer coisa que, de uma maneira ou de outra, figura como valor de uso; enquanto, segundo seu conceito, o preço é igual ao valor expresso em dinheiro desse valor de uso. (MARX, 1984, p. 265-266).

A função desse processo de financeirização é garantir uma forma de criação de liquidez.

Esse processo tem importantes implicações. Como afirma Marx (1984, p.293), essa expressão da forma mais exteriorizada [*äuberlichste*] e fetichista [*fetischartigste*] do capital

assume a forma “D – D’, dinheiro que gera mais dinheiro, valor que se valoriza a si mesmo, sem o processo que medeia os dois extremos”, talvez uma forma mais avançada da reprodução do capital, mas que, ainda possui uma interpretação voltada para o entendimento da produção do espaço muito incipiente.

Neste contexto, a dívida pública e as formas de financiamento já remonta ao século XVIII e XIX, demonstrando uma interação profunda entre a dívida pública e a estrutura do sistema de crédito capitalista, que interfere na forma em que acontece a reprodução e acumulação de capital (TRINDADE, 2017). A dívida pública é menos um componente conjetural e deve ser tomada como uma dimensão estrutural da organização capitalista. A dívida pública, portanto, representa um dos elementos da demanda global por capital de empréstimo.

O sistema da dívida pública funciona como forma de absorver capitais de empréstimo atuando como fator de controle sistêmico para os capitalistas rentistas. Marx (2013) já havia percebido que o financiamento público estava relacionado com as condições mais ou menos favoráveis da acumulação de capital e, portanto, das condições do desenvolvimento capitalista¹. Dadas as condições de reprodução ampliada de capital, é possível conceber a forma como acontece o endividamento estatal, entretanto, é sob a chave da continua produção de excedentes cada vez maiores – que leva as chamadas crises de *sobreacumulação* – que se entende o crescimento dos gastos públicos e expansão da dívida pública.

Desta forma, nos contextos de sobreacumulação, em que existe excesso de dinheiro especificamente e os capitalistas não encontram lugares rentáveis para a sua aplicação, a dívida pública aparece como uma grande oportunidade. A economia política da dívida pública, portanto, é uma *resposta* aos excedentes de capitais criados em outras esferas e circuitos de acumulação, dando assim uma oportunidade rentável para estes capitais². Portanto, a dívida pública tem a função de garantir liquidez a certos setores do capital. Neste sentido, David Harvey (2013, p .30) afirma:

A absorção do excedente é, portanto, o principal problema. As crises de desvalorização acontecem quando a capacidade para essa absorção entra em colapso. Em O Neoliberalismo: história e implicações apresento a história de como esses mecanismos têm operado na economia global a partir da década de 1970. A década de 1970 foi uma fase de excedente crônico de capital, grande parte dele transferido para os Estados produtores de petróleo após 1973 e depois reciclado como capital monetário por meio dos bancos de investimento.

Nesse momento, esclarece Harvey (2013), os capitalistas encontravam dificuldades em usos lucrativos de seus capitais porque as saídas existentes estavam saturadas e organizadas de

¹ A dívida pública torna-se uma das alavancas mais poderosas da acumulação primitiva. Como com um toque de varinha mágica, ela infunde força criadora no dinheiro improdutivo e o transforma, assim, em capital, sem que, para isso, tenha necessidade de se expor aos esforços e riscos inseparáveis da aplicação industrial e mesmo usurária. Na realidade, os credores do Estado não dão nada, pois a soma emprestada se converte em títulos da dívida, facilmente transferíveis, que, em suas mãos, continuam a funcionar como se fossem a mesma soma de dinheiro vivo. Porém, ainda sem levarmos em conta a classe de rentistas ociosos assim criada e a riqueza improvisada dos financistas que desempenham o papel de intermediários entre o governo e a nação, e abstraindo também a classe dos coletores de impostos, comerciantes e fabricantes privados, aos quais uma boa parcela de cada empréstimo estatal serve como um capital caído do céu, a dívida pública impulsionou as sociedades por ações, o comércio com papéis negociáveis de todo tipo, a agiotagem (MARX, 2013, p.1003).

² Em geral, vale dizer, nestes contextos de crise, a expansão da dívida pública vem acompanhada de outros mecanismos, como também a adoção de parcerias público-privadas e esquemas de privatizações.

forma a limitar o lucro, levando a uma crise crônica de estagnação. Foi aí que ocorreu a virada para a neoliberalização, que se fundamenta em derrubar toda barreira ao desdobramento lucrativo dos capitais excedentes.

De maneira geral, o ideário da neoliberalização promoveu de modo surpreendente a derrubada de barreiras para a absorção dos excedentes de capital, inventando novas formas de especulação, em especial aquelas ligadas à produção do espaço. Como explica Magalhães (2015, p. 113), a produção do espaço adquire “importância central no modelo de integração neoliberal à globalização econômico-financeira”.

Neste sentido, Peck e Tickell (2002) sustentam a existência de um processo de “neoliberalização do espaço” em que cidades e regiões se relacionam umas com as outras por meio de padrões de competição e, para vencer esse regime concorrencial de produção do espaço, devem atrair o máximo de capitais, abrindo concessões e criando vantagens para esses investimentos, tendo sua ascensão “associada à construção política de mercados, acoplada da extensão deliberada de lógicas competitivas e de gestão privatizada em esferas até então relativamente públicas” (PECK; TICKELL, 2002, p. 395). Isso significa que a garantia dos riscos fica a cargo do poder público, enquanto todas as vantagens são privatizadas.

Assim, a cidade, que passa a ser regida pela ordem neoliberal, tende a operar sobretudo orientada para o mercado – ou seja, as decisões de seus governantes acerca do que se fazer em determinados territórios, os tipos de políticas públicas e os investimentos passam a seguir a lógica que opera no âmbito privado, otimizando custos e benefícios em busca do lucro. Nesse processo, o solo urbano se torna uma mercadoria da cidade-empresa, agenciado pelo seu planejamento e por políticas públicas e, recentemente, com desdobramentos na direção de uma financeirização da produção do espaço urbano (MAGALHÃES, 2015).

4. URBANISMO NEOLIBERAL NOS MOMENTOS DE CRISE FISCAL

Na nova gestão neoliberal adotam-se como parâmetro da política urbana (de habitação, de trânsito, ambiental etc.) termos inspirados em conceitos e técnicas oriundos do planejamento empresarial, como é o caso do planejamento estratégico. Isso, segundo Vainer (2000), tornou-se um imperativo para os governos das cidades, pois hoje o urbano está submetido às mesmas condições e desafios que as empresas. De acordo com o autor, o nexos central do urbano é a competitividade, uma vez que este tornou-se uma mercadoria. O “vender o urbano” tem se revelado a mais primordial função dos governos, pois é “insumo valorizado pelo capital” (VAINER, 2000, p. 79). Assim, promove-se o marketing urbano, que procura vender a cidade ressaltando determinados atributos de interesse nos regimes de valorização, enquanto se escondem outros que são negativos para esse regime.

As cidades tornaram-se, portanto, empresas – são as multinacionais do século XXI. O urbano foi apropriado por uma classe social que explora não apenas o trabalho, mas a própria reprodução da vida. Como esclarece Vainer (2000, p. 85), “de fato todo o urbano tem como modelo ideal a fábrica taylorista, com sua racionalidade, funcionalidade, regularidade e produtos estandardizados.” Os lucros que o urbano produz são destinados a uma pequena parcela da população, enquanto as mazelas produzidas por esse processo atingem grandes contingentes populacionais (HARVEY, 2012).

Com esse processo, o urbano deixou de ser um espaço político. Como dito por Vainer (2000), Marx descrevia as fábricas inglesas com avisos nas portas – “proibida a entrada a não ser

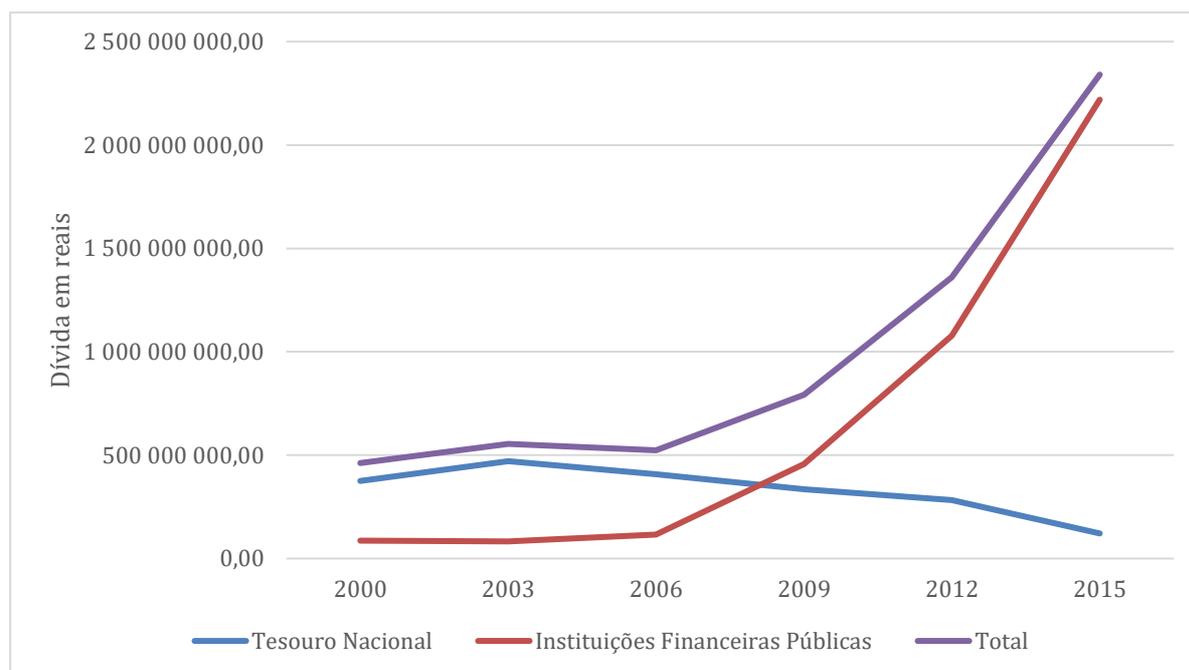
para negócios”. Nesse sentido é que Vainer (2000) trabalha a noção de cidade-empresa. Segundo o autor, a globalização criou uma nova forma de se perceber e de se fazer a cidade, em especial para os seus gestores. Nas palavras do autor, “os: [...] prefeitos que descobriram ter um novo papel. Eles já não são apenas administradores burocráticos, mas comportam-se como empresários que investem e vendem um produto, a sua cidade” (VAINER, 2000, p .5). Se o urbano se tornou um *business*, deixe-o nas mãos dos *businessmen*.

Assim, é preciso entender o urbanismo neoliberal como uma resposta política para o momento de crise fiscal que os municípios estão passando. Crise está que não é isolada de uma outra, mais ampla e abrangente, a crise de sobreacumulação. São duas faces da mesma moeda, que, imbricadas dialeticamente, determinam os rumos das nossas cidades. Aqui, cabe destacar que a crise fiscal é resolvida seguindo a formula neoliberal, o que significa políticas de austeridade fiscal, combinado com o aumento da dívida pública para poder financiar as atividades do município. Esse processo tem um claro fundamento político-eleitoral, em que um prefeito arrecada recursos na sua gestão, mas passa para as gestões futuras o ônus dessa arrecadação, em geral, os juros abusivos contraídos e que ficam sendo pagos por longos períodos. Este é um pensamento de curto prazo que coloca em risco a saúde financeira do município.

5. FINANCIAMENTO POR MERCADO FINANCEIRO (FMF): MODELO DE SECURITIZAÇÃO ADOTADO PELA PBH ATIVOS S/A

É neste contexto de aplicação dos corolários da política econômica neoliberal no nível do município para solucionar a questão da crise fiscal que podemos interpretar a razão de ser da PBH Ativos S/A. O gráfico 01 mostra como a dívida pública de Belo Horizonte cresceu nos últimos anos de maneira especialmente acelerada a partir de 2009.

GRÁFICO 01: DÍVIDA PÚBLICA DE BELO HORIZONTE, MG.



Fonte: <http://www.bcb.gov.br/fis/dividas/dividas.asp>

Entretanto, de acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Federal nº101/2000) existe um limite que o município pode se endividar, não podendo se prorrogar infinitamente. A dívida consolidada, ou seja, aquela considerada de longo prazo, com vigência superior a 12 meses, deve obedecer agora aos limites fixados, de 1,2 vezes a receita corrente líquida (RCL) para os municípios. Como então os municípios, que já estão batendo no seu limite de endividamento tem solucionado esta questão?

Por meio de uma “pedalada” para driblar a LRF (FATTORELI, 2017). A PBH Ativos S/A, por ser legalmente uma empresa estatal *não-dependente* pode se endividar sem cair nos limites fixados pela LRF. O esquema deste endividamento, não aparece como dívida pública, mas como emissões de papéis financeiros chamados *debentures*. Assim, é possível que o município possa captar recursos para financiamento pelo mercado financeiro. A emissão de debentures é uma forma de empréstimo utilizada amplamente por empresas privadas que é vantajoso para o investidor. Seu funcionamento é baseado na emissão de um ‘papel’ que prescreve uma dívida do seu gerador com um ‘comprador’, chamado de debenturista que adianta a quantidade de dinheiro corresponde à compra de debenture e recebe dividendos e juros desse empréstimo.

Esta captação via mercado financeiros é o que aconteceu em Belo Horizonte com a PBH Ativos S/A. Forma de driblar a lei de responsabilidade fiscal – emissão de debentures por empresa estatal não dependente, não configuraria ilegalidade, e assim, seria possível o município captar recursos junto do mercado de capitais. Este tipo de manobra fiscal é o que chamo de Financiamento por mercado financeiro, prática adotada no momento de crise fiscal do município para adquirir recursos rapidamente para suas atividades (e usar como garantia de PPPs, como acontece em Belo Horizonte). Esse ideário tem sido amplamente defendido por várias consultorias como forma rápida de conseguir dinheiro para o município, entretanto, se o argumento dos ideólogos é a solução em curto prazo, a médio e longo prazo os juros abusivos colocados vem cobrar o preço, e assim, revela o real fundamento deste tipo de prática: remunerar capitais privados de investidores.

Entretanto, está prática não é nossa *jabuticaba*, exclusividade brasileira. Na verdade, este tipo de política já é adotada desde a última década do século XX nos Estados Unidos e, agora, já é possível começar a mensurar as consequências e implicações desta prática, como fazem Peck e Whiteside (2016). Os autores demonstraram como esse processo tem sido amplamente empregado nas cidades do Estados Unidos, como Boston e Detroit. “O regime da governança urbana nos Estados Unidos tem sido financeirizado de maneira mais intensa do que nunca” (PECK; WHITESIDE, 2016, p. 238, tradução nossa). Diante da crise fiscal que os municípios passam em todo o mundo, uma das saídas mais recorrentes tem sido a aplicação do plan of adjustment, que significa a captação de recurso junto ao mercado de capitais sob a forma de dívidas emitidas para investidores. Com o volume de dinheiro auferido com a compra desses papéis, o poder público se tornaria apto a realizar as obras e a gestão dos serviços públicos. O resultado observado pelos autores é o “padrão prevalecente de governança urbana cada vez mais baseado em lógicas financeirizadas e práticas tecnocráticas” (PECK; WHITESIDE, 2016, p. 237, tradução nossa).

Foi esta a mesma medida adotada pelo governo de Márcio Lacerda, em 2010, com a criação da empresa de administração indireta, PBH Ativos S/A, em que se previa a estruturação e a franca utilização deste tipo de operação pelo município de Belo Horizonte. Assim, passou a ser mobilizada a dívida ativa do município, composta por créditos predominantemente de natureza tributária que não foram quitados, como lastro para a emissão de papéis no mercado

financeiro e, desta forma, conseguir o adiantamento de receita. Nesta operação de securitização, portanto, o que ocorre é a cessão de créditos da dívida ativa a um agente securitizador que emite para investidores anônimos valores mobiliários cujos pagamentos estarão vinculados ao recebimento destes créditos.

O objetivo com essa operação é garantir ao ente federado a liquidez necessária para as contas públicas, uma vez que os investidores pagam à vista pela cessão destes créditos.

Assim, o ente federado que precisa do recebimento adiantado que vende estas dívidas no mercado de capitais está recebendo de um investidor o valor adiantado; por sua vez, o investidor não faz esta operação por benevolência. O próprio termo adotado – investidor – prevê que ele deve auferir ganhos desta operação. Sobre estes papéis incide-se juros, pois seu investimento deve ser remunerado condizentemente num mercado de capitais cada vez mais financeirizado e competitivo. Quando a fome de lucro do investidor cabe na vontade do credor de adiantar o recebimento e se livrar do risco, eis aí o que se chama securitização (ALVARENGA, 2018).

Este tem sido um dos principais novos mecanismos de financiamento das políticas públicas, apelando para o mercado financeiro como forma de subsidiar suas contas neste momento de crise fiscal.

Essa engenharia adota o modelo da securitização da dívida ativa dos municípios, propagandeada pelos ideólogos do neoliberalismo como a solução possível e rentável para a crise fiscal dos entes federados, como forma de obter recursos em operações no mercado financeiro. O que acontece, na contramão da promessa neoliberal, é que tais operações – feitas, como no caso da PBH Ativos, – correspondem à geração e ao aumento da dívida pública.

Essas empresas servem de fachada para que o ente federado faça uma operação de crédito disfarçada, ilegal e extremamente onerosa, obtendo recursos no mercado financeiro graças à venda de derivativos financeiros com garantia pública – disfarçados de debêntures sênior – oferecidos ao mercado com remuneração exorbitante. A elevada remuneração oferecida pela empresa está sendo paga com recursos arrecadados de contribuintes, por meio de créditos tributários e não tributários que foram parcelados. Essa prática disfarça o efeito de maior endividamento, sendo ilegal e inconstitucional, além de extremamente onerosa ao município, comprometendo o patrimônio público. Em suma, o lançamento de derivativos financeiros a serem negociados no mercado de capitais com juros extremamente vantajosos e com garantia pública custam demasiado caro. O município assume esse compromisso com a remuneração exorbitante expressa no contrato, comprometendo o patrimônio público que é destinado aos pagamentos dos rendimentos destas dívidas, o que, de fato, não cumpre a promessa de eficiência econômica e austeridade dos gastos públicos.

No caso de Belo Horizonte, títulos lastreados e derivados dos créditos tributários a receber do município de Belo Horizonte são lançados no mercado financeiro sob a forma de debênture, vinculando o patrimônio público à remuneração de capitais especulativos. Essa é a lógica de securitização da dívida ativa do município: transformar direitos creditórios que deveriam ter destinação social, em produto financeiro. A justificativa corrente utilizada pela gestão municipal de Márcio Lacerda e seus secretários, legitimada por parte da imprensa, é a de que se trata de uma necessidade frente à crise fiscal e orçamentária dos municípios, então, é necessário o adiantamento de dinheiro para realizar obras públicas. Entretanto, como veremos, essa lógica vem, na verdade, em ampliar a dívida pública do município, uma vez que os contratos oferecem aos investidores-debenturistas uma taxa de remuneração

significativa que, portanto, onera os cofres públicos. A lógica de securitização da dívida ativa repercute na própria gestão do município; para se manter como uma empresa rentável, a PBH Ativos prioriza gerir as políticas públicas da cidade na base do lucro. Dessa forma, a engenhoca de dívida criada passa a influenciar o funcionamento da empresa, em suas várias atribuições e objetos de ação, impactando a dinâmica territorial do município e a vida cotidiana da população.

A alternativa construída pelos gestores de Belo Horizonte foi a criação da empresa estatal não dependente, a PBH Ativos S/A, que realizaria esse processo emitindo papéis financeiros, como a debêntures, para investidores do mercado de capitais. Dois tipos de debêntures são emitidos: a primeira é do tipo subordinada, fazendo referência a títulos entregues pelo ente federado como forma de oferecer a garantia, a partir de patrimônio público, para a segunda emissão. Essa segunda emissão é de debêntures sênior, com garantia real, vendidas para investidores privilegiados a índices elevados de juros remuneratórios. A garantia do pagamento desses juros é dada pelo ente federado. Com isso, o rating, ou seja, a classificação dessa operação para os investidores é avaliada como “retenção de riscos e benefícios”; um investimento atrativo de baixo risco e, acima de tudo, bastante lucrativo.

Quais são as implicações desta operação de securitização da dívida ativa pública? Embora apareça como oportunidade de captação de recursos para efetivar obras e a gestão eficiente do município, as análises têm demonstrado um enorme processo de dilapidação do patrimônio público para pagamento dos investidores anônimos da empresa, com taxas altamente abusivas (11% + IPCA ao ano) de rendimentos a partir de patrimônio público e da gestão das políticas.

TABELA 01: EMISSÃO DE DEBÊNTURES

Emissão	Credor	Tipo	Data do contrato	Valor financiado	Taxa	Prazo
1ª emissão	Município de Belo Horizonte	Subordinada	01/04/2014	880.320.000,00	IPCA	9 anos
2ª emissão	Debenturistas do mercado	Garantia real	15/04/2014	230.000.000,00	11% a.a + IPCA	7 anos

Fonte: Relatórios Financeiros da PBH Ativos

A análise da tabela indica grandes diferenças entre a primeira e segunda emissão de debêntures. Na primeira emissão, de maior valor, quase um bilhão de reais é proveniente de recursos do município, que compra as debêntures da PBH Ativos utilizando um contrato do tipo subordinado. Essa subordinação significa que a garantia das debêntures está vinculada ao capital da empresa, o que implica um investimento de altíssimo risco no mercado. Assim, caso haja desvalorização da entidade, há a concomitante perda de valor das debêntures subordinadas. Se a empresa vier a falir, “esses papéis viram pó”, o que deixaria o município credor no total prejuízo.

Situação muito diferente ocorre com os debenturistas do mercado. Os investidores privados que detêm as debêntures com garantia real possuem uma segunda garantia fora ao capital da empresa, vinculada a recursos do município provenientes de créditos tributários e não tributários.

Outra diferença está na taxa de remuneração de cada uma dessas dívidas. Enquanto a emissão de debêntures para o município de Belo Horizonte garante uma remuneração vinculada ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a emissão para os

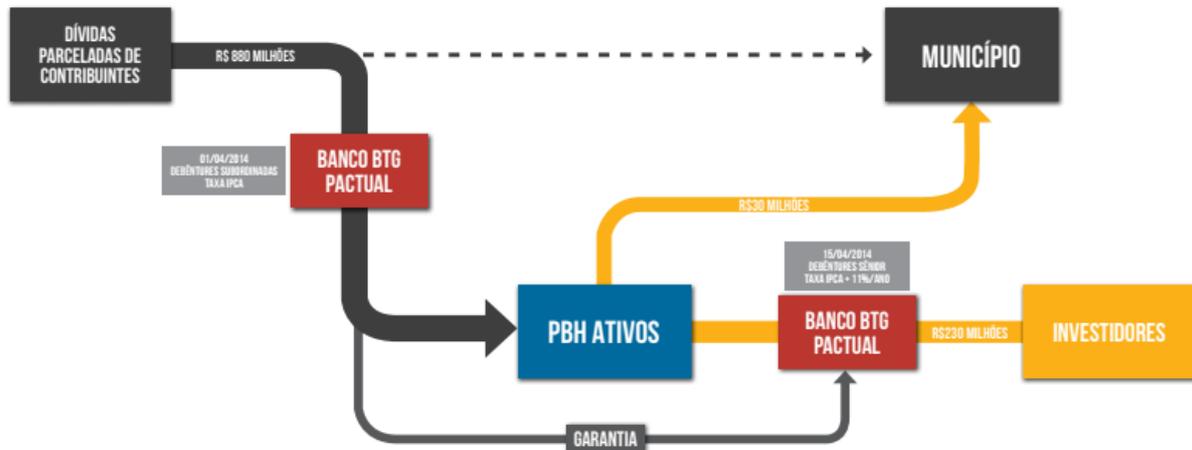
investidores privados garante uma taxa de juros de 11% ao ano³, atualizada mensalmente pelo IPCA, representando, em 2014, mais de 23% neste ano (já que essa taxa incide juro sobre juro) e em 2015, 22% no ano. Estes rendimentos são considerados como vantajosos pelos investidores – são raríssimos, mesmo em outros produtos financeiros, rentabilidades desta grandeza, o que configura uma tentativa de atrair investidores e não uma preocupação com a sustentabilidade financeira do município de Belo Horizonte. E ainda, de acordo com o contrato desse segundo tipo de emissão de títulos, o município de Belo Horizonte estaria obrigado a compor o fluxo de pagamento em caso de inadimplência ou redução no valor devido (esperado).

Dessa forma, no que diz respeito às debêntures de garantia real, o risco da operação é amplamente assumido pelo poder público, comprometendo o patrimônio da população nessa engenharia financeira já que as garantias são dadas com o município cedendo os direitos creditórios de impostos a receber. Trata-se de um risco duplicado. O município repassou créditos parcelados no valor de R\$880.320.000,00 à PBH Ativos S/A e está obrigado a compor o fluxo de pagamento desses créditos se os devedores (contribuintes) ficarem inadimplentes por mais de 90 dias, o que inviabiliza a sustentabilidade financeira atual e futura do município de Belo Horizonte.

O diagrama seguinte demonstra a movimentação da operação financeira realizada pela PBH Ativos S/A, anunciada como forma de captação de recurso para obras. Primeiro, de acordo com a lei que institui a empresa, o fluxo de caixa do pagamento das dívidas parceladas de contribuintes para com os municípios, que somariam os R\$880 milhões de reais, seria repassado à conta vinculada da PBH Ativos. Esse valor serve de garantia para os investidores anônimos que tiveram acesso às debentures sênior. Dos R\$230 milhões desta segunda emissão de debentures, ao analisar os balancetes da empresa do ano de 2015, fica demonstrado que apenas R\$30 milhões chegaram efetivamente ao município para realizar as obras e a prestação de serviço previstas. Os 200 milhões ficaram com a PBH Ativos e seus custos operacionais e para cobrir as despesas com a elaboração dos contratos, pagamento de taxas aos bancos operadores e consultorias jurídicas além de parcelas que foram depositados diretamente na conta garantia dos consórcios das PPPs com contratos assinados, como do Hospital Metropolitano e da Inova BH, responsável pela construção e gestão das Unidades Municipais de Educação Infantil.

³ Vale ressaltar que a escritura original previa a remuneração de juros de até 5%, entretanto um primeiro aditivo foi assinado dias após, alterando a remuneração para 11%. Questionados, ex presidentes da empresa alegaram tratar-se de uma retificação motivada por erro material, mas tal justificativa não consta no aditivo.

INFOGRÁFICO 01 – OPERAÇÃO FINANCEIRA DA PBH ATIVOS



Fonte: elaboração própria a partir dos dados da pesquisa

O mecanismo da dívida, tendo por base a debênture, cumpre uma função importante na estruturação da gestão empresarial do município de Belo Horizonte, por intermédio da PBH Ativos S/A. Além das transferências de terrenos, créditos do município e aportes em dinheiro, a emissão de debêntures funciona como um adiantamento de dinheiro para a integralização do capital da empresa. A lógica da dívida alcança o município e condiciona sua política pública a este esquema. Embora a Lei de Responsabilidade Fiscal proíba a concessão de garantias por entes federados por meio da cessão onerosa de direitos creditórios, na prática, é isto que ocorre no caso da PBH Ativos S/A.

A oferta dos créditos tributários é um dos principais questionamentos relacionados à operação, sobretudo pelas auditoras Maria Lúcia Fatorelli (2017) e Eulália Alvarenga (2018). O argumento é que a Constituição veda tal operação, como vemos abaixo:

Art. 167 - São vedados:

IV - A vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, ressalvadas a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a destinação de recursos para as ações e serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo;

A interpretação é respaldada por pareceres do Tribunal de Contas da União e compartilhada por tribunais de contas estaduais e do Distrito Federal, que já suspenderam operações semelhantes Brasil afora. Entretanto, afim de tornar o negócio ainda mais “blindado” – como afirma o senador do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), Jose Serra – está sendo encaminhado o Projeto de Lei do Senado 204/2016, apresentado após o golpe disfarçado de impeachment da presidenta eleita Dilma Rousseff, do Partido dos Trabalhadores (PT). Ao propor o PLS 204/16, busca-se tornar legal esse tipo de operação, e o Governo Federal vem atuando junto ao TCU, através do Ministro Henrique Meirelles. O prognóstico dessa movimentação é a ampliação, como já se observa, das empresas de securitização que já vem

ocorrendo em algumas capitais como Salvador, Porto Alegre, São Paulo e Rio de Janeiro – casos ainda sem maiores estudos.

À iniciativa do PLS e das conversações de Meirelles no Tribunal de Contas, soma-se a exclusão das “despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes”, como a PBH Ativos, no texto final da Emenda Constitucional 95, aprovada em 2016 com o objetivo de limitar os gastos e investimentos públicos. Dessa forma, buscam construir a legalidade para esta nova forma de endividamento público.

O funcionamento de empresas de securitização desta natureza implica a ampliação da dívida pública, gerando graves impactos na vida cotidiana da população. A garantia real, conforme consta das escrituras de emissão de debêntures da PBH Ativos S/A, são integralmente concedidas pelo município de Belo Horizonte e obriga-o a indenizar a PBH Ativos S/A por todos os valores que ela pode deixar de receber. Dessa forma, o ente municipal está comprovadamente assumindo obrigação onerosa, elevando sua dívida pública em prol dos dividendos dos debenturistas anônimos.

Segundo o relatório financeiro de 2015, a PBH Ativos S/A já havia pago 37,03% da dívida com o município de Belo Horizonte e em relação a segunda emissão de debênture, dedicada aos investidores do mercado, o montante pago chega a 55,87%. O prognóstico, nesse contexto, indica a insustentabilidade dessa operação na forma como está estruturada. O pagamento das debêntures de garantia real com juros que chegam a 23% ao ano compromete o orçamento não apenas da PBH Ativos S/A que, caso não consiga pagar o que é prescrito no contrato, convoca o Município a alocar ainda mais recursos.

É necessário lembrar que esses “investimentos” do poder público na PBH Ativos S/A para “auxiliar” a gestão da política municipal e os outros objetos da empresa significam, em última instância, remunerar investidores privados na mesma medida em que o recurso se esvai dos cofres públicos. Recursos esses que poderiam ser investidos em políticas sociais, mas que estão sendo transferidos para uma empresa que gesta a política municipal objetivando, ao final, o lucro para repassar aos investidores na forma de juros e renda.

O acesso aos serviços públicos e a própria dinâmica do território ficam sujeitos ao critério de lucro da PBH Ativos S/A que, por força de contrato, deve remunerar os acionistas a partir de sua “boa gestão” dada aos seus “objetos sociais” descritos no seu estatuto. Ou seja, para remunerar seus investidores com as taxas altas, a empresa deve operar dentro dos imperativos da lógica da eficiência e do lucro. Essa política pode ser assim sumarizada:

Ao titular, administrar e explorar economicamente os ativos da prefeitura, primeiro “objeto social”, a empresa irá gerar riqueza tendo por base recursos públicos, investindo ou deixando de investir orientada apenas pelas necessidades impostas pela lógica do lucro. E quando se descreve seu “auxílio”, seja para gerenciar ou realizar obras licitadas ou de infraestrutura e de serviços urbanos, a própria lei complementa: “sempre que possível venha a ter ganho econômico” (CANETTIERI, 2017, p.520).

Vale destacar que a literatura crítica do urbanismo e do planejamento urbano desenvolveu uma profunda análise desses expedientes. Seja pelos conceitos de empresariamento urbano (HARVEY, 1996); da ideia de cidade-empresa (VAINER, 2000); ou da empresificação da política urbana (CANETTIERI, 2017), essa literatura crítica explora as contradições e os impactos que a subsunção real da política urbana ao poder do capital representam para a

vida social. Este tipo de pacto social coloca em risco a própria democracia, como destaca em sua análise sobre a disseminação desta prática a auditora fiscal Eulalia Alvarenga (2018).

Isso significa que a gestão da cidade, a prestação dos serviços públicos e as obras passam a ser operadas como mercadorias que devem ser negociadas de forma que a PBH Ativos S/A possa extrair lucros e, destes, repassar aos investidores sob a forma de juros. Não seria errado afirmar que é comum no mercado de capitais estes investidores exercerem pressão nos rumos das empresas para auferir dela o máximo de ganhos. Isso, caso aconteça em Belo Horizonte, é a confirmação da institucionalização da cidade-empresa, uma vez que ela vai responder aos interesses de investidores e não de seus cidadãos.

Essa movimentação que toma de assalto a política pública urbana do município se insere nos marcos do neoliberalismo econômico. Magalhães (2015) trabalha a ideia de que a expressão do neoliberalismo se baseia na promoção do processo de financeirização da cidade, conformando, com o autopoder de fogo dos capitais, a própria política urbana, o planejamento e, como demonstra o caso da PBH Ativos S/A, comprometendo o patrimônio público. Com sua característica própria, lembra o autor, o setor financeiro deve ser entendido como expressão máxima da capacidade dos capitais de canalizar o valor advindo de fontes diversificadas da economia urbana de forma ampla e difusa.

Cabe lembrar que as medidas de política urbana passam a ser criadas para complementar e, até mesmo em alguns casos, mimetizar a operação de mercados competitivos (PECK; TICKELL, 2002). Com o franco avanço do neoliberalismo sobre os municípios brasileiros, a situação que se observa é, também, uma pressão cada vez maior dos capitais – de vários setores e, a partir de agora, com um relativo destaque para o capital financeiro – para auferir lucros das políticas públicas. Esse roteiro faz parte da cartilha das principais agências de financiamento e pelos “mercados”. Assim, a agenda neoliberal não só privilegia um governo enxuto, a privatização, a desregulação, mas também, uma combinação de regimes competitivos de alocação de recursos e políticas públicas para atender esses imperativos.

Dentre outros problemas, o aprofundamento desse modelo pode gerar: 1) redução da experiência de gestão democrática da cidade, já que as políticas públicas serão decididas e gestadas por um grupo de acionistas e diretores que a população não elegeu e desconhece; 2) a transferência de patrimônio público para os cofres dessa empresa (imóveis, créditos e títulos) que, mesmo sendo de capital misto, possui dinâmica baseada na rentabilidade de suas práticas econômicas; 3) a redução de receita do município por meio das estratégias de formação de capital da empresa; 4) assunção dos riscos do negócio pelo poder público e dos ganhos pela iniciativa privada.

Parece que Marx (2013, p. 1002) estava correto ao afirmar, com sua ironia ácida, que “a única parte da chamada riqueza nacional que é realmente objeto de posse coletiva dos povos modernos é a dívida pública.”

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de financeirização e de mercantilização das cidades demanda avanço nos estudos sobre os impactos territoriais desses fenômenos para maior compreensão dos seus mecanismos e seus limites. Mais ainda, é necessário entender as interconexões do território

e da política urbana na estruturação das agendas do capital financeiro e seus impactos na vida cotidiana e no direito à cidade (FRANZONI; HOSHINO, 2016).

O caráter recente dos processos de financeirização da política pública urbana nos países centrais, como os Estados Unidos, não veio sem acompanhamento, esforços de reflexão e crítica (PECK; WHITESIDE, 2016; AALBERS, 2015; CHRISTOPHER, 2015). Contudo, a forma como a reprodução do capital se realiza nos países de capitalismo periférico, produz especificidades características que ainda carecem de maiores estudos e críticas. O caso de Belo Horizonte, com a PBH Ativos S/A, é ilustrativo desse processo e ainda é necessário o esforço de compreender os mecanismos que sustentam a acumulação dos capitais a partir da exploração e subsunção da gestão da cidade aos imperativos do capital financeiro, e, com isso, pensar uma crítica da economia política da financeirização específica para os países periféricos.

Neste artigo já ficou esboçado alguns alertas sobre os impactos que a lógica da financeirização produz na gestão pública municipal. Várias outras pesquisas têm demonstrado como Belo Horizonte tem caminhado, sobretudo nos dois últimos mandatos do prefeito Márcio Lacerda (2009-2012 e 2013-2016), para consolidação de um modelo de gestão empresarial da política urbana (CANETTIERI, 2017; MAGALHÃES, 2015; FRANZONI, NASCIUTTI, RENA; 2015).

O financiamento por mercado financeiro, na forma como analisada aqui para o caso da PBH Ativos S/A, parece indicar um momento de inflexão para os estudos urbanos. A financeirização aparece na gestão das políticas públicas do município de uma maneira insidiosa e não menos violenta. A gestão municipal é central para entender os interesses que o capital espera efetivar na produção do espaço e Harvey (1996), já vem chamando atenção para isso com a ideia de empresariamento urbano, e que foi amplamente debatida para os municípios brasileiros, muito embora as práticas de securitização se configurem um novo campo de investigação, crítica e denúncia. Estas práticas de financiamento buscam recursos junto ao mercado de capitais num momento de hegemonia da forma do capital financeiro, o que representa uma enorme volatilidade dos investimentos, para que seja possível efetivar essa relação, são atribuídos juros altos afim de atrair investidores. Entretanto, os juros altos é o ponto que pode levar a saúde financeira de um município à derrocada ao longo prazo. Em larga medida, este foi o resultado de um modelo muito semelhante adotado na Grécia durante a crise de 2010.

O que parece se tratar de uma solução para a crise fiscal é, na verdade, uma potencial situação para seu agravamento. É a partir deste prisma que se entende o tipo de prática adotada como uma forma de remunerar de forma satisfatória capitais que se encontram sobreacumulados. O papel do Estado, em todos os seus níveis, é central para que isso ocorra. Além disso, a redução da política ao campo eleitoral corrobora com este tipo de prática, em que um mandato recebe o bônus deste tipo de prática enquanto os futuros ficam com os ônus. Assim, é impossível uma crítica adequada a este tipo de modelo sem uma reivindicação profundamente democrática no sentido mais amplo.

Afinal, é isto que se encontra em jogo quando se observa a ampla generalização deste modelo de políticas públicas para outros municípios do Brasil, como é o caso da criação de sociedade de propósito específico, por meio da lei 9.524 de 2014 em Goiânia para a securitização; a lei 40.198 de 2015 de cria a Companhia Carioca de Securitização; a lei 11.991 de 2015 que, em Porto Alegre cria a Investe POA; a lei 90 de 2015 que cria o Fundo Especial da Dívida Ativa em Vitória; o mesmo acontece em Ribeirão Preto (lei 2.720 de 2015); em Florianópolis (lei 1.424 de 2015); em Brasília (lei 23 de 2015); em Salvador (lei 8.961 de 2016); em Guarulhos (lei 451 de 2016) e em São Paulo (lei 179 de 2017).

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AALBERS, M. The potential for financialization. **Dialogues in Human Geography**, v.5, n.2, 2015, p. 214-219.
- ALVARENGA, E. 2018. Securitização, um pacto social que coloca em risco a sociedade. In: SOUZA, R. S.; PENZIM, A. M.; ALVES, C. F. (Orgs.) **Democracia em Crise: o Brasil contemporâneo**. Belo Horizonte: Editora PUC-Minas.
- CANETTIERI, T. A produção capitalista do espaço e a gestão empresarial da política urbana: o caso da PBH Ativos S/A. **Revista Brasileira De Estudos Urbanos E Regionais**, v. 19, 2017, p. 513-529.
- CARCANHOLO, R.; SABADINI, M. Capital fictício e lucros fictícios. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, n.24, p.41-65, 2009.
- CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, François. O Capital portador de juros: Acumulação internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005, p.35-67.
- CHRISTOPHERS, B. The limits to financialization. **Dialogues in Human Geography**, v.5, 2015, p.183-200.
- DARDOT, P.; LAVAL, C. **A nova razão do mundo: Ensaio sobre a sociedade neoliberal**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2012.
- FATTORELI, M. L. Estatais não dependentes para securitizar dívida ativa lesam a sociedade. **Rede Brasil Atual**, 05 out. 2017.
- FATTORELLI, M. L. **Auditoria Cidadã da Dívida dos Estados e Municípios**. Brasília: Inove Gráfica e Editora, 2013
- FRANZONI, J. Á.; HOSHINO, T. Direito à cidade S/A: a casa de máquinas da financeirização urbana. **Le Monde Diplomatique Brasil**, 08 jul. 2016.
- FRANZONI, J. Á.; PRUDENTE, A. N.; RENA, N. O financiamento público da guetização social na região do Isidoro em Belo Horizonte. In: **VIII CONGRESSO BRASILEIRO DE DIREITO URBANÍSTICO**, 2015, Fortaleza. Anais do VIII Congresso Brasileiro de Direito Urbanístico - Fortaleza, 2015.
- HARVEY, D. Do gerenciamento ao empresariamento: a transformação da administração urbana no capitalismo tardio. **Espaço e debates**, São Paulo, n .39, p .48-64, 1996.
- HARVEY, D. **Neoliberalismo: história e implicações**. São Paulo: Loyola, 2004.
- HARVEY, D. **Os enigmas do capital**. São Paulo: Boitempo, 2011.
- HARVEY, D. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013.
- HARVEY, D. **Rebel cities: from the right to the city to the urban revolution**. Nova York: Verso, 2012.

LARNER, W. Neoliberalism: policy, ideology, governmentality. **Studies in political economy**, v.63, 2000, p.5-26.

LEFEBVRE, H. **The production of Space**. Oxford: Blackwell Publisher, 1991.

MAGALHÃES, F. N. **O neoliberalismo e a produção da metrópole: subjetividades, insurgências e redes na economia política da urbanização contemporânea** (Tese de doutorado em Geografia). Programa de Pós-Graduação em Geografia – Organização do Espaço. Belo Horizonte: UFMG, 2015.

MARX, K. **O Capital**, volume I. São Paulo: Boitempo, 2013.

MARX, K. **O Capital**, volume III. São Paulo: Abril, 1984.

PAULANI, L. A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, 2009, p. 25-39.

PBH ativos. 2015. **Relatórios Financeiros**. Disponível em: <http://www.pbhativos.com.br/balanco>. Acesso em: 18/05/16

PBH, Prefeitura Municipal de Belo Horizonte. 2010. **Lei número 10.003**. 2010.

PBH, Prefeitura Municipal de Belo Horizonte. 2011. **Decreto número 14.444**. 2011.

PBH, Prefeitura Municipal de Belo Horizonte. 2014. **Decreto número 15.534**. 2014.

PBH, Prefeitura Municipal de Belo Horizonte. 2014. **Lei número 10.699**. 2014.

PECK, J. Entrepreneurial urbanismo: Between uncommon sense and dull compulsion. **Geografiska Annaler**, v. 96, 2014, p.396-401.

PECK, J; TICKELL, A. Neoliberalizing Space. **Antipode**, n.34, 2002, p.380-404.

PECK, J; WHITESIDE, H. Financializing Detroit. **Economic Geography**, v.92, 2016, p.235-268.

TRINDADE, J. R. **Crítica da economia política da dívida pública e do sistema de crédito capitalista: uma abordagem marxista**. Campinas: Editora CRV, 2017.

VAINER, C. Pátria, Empresa e Mercadoria. Notas sobre a estratégia discursiva do planejamento estratégico urbano. In: VAINER, C; ARANTES, O.; MARICATO, E. (orgs.) **A cidade do pensamento único: desmanchando consensos**. Petrópolis, 2000.

WEBER, R. Selling city futures: the financialization of urban redevelopment policy. **Economic Geography**, v. 86, 2010, p. 251-274.

ZIZEK, S. O Espectro da Ideologia. In: ZIZEK, S. (Org.). **Um Mapa da Ideologia**. Rio de Janeiro, Contraponto Editora, 1996.

seminário internacional

FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS:

OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA

Atuação dos fundos de pensão na financeirização da infraestrutura urbana da cidade do Rio de Janeiro.

The role of state-enterprise pension funds in the financialization of urban infrastructure in the city of Rio de Janeiro.

Eduardo lopes pederneira, Mestrando na Universidade Federal Fluminense,
eduardo.pederneira@hotmail.com

Resumo

Concessões, privatizações e políticas de parceria do capital público e privado, as PPPs, são uma realidade nas políticas públicas do país a partir dos anos 1990. No Brasil, o tema coloca questões interessantes, tendo em vista a forte participação de fundos de pensão patrocinados por empresas estatais como principais fomentadores e interessados nesses processos de transformação de serviços públicos em ativos financeiros, principalmente durante os anos de governo petista de 2003 a 2015. Observando o crescente processo de financeirização de serviços públicos urbanos, uma tendência bastante forte na cidade do Rio de Janeiro, principalmente a partir do início dos anos 2000 com maior presença nos serviços de mobilidade urbana, e considerando o papel dos fundos de pensão estatais neste processo, o trabalho objetiva: (1) compreender o papel dos fundos de pensão em fomentar a transformação da infraestrutura urbana em ativo financeiro, atentando para estas entidades como lugares onde circulam racionalidades comuns ao mercado financeiro privado; (2) Analisar o perfil e a distribuição geográfica dos investimentos dos fundos de pensão e seu impacto potencial na estruturação urbana.

Palavras-chave: Financeirização; Fundos de pensão; Infraestrutura urbana; Rio de Janeiro.

Abstract

Concessions, privatizations, and partnerships of public and private capital, such as PPPs, are a reality in the country's public policies since the 1990s. In Brazil's context, the issue raises interesting questions in view of the strong participation of state-sponsored pension funds as promoters and stakeholders in the conversion of public services into financial assets. Specially during the years of PT administration, from 2003 to 2015, pension funds sponsored by large state-owned enterprises emerged as great promoters of public-private partnerships in infrastructure. In view of the growing financialization of urban public services, a noticeable trend in the city of Rio de Janeiro, especially since the beginning of the year 2000 with a greater presence in urban mobility services, and considering the role of state pension funds in bringing about these changes, our paper aims to: (1) understand the role of pension funds in fostering the transformation of urban infrastructure into a financial asset, considering these institutions as increasingly porous to financial market rationalities; (2) analyze the profile and geographical distribution of pension fund infrastructure investments and their potential impact on the urban structure.

Keywords: Financialization; Pension funds; Urban infrastructure; Rio de Janeiro.

1. Introdução

1.1 Breve contextualização histórica

Esse trabalho tem por objetivo discutir a forma como os fundos de pensão estatais têm atuado na aquisição e na gestão de serviços públicos de infraestrutura da cidade do Rio de Janeiro. Sob a economia capitalista, o sistema financeiro oferta inúmeros produtos e formas de se investir, produzir, gastar e por fim acumular mais dinheiro. Os vários agentes financeiros, instituições bancárias e representantes do poder público, criam e desenvolvem variados produtos financeiros, com as mais variadas formas de se aplicar. No sistema financeiro como um todo existem diversas formas de emprestar para que outro possa aumentar seus investimentos e produção, como numa empresa siderúrgica que venda ações ou bônus para que possa acumular dinheiro suficiente para investir e elevar a produção da fábrica. Entre as várias formas de investimentos pessoais estão depósitos em poupança, bônus, títulos financeiros lastreados por empréstimos e ações. Estes produtos são formas de investimentos pessoais, contudo, uma vez que o dinheiro investido esteja aplicado, será utilizado pela instituição financeira que atua como intermediária para ser investido em outro tipo de aplicação, para que assim, o dinheiro primeiramente investido tenha correção (juros) garantida ao longo do tempo e não perca valor frente à inflação num determinado prazo estipulado pela aplicação.

Uma forma de melhor explicar o que foi dito é compreender a atuação de intermediários financeiros, que coletam grandes somas de dinheiro de muitas pessoas através de fundos mútuos, fundos de pensão, companhias de seguro de vida e, os mais comuns, os depósitos bancários. Em todos estes casos, os recursos coletados pelos intermediários são geridos e aplicados em outros serviços ou atividades econômicas que não passarão pela aprovação direta do aplicador. Em outras palavras, a gestão dos recursos é delegada a terceiros. Os fundos de pensão, objeto deste estudo, são um ótimo exemplo. Em um fundo de pensão, quando o trabalhador decide aplicar parte de sua renda mensal pensando no benefício futuro, renuncia à decisão a respeito de onde seu dinheiro será investido, confiando a profissionais especializados a capacidade de gerar dinheiro suficiente para que no futuro sua aposentadoria seja devidamente paga. Contudo, antes de chegar até este momento histórico, certos acontecimentos anteriores moldaram as características atuais permitindo esta configuração do sistema capitalista. Estas características serão discutidas nessa apresentação.

O desenvolvimento do modo de produção capitalista depende de um dinamismo, isto é, sua manutenção requer que seu modo de reprodução altere-se e ajuste-se às novas demandas. Sempre que ocorre alguma crise interna do sistema, como sistema fluido, ele demonstra enorme resiliência. Em outras palavras, o capitalismo reinventa-se. Para fins do presente projeto, selecionarei um exemplo do que foi afirmado anteriormente. Como bem explorado no livro "A Condição Pós-Moderna" (HARVEY, 2010), a passagem do capitalismo fordista/keynesiano para um mais flexível articula-se com algumas características do período em que ela ocorreu, isto é, entre as décadas de 1970 e 1980. Amparado no avanço tecnológico-industrial, na produção e consumo mais flexíveis, assim como no desenvolvimento da informática, possibilitando o aperfeiçoamento dos sistemas empregados no setor bancário, o capitalismo passou de uma era marcada pelas grandes indústrias e produção em massa para um capitalismo de dominância financeira, em que o acumulado pela produção não necessariamente é revertido em mais investimentos reais, podendo também ser aplicado em variados produtos financeiros capazes de elevar as margens de lucro. O resultado contábil conseguido por meio da produção e comercialização é distribuído, em taxas cada vez maiores, por meio de dividendos e participações no lucro aos acionistas, achatando a parte do resultado financeiro destinada aos investimentos para produção (GUTTMANN, 2008).

Com a crise financeira que se desenrola na década de 1970, em um contexto de crise do petróleo, que elevou o preço do produto e prejudicou toda a estrutura fiscal, e o mercado de euromonedas, começaram a ser abalados os alicerces dos acordos de Bretton Woods¹ (GUTTMANN, 2008). Muitos países passaram a depender de vendas cada vez maiores de títulos públicos para poderem financiar os serviços públicos que marcaram o período capitalista do pós-guerra (STREECK, 2012). Com o aumento do endividamento público, o Estado começa a ter cada vez mais dificuldade para negociar suas dívidas. A saturação fiscal faz com que uma das medidas do Estado seja fazer reformas estruturais. O custo do serviço da dívida (a conta de juros, déficits orçamentários) pressionou o orçamento, reduzindo alguns investimentos fundamentais, como em saúde, educação, ciência e tecnologia e infraestrutura. Chesnais (2005, p.39) explica bem o custo do serviço da dívida, ou “efeito bola-de-neve da dívida”:

Os juros devidos sobre o principal da dívida (o serviço da dívida) absorvem uma fração sempre maior do orçamento do Estado, das receitas das exportações e das reservas do país, de sorte que a única maneira de fazer face aos compromissos do serviço da dívida é tomar um novo empréstimo.

Como soluções encontradas ao longo dos anos 1980 e 1990 para estimular o crescimento estiveram medidas como aumento do crédito, para incentivar o consumo e para que o Estado se retirasse de determinadas tarefas, como financiar compra de imóveis. Com o crédito, a própria população pode fazer seu autofinanciamento, algo que Wolfgang Streeck (2012) chama de “Keynesianismo privado”. Ao mesmo tempo, com relação aos serviços públicos, como transporte (gestão), infraestrutura (gestão e financiamento), geridos pelo Estado, entram os fundos de pensão desempenhando papel central no financiamento da economia. Segundo Pereira (2013), os fundos de pensão passam a ser percebidos como atores centrais de um capitalismo que surgiu da crise de rentabilidade do capitalismo fordista. Assim como a liberalização dos mercados ao longo da década de 70, segundo Chesnais (2005, p.40) respondia aos interesses de dois grupos: “(...) os governos e a grandes instituições que centralizavam a poupança. Ela respondeu às necessidades de financiamento dos déficits orçamentários dos grandes países industrializados.” O fim dos alicerces de Bretton Woods, as crises da dívida e os orçamentos engessados forçaram a liberalização dos mercados, feito que interessava alguns atores importantes, como os fundos de pensão, que ainda patinavam no Brasil, mas eram uma realidade em outros países. Segundo Chesnais (2005) a titulização, alta nas taxas de juros e a liberalização dos movimentos dos capitais “coincideram com o momento em que, em razão do volume das somas que haviam sido acumuladas, os fundos de pensão buscavam oportunidades de aplicação em larga escala.” Para o autor, os investidores institucionais (fundos de pensão) foram os primeiros beneficiados a desregulamentação monetária e financeira.

Outra medida adotada pelo Estado foi recorrer à iniciativa privada para os investimentos em infraestrutura e gestão de recursos públicos (SIEMIATYCHI, 2015). Em tese, o crescimento dos custos previdenciários (em razão do envelhecimento populacional) e a concomitante diminuição da arrecadação, (por exemplo, com o desemprego) levaram os governos a reformar os seus sistemas previdenciários, abandonando gradativamente os sistemas de repartição simples e criando modelos de capitalização, baseado em contas individualizadas (como é o caso da Fundação complementar do servidor público federal FUNPRESP, regulamentado no ano de 2013, com o objetivo de atender a todos os servidores públicos do poder executivo brasileiro). Chesnais (2005, p. 62) problematiza essas medidas ao afirmar a necessidade de “desmantelar” os sistemas de previdência por repartição, para evitar que as elevadas somas escapem do mercado financeiro, como no seguinte trecho: “É necessário, então, criar fundos de pensão e, onde há resistência, é

¹ Criação de instituições como Banco Mundial, FMI e indexação do dólar ao ouro.

preciso começar pela introdução ou pela extensão dos sistemas de poupança salarial para as camadas mais estáveis dos assalariados.”

No Brasil, a camada mais estável de assalariados pode ser entendida como a classe de funcionários públicos. Ainda segundo Chesnais, a escolha em favor do sistema de fundos de pensão, é uma escolha política, uma escolha em sua visão, pelo mercado financeiro. Para Sauviat (2005, p.118):

Os fundos de pensão e os administradores de mutual funds são agentes preocupados com a rentabilidade financeira de seus títulos. Eles participam das aplicações financeiras operando uma arbitragem constante entre rendimentos e riscos. São movidos, antes de tudo, pelas antecipações de ganhos e pela realização de ganhos do capital. Mesmo quando fazem aplicações de longo prazo, tendem a ser comportar mais como traders concentrados nas oportunidades de lucro financeiro decorrentes dos movimentos da evolução dos títulos, em vez de serem investidores preocupados com a capacidade da empresa de engendrar um fluxo de lucro durável.

A concessão de serviços públicos permitiu que os novos veículos financeiros pudessem encontrar os investimentos necessários para seus projetos de longo prazo. Como os fundos de pensão prestam serviços previdenciários pré determinados no momento de assinatura do contrato com o consumidor desse produto, o administrador deste fundo precisa investir o dinheiro do contribuinte para garantir o pagamento futuro da previdência complementar, tendo em vista o valor e correções preestabelecidas, assim como a impossibilidade de saber por mais quanto tempo o consumidor irá receber este complemento após dar início a aposentadoria (GRANEMANN, 2003).

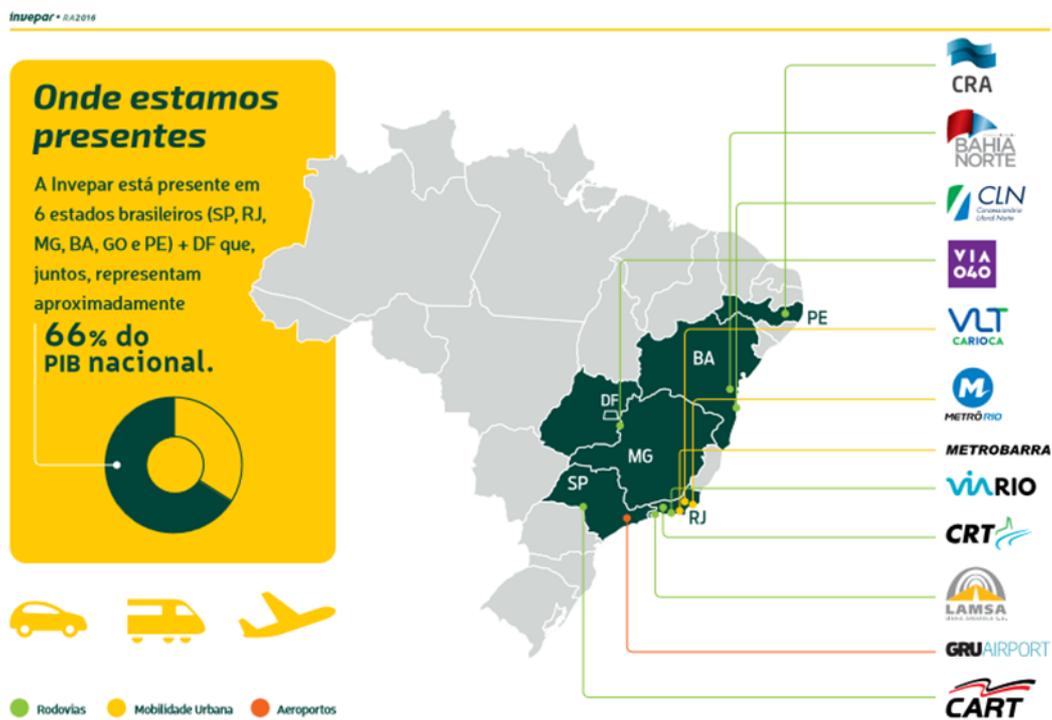
1.2 Fundos de pensão no Brasil

No Brasil os fundos de pensão foram criados numa situação de transformação de algumas entidades estatais em empresas. Ou seja, os fundos surgiram como compensações após algumas repartições públicas se tornarem empresas estatais, pois isso acarretaria, entre outras coisas, a perda da aposentadoria integral, paga a funcionários públicos, como salienta Grün (2005). Além disso, o governo militar visava ampliar a poupança interna do país (DATZ, 2013), ou seja, com a perda da aposentadoria integral, os trabalhadores buscaram, como alternativa, meios de complementação a fim garantir recursos futuros. No Brasil, os fundos de pensão tiveram diferentes papéis, dependendo do governo em exercício: nos governos da década de 1990, principalmente nos governos do presidente Fernando Henrique Cardoso, os fundos de pensão tiveram importante papel na privatização de empresas públicas, sendo centrais na compra de ações das empresas listadas recentemente na bolsa de valores (DATZ, 2013); nos governos seguintes, dos presidentes Lula e Dilma, os fundos de pensão passam a exercer papel diferente: por mais que continuassem comprando ações de empresas, de economia mista ou não, os fundos passam a ser importantes financiadores de obras de infraestrutura. O discurso de financiar ou se desfazer de bens públicos para investidores como fundos de pensão dão a falsa sensação de uma inserção do trabalhador dentro do sistema financeiro, uma socialização do capitalismo (ver JARDIM, 2009; ZIBECCHI, 2012). Na visão de Chesnais (2005, p. 52):

Os assalariados aposentados deixam de ser “poupadores” e tornam-se, sem que tenham clara consciência disso, partes interessadas das instituições cujo funcionamento repousa na centralização de rendimentos fundados na exploração dos assalariados ativos, tanto nos países onde se criaram os sistemas de pensão por capitalização quanto naqueles onde se realizam as aplicações e especulações.

O caso mais emblemático foi a união entre a empreiteira OAS e os três maiores fundos de pensão, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), Fundação Petrobras de seguridade social (PETROS) e Fundação dos economiários Federais (FUNCEF), fundando a empresa Invepar. Os três fundos detêm 75% da empresa, enquanto o restante pertence à empreiteira.

Figura 1: Distribuição dos ativos de infraestrutura da Invepar pelo país.



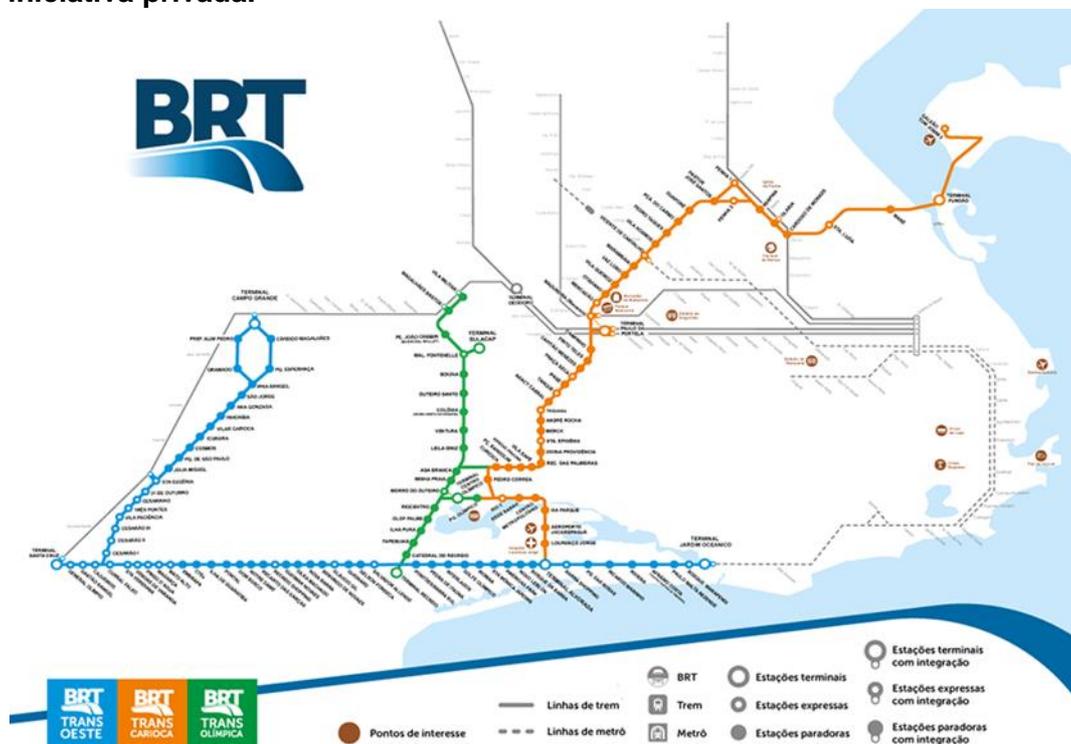
Fonte: Site Invepar.

A Invepar a partir de 2000 passa a ter protagonismo nesse processo e se torna importante força nas concessões de obras públicas em todo o país, entretanto, na cidade do Rio de Janeiro vem tendo destaque, sendo a administradora de importantes infraestruturas urbanas, como o Metrô da cidade (figura 4), assim como a expansão da nova linha, no caso, o metrô Barra. Também deve-se mencionar outras infraestruturas, como o BRT transolímpica (figura 2), por meio da Via Rio, a via expressa Linha amarela (por meio da LAMSA, figura 5), a rodovia Rio – Teresópolis pela concessionário CRT (figura 6), e o recentemente construído, VLT (veículo leve sobre trilhos, figura 3). As infraestruturas urbanas (hoje administradas pelos fundos de pensão) foram, nos últimos anos, importantes na reforma urbana por qual passou a cidade. Os processos de remoção efetiva e ou de tentativas insistentes de remoções por parte do poder público marcaram algumas das principais obras de infraestrutura nos últimos anos. Assim como na requalificação de determinadas áreas, como o VLT na região central da cidade, passando pela nova região do porto da cidade, por meio do projeto “Porto maravilha”. Destaca-se também o trajeto das obras da expansão do metrô para a Barra da Tijuca, zona oeste da cidade. A privatização de infraestruturas urbanas colabora na criação de espaços mais atraentes para investimentos que outras, pois determinadas áreas possuem maior segurança, turismo e movimentação de trabalhadores, como chamam atenção Tessa Hebb e Rajiv Sharmab (2014).

Além disso, conceder equipamentos urbanos de mobilidade, como parece ser uma preferência da empresa, pode causar conflitos de interesses graves, envolvendo as melhorias e expansões desse sistema. A criação de novas linhas de metrô, por exemplo, atenderá qual perspectiva, a de melhoria do sistema no longo prazo para toda população ou

uma expansão que atenda os locais de maior poder aquisitivo e movimento diário de pessoas? Os serviços de metrô acontecem da mesma forma em todas as linhas e estações? O pedágio pago pelos usuários é revertido em melhorias da rodovia? Recentemente placas foram postas ao longo de toda a pista localizada próxima ao aeroporto do Galeão com o discurso de que era para proteger a população dos ruídos dos automóveis: era mesmo esse o motivo ou para esconder as favelas que cercam a via dos olhos estrangeiros? Ou seja, financeirizar serviços públicos acarreta dois problemas graves: num primeiro momento, o Estado escolhe aqueles mais atrativos para o setor privado, depois o setor privado (no caso, fundos de pensão estatais) escolhem aqueles que trarão maior retorno no longo prazo. Contudo mais à frente se desenvolve uma nova problemática, o serviço prestado pelas concessionárias atenderá de forma equânime as áreas concedidas? Essas questões são relevantes e merecem uma reflexão, tendo em vista os poucos estudos que pensam as concessões de infraestruturas urbanas pela lógica da financeirização. Os impactos sociais na cidade que essas práticas desenvolvem precisam ser pesquisadas e discutidas, visando uma maior compreensão das contradições existentes nesse processo.

Figura 2: Mapa das linhas de BRT, contando a linha transOlimpíca, única concedida para iniciativa privada.



Fonte: Site BRT Transolímpica.

Figura 3: Mapa com linhas atuais e futuras do sistema de veículo leve sobre trilhos (VLT).



*Mapa referente à etapa 1. Etapas 2 e 3 em construção
Fonte: Site do sistema VLT.

Figura 4: Mapa com as linhas de Metrô da cidade do Rio de Janeiro.



Fonte: Site MetrôRio

Figura 5: Imagem aérea da praça do pedágio da linha amarela – Lamsa.



Fonte: Site JB.FM

Figura 6: Praça do pedágio rodovia Rio – Teresópolis.



Fonte: Site concessionário CRT.

2. A infraestrutura tornada ativo financeiro

O serviço de infraestrutura urbana, de importante impacto social, passa a ser visto como bem financeiro privado de interesse público, ou seja, torna-se um ativo financeiro, um produto a ser apresentado nos relatórios anuais do fundo, entretanto, possui relevância social, um direito de cada um, por isso, “bem financeiro privado, de interesse público” (HEBB e SHARMAB, 2014). Outro aspecto relevante do modelo de concessões é a necessidade de obtenção de informações sobre os mais diferentes locais de investimentos. Por mais que o tema desta pesquisa seja cidade do Rio de Janeiro, é importante uma abordagem que compare outros locais. Torrance (2009) fala em “geografias relacionais” ou relacionamento, como importantes ferramentas para compreender e ajustar os modelos de investimentos dos fundos de pensão, assim, dispensando a necessidade de proximidade espacial para realizar investimentos. Um fundo de pensão de outro país pode contratar um analista no país em que se pretende investir e obter as informações e contatos necessários para fazer suas aplicações e concorrer em ativos de infraestrutura. Portanto, juntando a geografia das finanças com esta geografia relacional, se vê o aprofundamento de tendências que reafirmam certos lugares e áreas da cidade em detrimento de outras. A privatização dos serviços públicos trás para o serviço de interesse público, uma lógica financeira.

O maior papel dos fundos de pensão na infraestrutura urbana da cidade do Rio de Janeiro, como gestores de vários equipamentos de mobilidade da cidade, como metrô e vias expressas, mostra como é importante compreender a financeirização de serviços públicos e como isso altera a cidade do Rio de Janeiro. Tessa Hebb e Rajiv Sharmab (2014) utilizam o termo “geografia das finanças” (para elas, uma área dentro da geografia econômica) para refletir sobre esses acontecimentos similares ocorridos nos Estados Unidos. Para elas, a geografia das finanças:

(...) sugere que, enquanto esse investimento oferece a oportunidade de vincular as economias de aposentadoria à saúde e à vitalidade das cidades em que as pessoas querem viver e se aposentar, a necessidade de gerar lucros com esse investimento resulta em uma melhoria para algumas áreas urbanas, enquanto outras são deixados para trás. (HEBB e SHARMAB, 2014).

Portanto, essa geografia financeira resulta na escolha de lugares de maior interesse, elevando desigualdades urbanas e impedindo a distribuição do crescimento econômico. Os fundos de pensão escolhem os melhores lugares observando aqueles que trarão maior retorno de forma consistente e terão maior estabilidade regulatória. Assim como proximidades relacionadas com a localização da sede desses fundos, visto que todos os três maiores fundos estatais possuem sede na cidade do Rio de Janeiro, criando assim uma rede de contatos.

No caso brasileiro, os fundos de pensão das estatais surgem como os maiores promotores dessa financeirização de equipamentos urbanos públicos. Salientando-se que, não são simplesmente fundos de pensão que estão entrando no mercado de infraestruturas urbanas, até porque essas instituições financeiras não possuem capacidade para gerenciar essas estruturas, por isso precisam se aliar a empresas como OAS (empreiteiras) que detém tecnologia e conhecimento para tal. Os fundos de pensão entram em busca de ativos capazes de gerar lucro, o ativo é visto como uma poupança, um produto financeiro. Essa lógica financeira deixa questões relevantes que devem ser refletidas, afinal de contas, quando um ativo não for mais interessante ou estiver dando menos lucro, qual será a postura? Se desfazer deste equipamento? Privilegiar aqueles setores da concessão que estão dando maior retorno? São situações importantes que precisam ser levadas em conta quando se trata de serviços essenciais para todos.

Assim sendo, de início será importante entender o surgimento dos fundos de pensão brasileiro, assim como o papel dos mesmos, dentro da passagem de um sistema capitalista cada vez mais financeirizado. Para assim, tendo em vista os vários exemplos apresentados, refletir e questionar sobre os vários processos de privatização de serviços públicos da cidade do Rio de Janeiro e como isso é reproduzido no espaço urbano. Estas concessões interferem no espaço urbano da cidade, no modelo de cidade que se pretende produzir e reproduzir. Entender essas problemáticas exigem reflexão e pesquisa identificando as contradições de um processo amplo e complexo.

Dentro da vasta bibliografia utilizada para construir essa pesquisa, as que tratam da financeirização estão entre as mais importantes. Pois para se compreender este processo dentro de um recorte específico, é preciso conhecer os fundamentos mais gerais que a caracterizam. Por exemplo, por acumulação financeira, entende-se o mesmo que Chesnais (2005, p. 37) quando diz que:

(...) a centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações – mantendo-os fora da produção de bens e serviços.

Portanto, surge uma nova inquietação, não somente o lucro industrial pode ser acumulado e investido no sistema em detrimento da produção. Mas os lucros obtidos nos serviços de mobilidade adquiridos pela Invepar, podem ser não reinvestidos em melhorias, mas a frente será apresentado a relação de investimentos feitos pela Invepar em algumas de suas concessões.

Como nosso objetivo é compreender o papel dos fundos de pensão no financiamento de infraestrutura urbana, a literatura sobre a produção capitalista do espaço servirá como base, espaço esse que socialmente produzido é de fundamental importância para a reprodução do capitalismo (LEFEBVRE, 1974). É importante também a conceituação de Milton Santos que entende o espaço formado por um conjunto indissociável, solidário e contraditório de sistemas de objetos e sistemas de ação (SANTOS, 1996).

Esta base teórico-conceitual pretende se desenrolar em dois momentos. Um primeiro buscará uma revisão bibliográfica da produção do espaço no sistema capitalista, baseado principalmente na vasta obra de David Harvey. Na importante obra “Limites do capital”, Harvey revisita o legado de Marx para pensar a urbanização no modo de produção capitalista e a importância do espaço na reprodução desse sistema. Será importante principalmente as explicações sobre o capital fixo. Ao existir um excesso de capital circulante necessitando de investimento, esse excedente necessita de local para ser investido. É importante o debate de Harvey apresenta quanto à obsolescência desses capitais fixos, transportando isso para os serviços urbanos que eram públicos. Nesta pesquisa, pode-se entender como novos capitais fixos os serviços de infraestrutura, que desde os anos 1990 vêm sendo repassados à iniciativa privada. Também se pode entender o excesso de capital circulante como o excedente gerido por fundos de pensão.

Além da obra acima citada, utilizaremos a contribuição de David Harvey exposta em outras obras, como em “O Enigma do Capital”, onde o autor busca um entendimento sobre o fluxo de capital, as intensas modificações espaciais a partir de seu avanço, assim como das intrínsecas crises e reconfigurações recorrentes desse modo de produção. Em “O Novo Imperialismo” nos escritos acerca da importância dos processos de expansão do capitalismo em atualização de mecanismos de espoliação presentes ao longo de toda história do capitalismo, assim como o papel da financeirização nesses mecanismos.

Um segundo momento desta discussão teórica se dará na revisão bibliográfica sobre financeirização e fundos de pensão, assim como sua influência na produção do espaço. Para compreender a financeirização com as ferramentas conceituais da ciência geográfica nossa pesquisa se baseará em produções como as de Pike e Polland (2010) que se inserem no estudo da geografia das finanças, uma subárea da geografia econômica, que precisa se

atualizar e compreender as novas formas de atuar no espaço que as novas tendências capitalistas apontam, em que o capital é fluído e quase instantâneo, se não, irreal, feito em apostas e especulações. Reflexões presentes também em Chesnais (1996).

Geografia financeira que vem destacando o forte papel dos investimentos financeiros no crescimento das desigualdades urbanas. Importante também nessa abordagem são as pesquisas de Torrance (2009) que, dialogando com a geografia das finanças, vê nas novas formas de produção e investimentos capitalistas uma tendência a investimentos que não precisam de contato do investidor com o local onde irá se investir, visto que novos tipos de assessores poderiam vender informações dos locais de interesse e fazem a ponte com a cultura local. Diante disso é necessária compreensão da atuação em redes dos fundos de pensão, redes de serviços, no caso, que são dependentes dos fluxos de informações e agentes, mas que ao mesmo tempo dependem de redes técnicas de infraestrutura para se realizarem no território. Essa atuação em redes, exercida pelos agentes financeiros aqui trabalhados são primeiramente as articulações políticas e suas decisões, mas que dialogam com as redes técnicas, para se refletirem no espaço e dela dependem, por meio dessas concessões (PEREIRA E KAHIL, 2006).

A percepção de Torrance (2009) ao notar que os investimentos dos fundos de pensão também acompanham um projeto de diversificação de riscos espalhados geograficamente e atentos aos retornos financeiros, são necessárias contribuições para a elaboração do trabalho. A escolha pela cidade do Rio de Janeiro para receber a maioria dos investimentos em infraestrutura pode ser notada ao observar que, das treze concessões que os fundos de pensão administram, através da Invepar, seis delas, estão apenas no Rio de Janeiro. Ou seja, há uma relação de escalas de ações que precisam ser observadas em vários níveis, notando também para a escolha dos investimentos na cidade do Rio de Janeiro, que são notadamente vantajosos, geograficamente espalhados pela cidade e vitais para o fluxo urbano de mercadorias e pessoas. Tendo em vista que este projeto de pesquisa foca no papel dos fundos de pensão na financeirização de serviços públicos, portanto, trabalhos como Jardim, Datz ou Grün são importantes para compreender a história dos fundos de pensão no Brasil e sua atuação desde a criação dessas entidades na década de 1970. Tessa Hebb e Rajiv Sharmab também são importantes na reflexão e pesquisa sobre o tema, ao observarem a passagem do serviço de interesse público para de interesse privado. Essa bibliografia será fundamental para compreender as problemáticas envolvidas no fenômeno estudado.

Entender o papel dos fundos de pensão estatais na financeirização de serviços, infraestrutura ou do espaço urbano é fundamental para compreender as mudanças ocorridas nos últimos anos pela cidade do Rio de Janeiro. Contudo, para entender essas ações é importante compreender dois pontos específicos: o surgimento dos fundos e a inserção deles como principais fomentadores da transformação de serviços urbanos em produtos financeiros. É válido observar que os maiores fundos de pensão do país são os estatais, que possuem forte ligação com governos vigentes, seja incentivando a privatização de empresas, seja a concessão de infraestruturas urbanas. Tendo em vista que isso interfere decisivamente na organização do espaço urbano, a análise que proponho neste projeto é fundamental para compreender as mudanças ocorridas na cidade do Rio de Janeiro no período de 2003 a 2015, pressupondo que a financeirização de serviços públicos na cidade do Rio de Janeiro faz parte de um projeto de governança urbana endossado pelo Estado. Durante os anos 1990 os fundos de pensão, assim como o BNDES, foram de enorme importância para o sucesso e o desenvolvimento das privatizações de empresas públicas. Pode-se questionar se este papel como “parceiro” de projetos do Estado esteja novamente em curso, com os fundos de pensão estatais mais uma vez dando suporte a uma política pública. Contudo, não se deve deixar de destacar também a importância, para estas instituições, da prospecção e aplicação de recursos em ativos que possam sustentar os passivos previdenciários dos fundos no longo prazo. Entre as hipóteses que surgem, portanto, é investigar a inserção desde o início dos anos 2000 dos fundos de pensão estatais, no caso, os três maiores, na privatização e concessão de infraestruturas urbanas

assim como outros tipos de infraestrutura. Tendo o Rio de Janeiro como principal recorte de análise, a infraestrutura urbana ganha destaque, tendo em vista a grande presença dos fundos via empresa Invepar na administração de relevantes serviços de mobilidade.

Muitos trabalhos que analisam a função econômica ou social dos fundos foram feitos e são de grande importância para o debate e reflexão acerca das contradições do tema. Entretanto, permanece uma escassez de trabalhos geográficos sobre o tema, que abordem a distribuição espacial dos investimentos, as desigualdades existentes na distribuição dos recursos e conseqüentemente as repercussões políticas, sociais e econômicas dessas ações. A sede dos três maiores fundos estatais se localiza na cidade do Rio de Janeiro, e a maior parte das infraestruturas administradas está na cidade do Rio de Janeiro. A capacidade da geografia em notar essas problemáticas e refletir sobre elas apresenta um novo espaço dentro da pesquisa, indo além do debate da geografia econômica e urbana, mas também um importante componente político, com suas diferentes capacidades de atuar e se inserir nos conflitos e disputas. Analisar as relações de vários agentes que atuam em diferentes escalas e conexões é uma maneira útil de compreender a relação entre o governo federal e os representantes dos fundos. No capítulo seguinte após a apresentação da metodologia utilizada neste trabalho, apresentaremos os dados obtidos.

3. Uma análise preliminar da geografia dos investimentos por fundos de pensão

Antes de apresentar os dados colhidos nesta pesquisa apresentando dados relacionados à Invepar e às concessões que a empresa possui na cidade do Rio de Janeiro, será esclarecida a metodologia utilizada neste trabalho. A metodologia utilizada nesta pesquisa se baseia na revisão bibliográfica do tema. No Brasil, trabalhos na sociologia e economia debatem as configurações sociopolíticas que o tema desperta, as implicações no sistema capitalista e ajudam a preencher a lacuna que a falta de trabalhos de geógrafos sobre o tema provoca. Por outro lado, a produção no exterior é bem ampla e diversa, com linhas já bastante definidas em outros centros de pesquisas. Os motivos para essa negligência da pesquisa nacional são diversos, como exemplo, a recente importância adquirida pelos fundos de pensão: enquanto no país as instituições são relativamente recentes, nos países desenvolvidos, já são bastante consolidadas.

Considerando que os fundos de pensão tenham sido deliberadamente utilizados para suprir a escassez de capital em infraestrutura, esta pesquisa busca realizar uma análise sobre o papel destas instituições na financeirização da infraestrutura urbana da cidade do Rio de Janeiro, por isso a utilização de dados preliminares colhidos que ilustrem essa configuração será de grande importância.

Após a apresentação do tema aqui desenvolvido, com as devidas descrições da metodologia utilizada nesta pesquisa, apresentaremos os dados obtidos até o momento, por meio de tabelas e descrição dos dados para melhor debate e compreensão do tema. Na tabela a seguir será apresentado o total de empreendimentos administrados pelos fundos de pensão por meio da empresa Invepar.

Tabela 1 – Porcentagem de participação da Invepar nos ativos que administra na cidade.

Ativo	Porcentagem
Metrô Rio	100%
BRT - TransOlimpico	33,34%
Veículo leve sobre trilhos - VLT	24,8%
Linha amarela - Lamsa	100%
Rio - Teresópolis	24,9%

Fonte: Site Invepar.

Como é possível observar, os fundos de pensão, por meio da Invepar, empresa que possuem em conjunto com a empreiteira OAS, administram importantes serviços de mobilidade na cidade do Rio de Janeiro, em alguns com a totalidade da concessão. Entretanto, ao mesmo tempo que se observa forte presença dos fundos de pensão em importantes infraestruturas da cidade, pode-se observar a pulverização de acionistas em algumas concessões citadas, realçando o que vem sendo defendido - a financeirização de infraestruturas urbanas na cidade do Rio de Janeiro - e mostrando que os negócios podem ser de fato lucrativos, tendo em vista o grande interesse.

Tabela 2 – Receita valor econômico gerado pelas concessões que a Invepar faz parte.

Receita em Milhões de reais	Lamsa	Metrô Rio	TransOlimpica*	VLT	CRT
2016	258,1	960	-	27,7	45,3

* Início das operações em 9 e julho de 2016.

Fonte: Relatório Invepar 2016.

Tabela 3 – Volume de passageiros total transportado pelo Metrô Rio.

Metrô Rio	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Volume de passageiros	180 milhões	186 milhões	192 milhões	228,2 milhões	233 milhões	240 milhões

Fonte: Relatórios Invepar.

A Invepar existe desde o início dos anos 2000, entretanto, é a partir de 2011 que a empresa vem tendo receitas líquidas cada vez maiores, até ser interrompida pelos fracos desempenhos a partir da crise de 2015 e 2016. Ainda assim, diga-se, a empresa conseguiu sustentar vultosos resultados financeiros, como apresentado no último relatório divulgado no ano de 2016. A empresa passou de uma receita líquida de 905 milhões de reais em 2011 para uma receita de três bilhões e meio de reais em 2016, ou seja, em apenas cinco anos a empresa quase quadruplicou sua receita líquida, receita esta que desconta as despesas do mesmo período de um ano analisado. É importante destacar que esse valor conquistado pela empresa se refere à sua receita total e, portanto, não está relacionado apenas aos resultados dos ativos no Rio de Janeiro. Chamam atenção alguns dados referentes aos ativos fluminenses, por exemplo o valor econômico direto gerado pelo Metrô Rio no ano de 2016, que atinge 960 milhões de reais. É importante salientar que neste ano foi disputada na cidade os jogos olímpicos e o metrô teve importante papel na mobilidade dos habitantes e visitantes da cidade, tendo circulado pelos trilhos da concessionária 240 milhões de pessoas, um recorde. No ano de 2016, outra importante infraestrutura de mobilidade da cidade bateu recordes, também sob influência dos jogos olímpicos: pela linha amarela circulou 131 mil carros diariamente pelo pedágio, gerando um valor econômico de 258,1

milhões de reais. A Linha Amarela na cidade do Rio de Janeiro desempenha um relevante papel de mobilidade, pois liga as regiões do centro, norte e oeste da cidade, mais precisamente os bairros de Jacarepaguá e Barra da Tijuca, bairro onde se localizava o mais importante parque olímpico dos jogos. Contudo, quando comparado com os dados do ano anterior, observa-se que a empresa teve uma pequena queda no número de carros diários pela praça do pedágio, quando passaram 138 mil veículos diariamente. Destaca-se, portanto, que a empresa Invepar, controladora de 100% das duas concessões, tanto da linha amarela quanto do metrô, controla as duas das principais redes de mobilidade da cidade, uma de carros particulares e coletivos rodoviários e outra de transporte de massa como o metrô, que vem crescendo anualmente. Deve-se lembrar que no ano de 2016 entrou em operação a nova linha de metrô do sistema, a linha 4, ligando a Barra da Tijuca à zona sul da cidade. Outro modal que pode ser utilizado é o recentemente inaugurado na cidade, o veículo leve sobre trilhos, o VLT, que circula pelo centro da cidade do Rio de Janeiro, interligando a rodoviária da cidade, a Novo Rio, ao aeroporto Santos Dumont, passando pelo terminal de ônibus e trens da central do Brasil. No ano de 2016 o VLT transportou 756.172 pessoas e gerou 27,7 milhões de reais de receita líquida ajustada, neste consórcio a Invepar é detentora de 24,8% do grupo.

Quanto aos investimentos feitos pelos consórcios, iniciaremos pelos que são totalmente controlados pela Invepar. No Metrô Rio os investimentos da concessionária em 2011 foram de 199,2 milhões de reais, quando as novas composições começaram a ser encomendadas visando à renovação da frota, os jogos olímpicos e Copa do Mundo. Em 2012 foram investidos 320 milhões de reais, ano de maior investimento, tendo havido queda anualmente até chegar aos 87,1 milhões de reais em 2016, quando houve também o maior lucro. Na Lamsa (linha amarela) o consórcio também investiu maior soma no ano de 2012, no total de 251 milhões de reais, nesse caso, por causa da renovação do contrato de concessão, no ano seguinte, por exemplo, foram investidos 15,1 milhões de reais, aumentando para 33,2 milhões em 2016. Na concessionária que administra a rodovia Rio-Teresópolis, CRT chegou-se a receita líquida ajustada de 45,3 milhões de reais, nessa infraestrutura a Invepar possui 24,9% do consórcio.

Infelizmente não são todos os ativos que possuem seus dados recentes expostos nos relatórios anuais da empresa Invepar, muito menos nos relatórios dos três maiores fundos de pensão. Contudo, com os dados obtidos nesse início de pesquisa, que está apenas começando seu desenvolvimento e terá maior riqueza de dados muito em breve, já é possível observar a importância dos fundos de pensão, por meio da Invepar, na cidade do Rio de Janeiro. Como importantes administradores de serviços públicos e infraestruturas lucrativas e vitais na mobilidade urbana e na economia da cidade. A capacidade de influenciar algumas medidas de política pública são marcantes, pois controla não apenas um modal, mas vários, desde o rodoviário, até o metroviário, passando pelos transportes alimentadores. Ao mesmo tempo, políticas públicas relativamente simples quando se observa o controle dessa empresa, como na criação de bilhete de fato único, são medidas difíceis de serem postas em prática. Outro importante ponto é o fato da empresa estar no controle de duas importantes praças de pedágio, da linha amarela e do BRT Transolímpico. O plano de investimento de longo prazo dos três fundos parece seguir alinhado e frutífero, tendo em vista a lucratividade de todos os serviços públicos. Com capacidade de crescimento, a linha 4 do metrô, por exemplo, vem funcionando abaixo da capacidade esperada e ainda possui uma linha para terminar sua já iniciada construção (estação Gávea), assim como o BRT que também opera abaixo do esperado e do VLT que ainda terá estações inauguradas. Uma pesquisa detalhada da inserção dos fundos é necessária para analisar o papel destas entidades na economia, visto que as reformas previdenciárias são uma realidade e as taxas de juros no ano de 2017 e início de 2018 chegaram a patamares mínimos históricos, o que forçará esses fundos a investir e diversificar suas carteiras de investimentos em direção a ativos de maior risco e de retorno de longo prazo, como

infraestrutura, tendo em vista que investimentos como em títulos públicos tendem a ser menos lucrativos com as quedas na taxa Selic². Essa busca por outros ativos irá fortalecer a busca por serviços públicos como os aqui apresentados, reforçando os do Rio de Janeiro, e quem sabe, em outras partes do país.

4. Conclusão

Essa pesquisa, ainda em estágio inicial, se propõe a estudar a financeirização dos serviços e infraestruturas urbanas da cidade do Rio de Janeiro. Não se trata de estudar a pura e simples privatização desses serviços, mas sim a financeirização conduzida por agentes específicos, no caso, os fundos de pensão estatais aqui apresentados: Petros, Funcef e Previ. Qual a grande diferença entre privatizações por empresas quaisquer e as feitas pelos fundos de pensão? No caso, para se compreender isso, é preciso, como dito no início deste trabalho, ter noção da articulação existente entre os fundos de pensão propriamente dito e o governo federal. Essa “articulação” foi capaz em duas décadas de criar um mercado que juntando previdências pública e privada, chega ao incrível número de 830 bilhões de reais dividido em 676 planos, segundo o jornal O Globo de 18 de março de 2018. Deste valor, 180 bilhões é administrado somente pela Previ, o maior fundo de pensão do país, ou 21,6% do total.

O projeto de criar uma poupança interna privada³ capaz de liberar o sistema financeiro para financiar o crescimento econômico e atenuar os gastos obrigatórios com previdência fomentou a criação destes fundos de pensão. Entretanto, os fundos de pensão estatal se alinharam, ao longo do tempo, com as várias políticas econômicas propostas, ajudando, na década de 1990, na privatização das empresas públicas e nos anos 2000 na concessão de infraestrutura pública, sendo importantes na concessão e no financiamento, seja por meio da Invepar ou diretamente. Devido à histórica ligação do Partido dos Trabalhadores com o sindicalismo do país, os três maiores fundos de pensão passaram a ter nas suas presidências pessoas bastante ligadas à cúpula do partido, assim como suas crenças. Essa articulação permitiu maior articulação entre o governo federal (poder executivo) e esses grandes investidores institucionais, ao mesmo tempo permitiu a concessão de inúmeras infraestruturas urbanas amparadas pelo discurso da inserção do trabalhador no sistema financeiro e popularização desse mesmo sistema, assim como as possíveis melhorias nos serviços que esses novos gestores poderiam trazer (JARDIM, 2009).

Nos últimos 20 anos os fundos de pensão passaram por um consistente crescimento, tanto do ponto de vista dos recursos administrados quanto do ponto de vista político. Em 2003, no primeiro ano de governo Lula foi feita uma reforma da previdência, alterando algumas características da previdência do servidor público, entre elas o salário integral após a aposentadoria, ou seja, ao se aposentar o servidor não mais ganharia o mesmo salário do último mês na ativa, assim como não teria mais seu reajuste atrelado aos reajustes dados aos servidores ativos. Em compensação, esse servidor que ingressasse a partir de 2003, como servidor federal seria incorporado a uma previdência complementar. Porém, essa lei aprovada, só viria a ser regulamentada em 2012, no governo Dilma Rousseff, nove anos depois, assim como a instituição de previdência complementar, a FUNPRESP. Por isso, devido ao curto espaço de tempo, não se pode apresentar o real tamanho desse fundo, visto que nem sua adesão foi ainda plenamente alcançada. Nesse mesmo tempo, no Rio de Janeiro, os fundos de pensão tiveram um enorme papel na cidade, assumindo já no final dos anos 90 a principal via expressa da cidade, a linha amarela, e ao longo da década, outras infraestruturas. Chama atenção o papel dos mega eventos nesse crescimento, pois a realização dos jogos olímpicos na cidade permitiu a criação do BRT,

² Muitos títulos públicos são corrigidos pelo valor da taxa de juros Selic.

³ Dinheiro poupado por empresas e pessoas físicas.

VLT e expansão do Metrô, assim como o fluxo consistente na linha amarela, não são infraestruturas de pequeno porte, pelo contrário, são serviços de mobilidade de conectam toda a cidade, assim como serviços de massa, como Metrô, até os mais turísticos, como VLT

Por fim, tendo em mãos o material até momento recolhido, mas ainda carecendo de entrevistas e maior bibliografia, é possível confirmar o expressivo papel dos fundos de pensão na financeirização de serviços públicos, transformando esses serviços em ativos financeiros capazes, juntamente com seus outros investimentos, sustentar os passivos previdenciários de seus clientes. O papel dos fundos é interessante e suscita algumas reflexões, como exemplo, questionar se as ações dos fundos seria o mesmo feito nas privatizações das empresas estatais nos anos 90, estariam novamente entrando nessas concessões para iniciar um processo e atrair outros setores do mercado, para com o tempo criar um mercado robusto e rico de ativos de infraestruturas? Por mais que este não seja o foco deste trabalho, são questões significativas. Em decorrência de sua centralidade nacional, assim como a realização dos jogos olímpicos e Copa do Mundo, o Rio de Janeiro se tornou um laboratório dessas práticas, como o porto maravilha, o parque olímpico da Barra e as infraestruturas urbanas. O problemático é que todas essas medidas e ações mexem com muitos aspectos da vida das pessoas, pois há concentração do controle dos serviços públicos de mobilidade, há reforma previdenciária e um gasto do dinheiro destes aposentados na aquisição desses ativos. Os fundos de pensão são nacionais e, portanto recolhem dinheiro em todo o país, contudo, como visto na figura 1, existe uma concentração dos investimentos em mobilidade na região sudeste, com grande diversificação no estado do Rio de Janeiro.

Para Chesnais (2005, p.50) a propriedade patrimonial cria direitos a rendas sob a forma de aluguéis, de rendas do solo (urbano ou rural), para a propriedade patrimonial:

A finalidade dela não é nem o consumo nem a criação de riqueza que aumentem a capacidade de produção, mas o “rendimento”. A propriedade patrimonial se faz acompanhar de diferentes estratégias de investimento financeiro.

Sauviat (2005, p. 126) possui um olhar crítico sobre a atuação dos investidores institucionais, como pode ser visto no seguinte trecho:

Em face do objetivo fixado de maximização do valor acionário para responder as exigências dos mercados e à intensificação da concorrência, não são os interesses dos assalariados criadores de riquezas e da valorização do capital humano como fator possível de competitividade que guiam a política dos dirigentes da empresa. Ao contrário, estes privilegiaram os esquemas que vão ao encontro das “preferências” dos investidores, tais como a redução de custos, a reestruturação dos grupos em torno dos segmentos de atividade mais rentáveis, os programas recorrentes de recompra de ações etc.

Como pode ser visto, por mais que a crítica seja aos meios de produção, a problemática também pode ocorrer nos serviços públicos, até que ponto os lucros são revertidos em melhorias do sistema? Qual a parcela do lucro é revertida em melhorias no serviço? Como relacionar o direito à mobilidade e a margem de lucro do gestor via cobrança de tarifas? Nesse caso, contratos bens construídos pelo poder público prevendo defendendo as necessidades da sociedade é essencial. Ainda se utilizando do economista francês, o mercado financeiro é aquele dotado de capacidade mágica de transformar dinheiro em um valor que produz. O fundo de pensão adquire centenas de ações e infraestruturas sem visar um plano de investimento, pois seu foco é a obtenção de lucros no longo prazo, estando em pauta a qualquer momento, se desfazer de seus ativos por propostas vantajosas, nesse

caso, contratos de concessões protegendo a sociedade como interessada na sua locomoção e como consumidora, reafirma a necessidade de boa fiscalização dos contratos feitos. A participação da sociedade no acompanhamento da fiscalização seria um avanço no democrático e no modelo de gestão.

Por fim, essa pesquisa se propõe a estudar um tema ainda pouco observado pelos geógrafos, seja na geografia econômica ou até mesmo urbana. Contudo, a financeirização de serviços públicos, tendo importantes instituições financeiras (fundos de pensão) na gestão de importantes serviços públicos parece ser um tema importante o suficiente para que se tenha maior produção sobre. A inserção dos fundos nos serviços públicos, com certa ênfase nas infraestruturas de mobilidade, surge de forma acelerada no início dos anos 2000, trazendo algumas questões importantes. O serviço público ser visto como ativo que possa ser desfeito no futuro é prejudicial, me parece, pois envolve necessidades sociais importantes, como o direito a mobilidade. Essa e outras questões precisam ser debatidas para se entender um processo que ainda é recente no país, para que assim, novas pesquisas surjam, com novas questões.

5. Referência bibliográfica

BATHELT, H. GLÜCKLER, J. Toward a relational economic geography. *Journal of Economic Geography*. pp, 117-144, 2003.

CLARK, G.L. Pension fund capitalism: a causal analysis. *Geogr. Ann.* pp, 139–157. 1998.

CLARK, G. L. Pension fund capitalismo. Oxford: Oxford University Press, 2000.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências*. São Paulo. Boitempo. 2005 p. 35-68.

DARDOT, Pierre & LAVAL, Christian. *A nova razão do mundo: ensaio sobre a sociedade neoliberal*. São Paulo: Boitempo, 2016.

DATZ, Giselle. Brazil's Pension Fund Developmentalism. *Competition and change*, Vol. 17 No. 2. pp, 111-128. 2013.

FARNETTI, Richard. O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglosaxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas. In: CHESNAIS, François (Coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. 1998 p. 183-210.

GRÜN, Roberto. Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. *Mana*. p. 7-38, 2003.

_____. O “nó” dos fundos de pensão. *Novos estudos*. p. 19-30, 2005.

GUTTMANM, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos estudos*. p. 11-33, 2008.

GRANEMANN, Sara. A Reforma da Previdência do governo Lula: argumentos e perspectiva de classe. *Revista Outubro*, nº9, p. 113-124, 2003.

HARVEY, D. *Para entender o capital – livro 1*. São Paulo: Boitempo, 2013.

_____. *Os limites do capital*. São Paulo: Boitempo, 2013.

_____. *O enigma do capital e as crises do capitalismo*. São Paulo: Boitempo, 2011.

_____. *O neoliberalismo: história e implicações*. 2ª ed. São Paulo: Loyola, 2011.

_____. *A produção capitalista do espaço*. São Paulo: Annablume, 2005.

_____. *Espaços de esperança*. São Paulo: Loyola, 2009 [2000].

_____. *A condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 2010.

HEBB, Tessa, SHARMA, Rajiv. New Finance for America's Cities. *Regional Studies Association*. Vol. 48, No. 3. p. 485–500, 2014.

JARDIM, Maria A. Chaves. Entre a Solidariedade e o Risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula. Coleção TC – Trabalho e Contemporaneidade. São Paulo: Anna Blume/Fapesp, 2009.

JARDIM, M. C. A crise financeira de 2008: Os discursos e as estratégias do governo e dos fundos de pensão. *Revistas de ciências sociais*. Rio de Janeiro. p. 901-941, 2013.

LEFEBVRE, Henri. A produção do espaço. Tradução não-oficial da UFMG. Belo Horizonte, 2005.

PEREIRA, F. M. Uma “nova classe” no capitalismo brasileiro? Um estudo sobre a direção executiva da PREVI durante o governo Lula. 2013. Dissertação (Mestrado e ciências políticas) – Universidade Federal do Paraná. Curitiba, PR, 2013.

PEREIRA, M. F. V, KAHIL, S. P. O território e as redes: considerações a partir das estratégias de grandes empresas. In: Gerardi, L. H. D. CARVALHO, P. F. C. (Organ.) *Geografia: ações e reflexões*. Rio Claro: UNESP/IGCE: AGETEO, pp, 217-230, 2006.

PIKE, Andy. POLLARD, Jane. *Economic Geographies of Financialization*. p. 29-51, 2010.

SAUVIAT, C. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequências*. São Paulo. Boitempo. 2005. p. 109-132.

SANTOS, Milton. *A Natureza do Espaço: técnica tempo, razão e emoção*. São Paulo: Hucitec, 1996.

_____. *Espaço e método*. São Paulo: Nobel, 1985.

SIEMIATYCHI, Matti. Pension Fund Investors in Transport Infrastructure: Opportunities and Barriers. *Case Studies on Transport Policy*. *Case Studies on Transport Policy*. pp, 166-175, 2015.

TORRANCE, Morag. *The Rise of a Global Infrastructure Market through Relational Investing*. Clark University. pp. 75-97, 2009.

WOLFGANG, Streeck. *As crises do capitalismo democrático*. *Novos estudos*. p. 35-55, 2012.

ZIBECHI, Raul. A ampliação da elite no poder. In: Zibechi, Raul. *Brasil Potência: entre a integração regional e um novo imperialismo*. p. 49-85, 2012.

seminário internacional



**FINANCEIRIZAÇÃO
E ESTUDOS URBANOS:**

**OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA**

**Padrão de Financiamento das Empresas do Setor de Edificação
(2010/2017)**

Real Estate Company Methods of Finance (2010/2017)

Carlos Alberto Penha Filho, CEDE/IE/Unicamp,
carlos.penha@yahoo.com.br

Resumo

O objetivo deste trabalho é explorar quais são as fontes de financiamento das empresas de capital aberto do segmento de edificações no Brasil e a situação do endividamento. A importância de destrinchar a origem dos recursos que financiam as atividades de construção e incorporação imobiliária ocorre, pois, a partir desses dados, pode-se compreender a estrutura de capital dessas companhias, quais os capitais que aportam nessas empresas e de que maneira isso influencia as estratégias de negócios adotadas. A metodologia do trabalho será com base nos Balanços Patrimoniais divulgados pelas empresas e compilados pelo sistema Economatica, o período estende-se de 2010 até 2017.

Palavras Chave: Estrutura de Capital; Financiamento; Negócios Imobiliários.

Abstract

The aim of this paper is to explore the sources of financing of publicl traded companies in the construction segment in Brazil and the debt situation. The significance of unraveling the origin of the resources that finance the activities of real estate development occurs because, from these data, one can understand what types of capital they contribute in these companies and what strategies of investments are adopted. The methodology of this paper will be based on the balance sheets disclosed by the companies and compiled by the Economatica system, the period extends from 2010 until 2017.

Keywords/Palabras Clave: Capital Struture; Financing; Real Estate Bussiness

1. Introdução e Contextualização

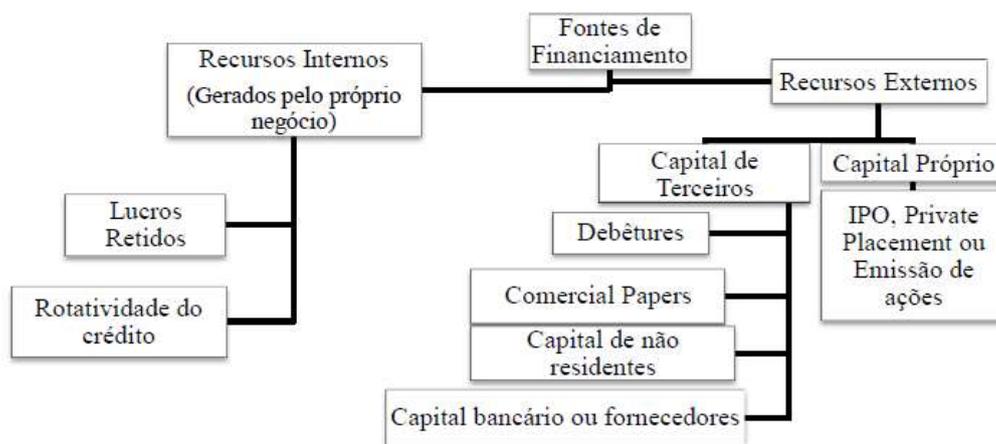
A preocupação acerca da natureza do investimento, suas fontes de financiamento, os desdobramentos para a economia real e as estratégias empresariais estão presentes nas mais diferentes correntes de pensamento econômico. Diversos autores investigaram as questões de ordem macroeconômica que envolvem o investimento, no entanto apesar dessas abordagens amplas sobre a temática foi na década de 1950 que a teoria econômica, juntamente com teóricos das finanças debruçam seus olhares para o entendimento de como as empresas não-financeiras financiam seus investimentos e quais as implicações disso para a gestão interna dos recursos além das correspondências sobre a dinâmica econômica geral.

Mesmo não sendo objetivo desse artigo discutir as diferentes concepções teóricas tanto do papel do investimento como das visões acerca das diferentes fontes de financiamento, escolheu-se por apresentar brevemente algumas das principais contribuições sobre a estrutura de capital das empresas e como estas avançam ao longo das décadas. Além dessas abordagens, destacam-se os trabalhos pioneiros dentro da tradição da economia política marxista que por meio de algumas categorias analíticas abordam o assunto.

Nesse caminho, o objetivo aqui proposto é discutir o padrão recente de financiamento das empresas de capital aberto do segmento de edificações a partir de indicadores e dados dos balanços patrimoniais dessas empresas. A escolha dos recursos pelos quais a empresa decide financiar tanto seus investimentos produtivos como financeiros, além da continuidade da atividade (capital giro) passa por determinantes tanto microeconômicos como macroeconômicos. É a interação desses dois ambientes que as empresas decidem qual a melhor fonte de recursos (BACIC, 1990).

Dentre essas há dois tipos: os recursos internos, originados dos lucros acumulados pela atividade da companhia e a rotatividade do crédito (combinação entre os recursos próprios e o passivo da empresa) e os recursos externos que são o capital próprio, originário da emissão de ações e aportes de acionistas e o capital de terceiros, cujas fontes são a emissão de debêntures, empréstimos bancários, *comercial papers* dentre outros.

Figura 1 – Fontes de Financiamento



Fonte: Fonseca , 2015 : 8

Ao escolher determinada fonte de financiamento a empresa incorre em custos e riscos associados a esta. Cabe pontuar também que além dos aspectos macro e microeconômicos, outro determinante para escolha é o sistema financeiro que proporciona alternativas às firmas. A questão que se coloca é que, ao privilegiar determinada fonte de financiamento essas empresas deverão seguir as normais contratuais estabelecidas pelos seus credores ou

acionistas. Nesse sentido, a forma como a empresa se financia tem impacto direto sobre suas estratégias produtivas ou financeiras. Almeida et. al. (2013) exemplificam que a escolha pelo mercado acionário coloca as empresas dentro da lógica desse sistema implicando em uma visão de curto prazo na gestão de seus negócios. Essa visão abre um campo de pesquisa que tem se dedicado a compreender a lógica de gestão de empresas não- financeiras que passam a agir em semelhança a esses capitais que orbitam no mercado financeiro, adotando uma visão curtoprazista denominada de maximização do valor do acionista.

Lazonick e O’Sullivan (2000) discutem as alterações no plano estratégico das empresas visando os interesses circunscritos pelos acionistas. Para eles, a estratégia da empresa não-financeira transitou do ideal de “reter e reinvestir” para o “reduzir tamanho e distribuir”.¹ Isso significou o seguinte: durante o período de vigência do fordismo keynesianismo as corporações retinham os lucros gerados e, posteriormente, investiam nas atividades produtivas; atualmente essas empresas buscam reduzir as atividades concentrando no *core* da corporação e com os lucros auferidos são remunerados os acionistas. Essa remuneração ocorre por meio tanto de dividendos como de recompra de ações, o primeiro para distribuir aos acionistas o lucro da empresa e a segunda como forma de garantir o preço da ação em um determinado patamar desejável pelos seus detentores e evitar aquisições hostis (*takeover*).

Para evidenciar essas mudanças nas estratégias das empresas os autores elencam uma série de dados relativos as demissões e gerações de emprego nos EUA nas décadas de 1980 e 1990 e a ampliação do volume de recursos direcionados a distribuição de dividendos e recompra de ações.

O setor que discutiremos mais a frente, o de edificações, passou por um movimento de abertura de capital no Brasil a partir de 2006. Diversos fatores macro e microeconômicos colaboraram para que as empresas desse setor, até então de controle familiar, buscassem como fonte de recursos o mercado acionário. Entre 2006 e 2011 foram 20 empresas que abriram capital na bolsa de valores de São Paulo injetando aproximadamente 33 bilhões de reais em valores atuais e mais 44 bilhões de reais de recursos de *follow-on*, ou seja, por meio de novas emissões. A tabela 1 mostra que o número de IPOs por segmento da Bovespa com mais de 5 realizados entre 2004 e 2017. De um total de 164 aberturas de capital nesse período, 20 foram de empresas da construção civil (no nosso caso edificações) e mais 16 *follow-on*. Ainda na atividade imobiliária, porém fora do escopo de trabalho estão 9 aberturas de capital de empresas que fazem exploração de imóveis, principalmente de shopping centers. Esse dado mostra como a atividade imobiliária teve destaque no período recente de aberturas de capital no Brasil.

Tabela 1 - Número de IPOs e Follow-On (2004-2017)

Segmento	IPOS	Follow-On
Construção Civil (eific)	20	16
Bancos	13	8
Alimentos	10	-
Energia Elétrica	9	13
Exploração de Imóveis	9	13

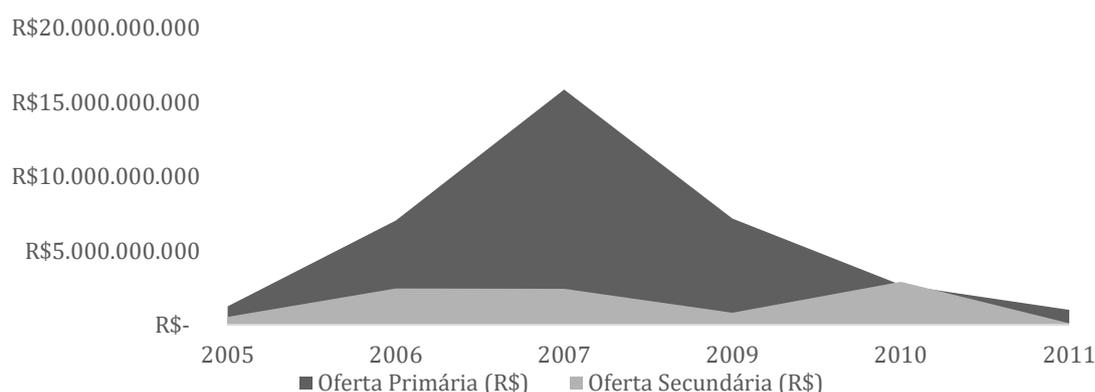
¹ Apesar de basear nos trabalhos desenvolvidos por essa perspectiva que foi citada, acredita-se que para o setor imobiliário devem ser feitas as necessárias mediações, uma vez que, apesar de também ser uma atividade não-financeira, o acesso ao mercado de capitais fez com que as estratégias dessas caminhasse no sentido oposto ao colocado pelos autores. Isto é, passaram a ampliar seu escopo, aumentando de tamanho e atuando tanto em diversas áreas do país como em diversos nichos de mercado. Portanto, parte da hipótese desse trabalho é que para renumerar esses novos agentes foi necessário expandir os negócios imobiliários na lógica crescer-endividar-distribuir.

Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	7	-
Programas e Serviços	6	1
Serviços Educacionais	6	6
Exploração e/ou Refino	5	1
Serviços Financeiros Diversos	5	2

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da BM&FBovespa

Já o gráfico 1 mostra a evolução dos recursos captados via emissões de ações tanto primárias (novas ações destinadas a novos acionistas potenciais com aumento de capital nas empresas) como secundárias (cotas já existentes destinadas apenas a acionistas sem aumentos de capital nas empresas). Como pode-se ver, o pico de captação de recursos via emissão de ações ocorre em 2007 quando chega a quase 16 bilhões em termos de oferta primária. A partir daí reduz-se substancialmente a captação no mercado acionário findando em 2011 com pouco mais de 1 bilhão entre ofertas secundárias e primárias.

Gráfico 1 – Oferta Primária e Secundária Construção Civil (2005-2011). (Em R\$ corrigido IPCA)



Fonte: elaboração própria a partir de dados da BMFBovespa

Como pontuou Fix (2011), a abertura de capital e as seguidas emissões de ações trouxeram para dentro da gestão dessas empresas novos atores, como os investidores institucionais de origem estrangeira. Rufino (2012), Shimbo (2010) e Fix (2011) também discorrem sobre como a abertura de capital alterou os negócios da incorporação imobiliária e suas estratégias. Por hora carecemos de elementos para afirmar que as colocou em uma visão curtoprazista, no entanto, liquidar produtos no dia do lançamento (reduzindo o tempo de rotação do capital) foi meta central das áreas de incorporação e vendas. Além disso, essas empresas abrigaram dentro das estruturas, até então dominadas por engenheiros, os administradores financeiros gerando conflitos internos na gestão do negócio. Também decorre que essas empresas tiveram que arcar com os anseios colocados pelos acionistas.

A frase a seguir de Elie Horn, fundador da empresa Cyrela são esclarecedoras quanto ao tema abordado: "O bom do IPO é que você vê um dinheiro que nunca viu, mas o ruim é que passa a ser escravo do mercado".(Época Negócios 13/11/2014). Apesar das críticas colocadas pelo incorporador, no plano dos negócios os recursos captados no mercado acionário proporcionaram um crescimento excepcional para as empresas. A grande maioria com alcance regional restrito ao sudeste expandiu-se geograficamente e houve inclusive tentativas de internacionalização, e não apenas isso.

Outro fato desse momento foi a diversificação de produtos, ou seja, as empresas passaram a ofertar às mais diversas faixas de renda, especialmente o segmento econômico que foi turbinado com recursos do programa Minha Casa, Minha Vida a partir de 2009. A formação dos *landbanks* com recursos captados no mercado acionário assegurou a essas empresas reserva de mercado em determinadas praças e garantia de produção por vários anos. Para muitos autores, esses movimentos implicaram na reestruturação dos negócios imobiliários no Brasil.²

Apesar desse movimento de crescimento a partir de 2011 ocorreu estaque dos recursos captados via emissão de ações e a redução paulatina da atividade imobiliária sobretudo no ano seguinte (PENHA FILHO e MIOTO, 2017). A partir daí houve alterações na dinâmica colocada pós abertura de capital, como exemplo pode-se citar o fechamento de capital de algumas e a decretação de falência da construtora que era considerada a maior do país. Esses eventos acentuam-se a partir de 2015 quando o país abarca em uma crise econômica e política de grande magnitude.

A partir desse contexto, pós abertura de capital, busca-se, entender como se deu a estrutura de financiamento das empresas de capital aberto pós-2010, ou seja, quais as fontes de recursos e que tipos de capitais financiam a atividade de edificações no Brasil. Em outros termos, qual a estrutura de capital dessas empresas? Para tanto, utilizaremos índices de endividamento, alavancagem, estrutura do passivo, dentre outros a partir da mediana de todas as empresas do setor listadas na Bovespa e situadas no Novo Mercado. O olhar pretendido nesse trabalho é setorial não individualizando por empresa. Os dados são dos Balanços Patrimoniais e dos Demonstrativos de Resultado de Exercício divulgados e compilados pelo sistema Economática.

Para os propósitos descritos, além dessa introdução e contextualização, o artigo segue em mais três seções e as considerações finais. A primeira faz uma revisão geral das teorias da estrutura de capital e de financiamento situando o leitor no debate sobre essa temática no interior da teoria econômica e das finanças. A segunda seção trata dos sistemas financeiros e das fontes de recursos destinadas ao financiamento imobiliário no Brasil. A terceira e última seção mostra o padrão recente do endividamento e do financiamento das empresas de capital aberto do segmento de edificações entre 2010 e setembro de 2017 pautado pela descrição dos dados e das perguntas que eles levantam, criando assim uma agenda de pesquisa sobre o tema.

2. Estrutura de Capital e Financiamento: as diferentes abordagens teóricas

O estudo sobre como as empresas não financeiras financiam suas atividades produtivas abarca os campos teóricos da economia e da administração financeira. Tratam-se de abordagens cujo propósito é compreender quais os aspectos macroeconômicos e microeconômicos implicam no ambiente decisório de endividamento das empresas. O interesse por esse campo de pesquisa dentro dessas áreas surgiu inicialmente na década de 1950. O estudo pioneiro de como as empresas financiam seus investimentos, quais os meios para isso e as implicações para as estratégias internas foi o de Merton Miller e Franco Modigliani em 1958 no artigo "*The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment*".

Partindo das premissas da economia neoclássica como concorrência perfeita, perfeitas condições de acesso a informações e ausência de custos de transação, o Teorema Modigliani

² Ver Lencioni (2014) e Pereira et. al (2011).

- Miller argumenta que as fontes de financiamento de uma firma não têm relevância para formação do investimento. Para os autores, esse era ditado exclusivamente pelas variáveis reais da economia como produtividade, demanda e progresso técnico. No fim, a conclusão dos autores seguiu a direção de que a estrutura de capital das empresas é irrelevante para sua gestão interna e para a formação de investimentos (ALMEIDA *et al* , 2013).

Citando o economista Joseph Stiglitz, Almeida *et al.* (2013) pontuam que um trabalho que considerou irrelevante a maneira como as empresas financiam seu investimento foi capaz de despertar a pesquisa acadêmica sobre o tema. A partir de Modigliani e Miller uma série de trabalhos objetivaram refutar o teorema proposto pelos autores além de entender a estrutura de capital das empresas e como isso interfere na administração financeira interna. De acordo com os autores os trabalhos seguintes foram embasados em pressupostos teóricos como: mercados imperfeitos, custos de agência e de transações, possibilidade de falência, aquisições hostis (*takeover*), estruturas do sistema financeiro. Com isso lançaram-se para entender as implicações da estrutura de capital das empresas não apenas pela ótica interna dessas mas como influenciam o crescimento das economias nacionais.

A relevância da dimensão financeira abriu uma ampla discussão sobre qual seria a estrutura ótima de capital para as empresas e os fatores que a condicionariam. Surgiu um extenso conjunto de estudos teóricos e empíricos, com firmas individuais e agregadas, sobre as estruturas de capitais das corporações. (ALMEIDA, *et. al* , 2013: 18)

Seguindo na abordagem das relações entre investimento produtivo e fontes de financiamento é relevante considerar a formulação de Myers (1984), que abre espaço para uma linha de argumentação baseada nos *trade-offs* envolvidos na escolha de determinadas fontes de financiamento. Denominada *pecking order theory of finance* esta considera que as companhias buscam as fontes de financiamento levando em consideração os custos e os riscos envolvidos. Para Myers (1984) as empresas preferem financiar seus investimentos a partir da seguinte ordem: lucros retidos em primeiro lugar, ou seja, há preferência por utilizar recursos próprios ao invés de fontes externas. A segunda modalidade de financiamento desejada é a do endividamento bancário e, por último, as emissões de ações. Tavares (2008) argumenta que as pesquisas baseadas na teoria da hierarquia das fontes de financiamento entendem que a estrutura de capital é essencial para determinação do investimento e provoca alterações nos fluxos de caixa das empresas, no entanto, observam que não há um ponto ótimo nos balanços das empresas na relação entre capital próprio e de terceiros.

Os trabalhos nessa corrente de abordagem pontuam que no geral as empresas mantêm uma estrutura de capital semelhante ao do setor em que atuam e o endividamento é orientado por custos de captação, instrumentos financeiros disponíveis, riscos associados, benefícios tributários dentre outros fatores. Para Fonseca (2015), a teoria do *pecking order*, em breves palavras, considera que a estrutura de capital das empresas é desenhada conjuntamente com as oportunidades investimento , tanto no presente como no futuro e da capacidade de reter lucros internamente.

Outro modelo difundido na literatura sobre o tema é o dos custos de agência desenvolvido por Jensen e Meckling no artigo "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*" em 1976. Os autores debatem nesse trabalho os custos de agência envolvidos no endividamento das empresas e na gestão interna. Os custos de agência se referem aos conflitos que se estabelecem entre o principal e o agente. No caso abordado pelos autores o principal corresponde aos proprietários (acionistas da empresa) e os agentes são os gerentes e diretores. Assim, segundo os autores, "há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal." (JENSEN e MECKLING , 2008 :89). Dessas divergências os autores pontuam que o principal incorre em

custos de agência que são compreendidos como os custos de monitoramento do agente, dos custos contratuais e residuais.

A raiz dos custos de agência decorre de um ambiente empresarial marcado pela pulverização da propriedade e afastamento do controle implicando na separação entre propriedade e controle. Para eles, o sucesso de uma estratégia com aumento dos lucros seria captado unicamente pelos acionistas enquanto os custos dessa estratégia recairiam sobre os agentes. Assim sendo, não há incentivos para que os gestores adotem uma postura de maximizar o valor da empresa aumentando os ganhos dos acionistas. Isso justificaria a ampliação do endividamento da empresa uma vez que manteria constante a participação dos acionistas e uma parte do fluxo de caixa ficaria engessada para o pagamento de dívida, reduzindo o montante de recursos sob alçada dos executivos. “A dívida serviria, portanto, como um instrumento para mitigar os custos associados ao conflito em questão – custos de agência do capital próprio.” (FONSECA, 2015: 20).

No entanto, como pontua Fonseca (2015), o financiamento via dívida gera um conflito de outra ordem, isto é, os conflitos entre acionistas e credores. Esses orbitam em torno dos custos contratuais estabelecidos entre a empresa e os credores e principalmente os custos de falência. Além disso, os acionistas buscariam utilizar recursos dos credores em projetos de maior risco cujo ônus poderia recair sobre os credores. Nesse sentido os autores consideram que a estrutura de capital ótima para o desempenho das atividades da empresa deve ser aquela que tenha equilíbrio entre os benefícios da dívida e os custos de agência.

Grande parte dessa problemática elaborada pelos autores originará uma corrente teórica de pensamento de gestão empresarial ancorada no princípio de que os rumos da empresa devem ser guiados de modo a “maximizar o valor do acionista” citado na introdução e que tem desdoreamentos para economia real como foi dito. O significado dessa ideia é que, independentemente dos rumos produtivos e financeiros da empresa, seu objetivo maior é o de gerar valor ao acionista. De acordo com Fonseca (2015) é uma visão de governança corporativa de origem anglo-saxônica, outra visão de governança corporativa descrita pela autora é a nipo-germânica que orienta a empresa a buscar o equilíbrio entre os interesses de todas as partes envolvidas (*stakeholders*) e não apenas dos acionistas.

Por fim, uma última abordagem acerca da estrutura de capital das empresas é a que elas escolhem suas fontes de financiamento pelo momento do mercado. Para os teóricos do *market timing* os gestores das empresas optam por determinadas fontes de financiamento, que forem mais apropriadas para o momento. Esse conjunto de teorias sobre a formatação da estrutura de capital das empresas gerou uma série de debates não apenas sobre as concepções teóricas como também de pesquisas empíricas referentes as diferentes estruturas de capital de um mesmo setor como também as diferenças entre países³.

Mesmo não abordando o tema a partir desses conceitos descritos anteriormente pode-se argumentar que dentro da tradição da economia política marxista, pela perspectiva histórica, há trabalhos que abordam a evolução das formas empresariais e dos mercados pela ótica dos capitais que financiam a atividade não-financeira e as implicações da entrada desses capitais. Tanto Hobson (1985) quanto Hilferding (1985) apontam as transformações da grande empresa no começo do século XX e a penetração do capital bancário, capital financeiro e dos financistas na gestão e atuação desses grupos⁴. Nessa abordagem, os autores mostram

³ Tanto Almeida et al (2013) e Fonseca (2015), fazem o estudo da estrutura de capital das empresas brasileiras. Esses autores, citam uma série de trabalhos que seguem a mesma abordagem apesar de algumas distinções metodológicas dentre eles destaca-se : Moreira e Puga (2000), Levini (2001), Singh (1995), Gomes e Leal (2001), Perobilli e Famá (2003) , Brito, Correr e Batistella (2007). Mais recente cita-se Almeida, Novais e Rocha (2016).

⁴ O conceito de capital financeiro é desenvolvido por Hilferding (1985). Para ele este capital surge da penetração do capital bancário na esfera industrial: “Chamo de capital financeiro o capital bancário, portanto o capital em forma de dinheiro que, desse modo, é na realidade transformado em capital industrial.” (HILFERDING , 1985 : 219). Já

como os processos de concentração e centralização descritos por Marx alteram o padrão de atuação das empresas atentando sobretudo para sua estrutura de capital, sem no entanto, utilizar tais termos.

Tavares e Belluzzo (1980) a partir da argumentação desses autores mostram o percurso histórico da formação da grande empresa multinacional norte-americana. Segundo os autores o papel do crédito e a formação das sociedades anônimas é que garantiram a supremacia das empresas desse país durante o século XX. Além do mais, frisam que o surgimento da classe dos financistas, desenvolvido por Hobson, mostra o crescente poder desses na gestão empresarial.

É a medida que o crédito vai se tornando a força vital dos negócios modernos, a classe que controla o crédito vai se tornando cada vez mais poderosa, tomando para si – como seus lucros – uma proporção cada vez maior do produto da indústria.

A predominância do financeiro na organização do capitalismo monopolista apenas demonstra que a autonomização do capital a juros, referida por Marx, acaba se resolvendo no comando sobre o capital produtivo, independentemente da forma particular que esse comando possa assumir ou da forma morfológica que a grande empresa venha a adotar em suas estratégias de expansão (TAVARES e BELLUZZO, 1980 : 4)

A partir da citação pode-se visualizar que por essa tradição do pensamento econômico há frentes analíticas que mostram a transformação das estruturas de financiamento da atividade industrial e suas implicações para as estratégias produtivas adotadas. Portanto, por ser este trabalho exploratório das mais diversas correntes de pensamento sobre a temática é relevante apontar os mais diversos caminhos que a teoria econômica permite para o entendimento da questão posta.

Para os propósitos desse trabalho frisa-se, conforme estabelecido por Tavares (2008), que a escolha das fontes de recursos para financiar as atividades das empresas seguem seis pontos principais : i) oportunidade de crescimento, ii) prevalência de ativos tangíveis dados como garantia, iii) tamanho da empresa, iv) rentabilidade esperada do investimento , v) riscos envolvidos na execução do investimento e vi) custos envolvidos na captação.

3. Sistemas Financeiros e Financiamento da Produção Imobiliária no Brasil

A forma como a indústria financia seu crescimento e seus investimentos depende de como o sistema financeiro está estruturado, em outras palavras, como a forma desse sistema permite captações no mercado de capitais , no sistema bancário ou ambos. Para Zysman (1983) há três formatos de sistemas financeiros predominantes nos países centrais importando a presença relativa desses três sistemas no sistema financeiro como um todo. Assim, “Capital market and loan market are alternative sources of funds for all companies.” (ZYSMAN , 1983 : 60)

O primeiro sistema é o *capital market based financial system* , isto é , sistema financeiro de financiamento assentado no mercado de capitais. Nesse sistema as empresas privilegiam a emissão de ações e bônus como forma de financiar seus investimentos. Nesse sistema,

o papel dos financistas na grande empresa é abordado no capítulo X da obra “A evolução do capitalismo moderno” de John Hobson.

predominante nos EUA e Inglaterra as ações e bônus são ofertadas diretamente pelo agente que tomará esses recursos estando o sistema bancário especializado na concessão de crédito de curto prazo. Almeida *et. al* (2013) citando o referido autor destacam que nesse sistema Estado, empresas e bancos situam-se em esferas diferentes e agem de forma mais autônoma.

Já o segundo sistema financeiro, *credit based financial system*, os preços são fixados pelo Estado, ou seja, o Estado regula o mercado de crédito e, com isso, há um vínculo mais forte entre bancos, Estados e empresas devido os empréstimos de longo prazo. Nesse sistema, predominante em países como França, Japão e Itália, os credores possuem maior poder de controle sobre as empresas e o Estado atua como o corretor das fragilidades do sistema.

Para resumir o segundo modelo, o crédito ampliado pelas instituições torna-se o pivô principal do sistema de financiamento das empresas, sendo o governo atraído para apoiar o sistema e fazer as escolhas administrativas sobre alocação. O papel do governo é aparentemente compensar a fragilidade existente no sistema financeiro privado (ZYSMAN, 1983, 71-72, *apud* ALMEIDA, *et. al* , 2013 : 20 tradução dos autores).

O terceiro e último sistema financeiro descrito por Zysman (1983) é também denominado de *credit based financial system* , no entanto, os preços são fixados pelas instituições financeiras privadas com um poder de mercado sendo pouco dependentes do Estado. Nesse sistema estariam os países como Alemanha e Suécia. Almeida *et al* (2013) discutindo a taxonomia proposta por Zysman (1983) argumentam que para esse autor o segundo e o terceiro caso são originários de países com industrialização tardia enquanto o primeiro de industrialização originária. Tal correlação existe, pois, no segundo e no terceiro caso há maior alcance do Estado em interferir no sistema financeiro via uma política industrial ou econômica. Já no que se refere ao sistema baseado no mercado de capitais os autores destacam a necessidade de um mercado secundário para ampliar a liquidez dos papeis e permitir que seu portador não tenha que ficar com este até a maturação do investimento.

Portanto, os países em que predominam os mercados baseados em crédito a estrutura de capital das empresas seria alavancada, uma vez que há grande presença de capital de terceiros, enquanto o contrário ocorre em países onde predominam o sistema baseado no mercado de capitais. Eles ainda argumentam que a discussão sobre esse tema não está mais no plano da formatação dos sistemas financeiros, mas sim quais as vantagens e desvantagens de financiar a atividade industrial por uma dessas formas e quais são os instrumentos disponíveis em cada país, em suas palavras “quão diversificados” são esses sistemas financeiros.

Olhando o financiamento da atividade empresarial de construção e incorporação imobiliária pode-se argumentar que há um sistema baseado no mercado de capitais, permitindo as empresas ofertarem ações e debêntures na bolsa de valores ou mesmo atuar por meio do Sistema Financeiro Imobiliário, criado nos anos 1990 com objetivo de induzir outras fontes de financiamento no setor. Os principais produtos financeiros disponíveis para os empresários da construção são os Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) onde os recursos das cotas podem ser utilizados para financiar a construção de imóveis comerciais ou residenciais bem como pode ter em seus portfólios ações de companhias ou Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Sobre esses últimos, é importante considerar que algumas empresas do setor emitem certificados lastreados em dívidas de seus clientes, esse tipo de produto financeiro constitui em um título de crédito emitido por uma empresa securitizadora. Algumas construtoras, como a Cyrela e a PDG possuem em suas estruturas companhias securitizadoras para emitir CRIs lastreados em créditos imobiliários. Tanto as cotas dos FIIs como os CRIs, podem ser comercializadas em nos mercados secundários. O desenvolvimento das estruturas que dão

suporte a esses títulos garante maior liquidez a seus portadores. Ainda há as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) que diferentemente dos CRIs não se constituem em títulos mobiliários, mas representam uma dívida imobiliária e podem ser objeto de lastro para os CRIs. Há no SFI outros arranjos de produtos que, no entanto são permitidas as emissões outras instituições que não as empresas do setor (ROYER, 2009).

Já no âmbito do mercado de crédito existe no país o Sistema Financeiro Habitacional (SFH), criado durante o regime militar que conta a participação de recursos do Sistema Brasileiro de Empréstimos e Poupança (SBPE) e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Trata-se de uma combinação de recursos privados captados via cadernetas de poupança e fundos semi públicos como o FGTS. Esse sistema é um o principal alicerce do financiamento habitacional no país sendo a participação do Estado fundamental para seu funcionamento. Outra linha de financiamento é por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) que apoia a construção de infraestrutura urbana em determinados produtos imobiliários.

4. Padrão de Financiamento das Empresas do setor de Edificação (2010-2017)

Como colocado na introdução desse trabalho diversas empresas do setor de edificações no Brasil buscaram na emissão de ações um meio de captar recursos para suas expansões. Esse fenômeno de grande relevância para dinâmica imobiliária nacional não teve precedente histórico similar isso porque, mesmo as empresas de grande porte mantinham suas estruturas de propriedade calcadas nas famílias dos proprietários. De acordo com Fix (2011) “A constituição de grandes empresas de capital aberto e propriedade relativamente pulverizada, por meio de uma sequência de fusões e aquisições de antigas empresas de estrutura familiar, é emblemática das mudanças em curso.” (FIX, 2011 : 220).

A questão que se coloca no debate proposto nesse trabalho é entender quais as fontes de financiamento da atividade que sucederam esse período de abertura de capital. Ou seja, como se manteve a estrutura de capital dessas empresas frente as mudanças provocadas pela aproximação dessas com o mercado acionário.

Para discutir essa temática, entender o financiamento das empresas e levar a discussão para o plano produtivo, o caminho a ser percorrido é através de índices desenvolvidos por meio de dados do balanço patrimonial a partir da mediana do setor. Também será utilizado dados medianos relativos ao endividamento para mostrar a evolução desses.

Para construção desses índices o trabalho foi apoiado por outros trabalhos que seguiram tal metodologia para outros ramos não financeiros. São eles, Borghi (2013), Loural (2016), Assaf Neto (2017) e Tavares (2008), sendo apenas esse último relativo ao segmento de edificações. Para construção desses dados não há um padrão ou forma adotada universalmente na literatura, a escolha é particular dos autores e segue de acordo com os objetivos próprios de cada pesquisa. Como pontua Assaf Neto (2017)

(...) a análise de balanços é uma arte, pois, apesar das técnicas desenvolvidas, não há nenhum critério ou metodologia formal de análise válidos nas diferentes situações e aceitos unanimemente pelos analistas. Dessa maneira, é impossível sugerir uma sequência metodológica ou instrumental científico capazes de fornecer diagnósticos sempre precisos das empresas. (ASSAF NETO, 2017 : 47)

O horizonte temporal dos dados inicia-se em 2010 com término em setembro de 2017. Entre 2010 e 2016 os dados estão consolidados para todo exercício social da empresa (365 dias com fechamento em 31 de dezembro do ano) já em 2017, por ainda não haver os dados consolidados para o ano utiliza-se a consolidação até setembro de 2017, podendo não corresponder a realidade final do ano. Além disso, todos os dados foram corrigidos pelo IPCA. Assim sendo, o trabalho utiliza os seguintes dados e indicadores:

1) Estrutura de Capital: mostra os percentuais de cada uma das fontes de recursos da empresa, ou seja, qual a participação dos recursos próprios (patrimônio líquido) e os de terceiros (passivo total = circulante + exigível a longo prazo). Varia de 0 a 1.

2) Alavancagem: esse índice mostra qual a relação entre capital de terceiros (passivo total = circulante + exigível a longo prazo) sobre os recursos próprios (patrimônio líquido). Esse dado mostra o grau de endividamento da empresa e sua exposição financeira. Quanto maior esse número, maior é o endividamento da empresa e maior é a participação de recursos de terceiros.

3) Dependência Financeira: é a relação entre o passivo total (passivo circulante + exigível a longo prazo) e o total de fontes de financiamento (passivo total e patrimônio líquido). Esse dado complementa o dado da alavancagem e quanto maior ele for maior é a participação de capital de terceiros no financiamento de ativos. Varia de 0 a 1.

4) Passivo Oneroso: aponta qual a participação relativa dos empréstimos e financiamentos no total de pagamentos da empresa, quanto maior esse número, maior é a parcela de recursos consumidos para pagamento de obrigações. Dado pela relação empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo sobre o passivo total (circulante + exigível a longo prazo). Varia de 0 a 1.

5) Qualidade do Passivo Oneroso: mostra qual é o peso das obrigações de curto prazo e de longo prazo sobre o total de financiamentos.

6) Liquidez Geral: é a relação entre o ativo total (ativo circulante + realizável a longo prazo) e o passivo total (passivo circulante + exigível a longo prazo). Esse índice aponta para capacidade de pagamento da empresa de suas obrigações no longo prazo. Quando menor que 1 significa que a empresa pode passar por dificuldades financeiras.

7) Evolução do endividamento: evidencia a evolução dos recursos dispêndidos em empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo bem como pagamento de debêntures no curto e no longo prazo. A partir desse dado pode-se ver a preferência das empresas por uma determinada fonte de financiamento.

8) Evolução das despesas financeiras e de dividendos: mostra a evolução dos gastos com pagamentos financeiros, principalmente juros, e o pagamento de dividendos, ou seja, recursos pagos aos acionistas.

Gráfico 2 – Estrutura de Capital Mediana do Setor (% de cada fonte de recursos)

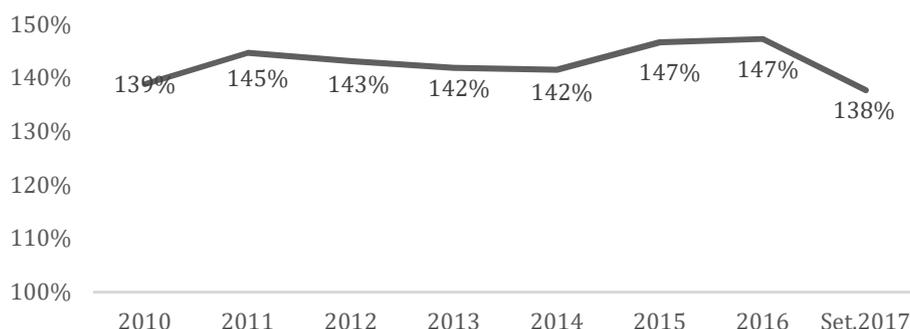


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Economática

Atentando primeiramente a estrutura de capital mediana do setor destaca-se que entre 2010 e setembro de 2017, houve um padrão que se estende durante todo o período. Ou seja, há maior participação relativa de capital de terceiros (passivo circulante + exigível de longo prazo) em comparação com o capital próprio. As participações variam de 58% a 60% de capital de terceiros e de 42% a 40% de capital próprio. Esse dado indica que mesmo aumentando seus recursos próprios com a abertura de capital e os sucessivos *follow-on*, as empresas do setor se endividam além de seus recursos próprios. Esse fato fica melhor ilustrado pelo dado da alavancagem das empresas medido pela relação Passivo Total/Patrimônio Líquido no gráfico 3.

Como já apontado anteriormente, a participação de recursos de terceiros no total de recursos das empresas excede o de capital próprio, isso indica que essas empresas são alavancadas. De acordo com os dados do gráfico 3, no geral, os recursos de terceiros excedem em aproximadamente 1,4 dos recursos próprios das empresas. Isso significa que para R\$1 de capital próprio há R\$1,4 em dívidas. Após uma subida de 6% entre 2010 e 2011 nos anos subsequentes há uma desalavancagem no setor, aumentando em 2015 e 2016, período de grande desaceleração da atividade imobiliária que pode ter acarretado em uma deterioração da situação financeira. Apesar de haver uma redução da alavancagem entre 2016 e 2017, esse dado pode ter alterações já que não é consolidado para o ano todo.

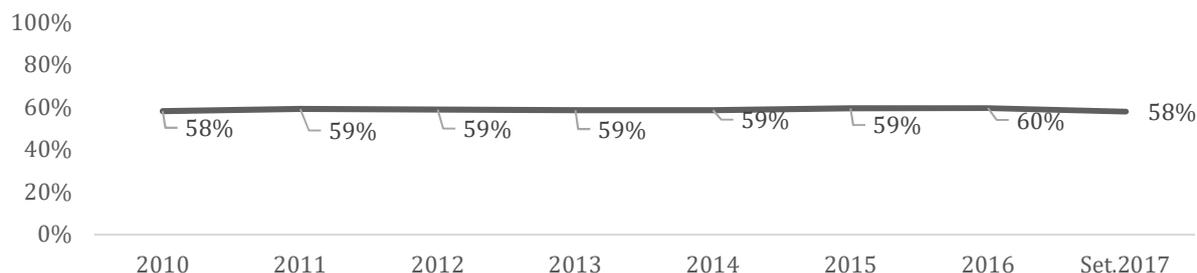
Gráfico 3 – Alavancagem (2010/2017)



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Economática.

Complementarmente ao dado da alavancagem, considera-se relevante também o dado da dependência financeira para frisar que a participação de recursos de terceiros é um dos pilares da promoção imobiliária. No gráfico 4, pode-se ver que o padrão é uma relação de aproximadamente 60% de participação de capital de terceiros sobre o total das fontes de financiamento (passivo total + patrimônio líquido). Indica, portanto, que 60% dos investimentos da empresa são financiamento com recursos de terceiros, principalmente empréstimos e financiamentos e 40% com recursos próprios.

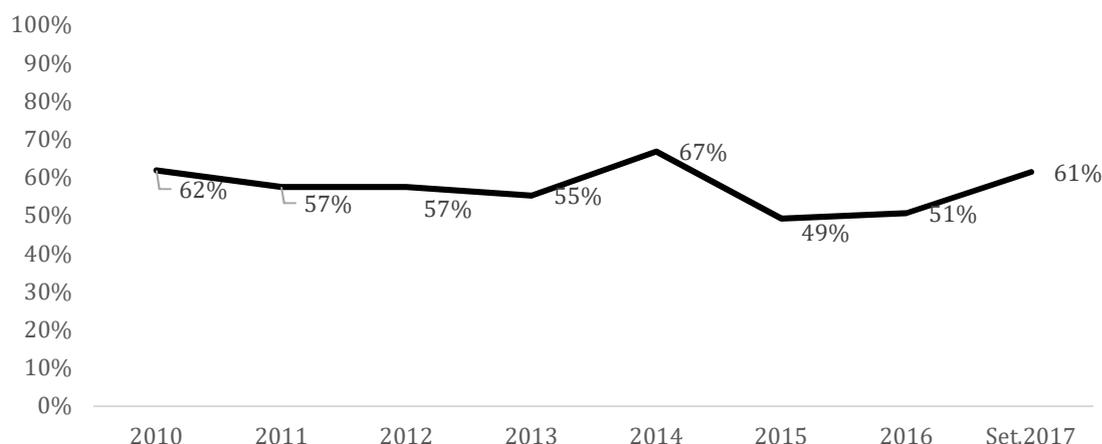
Gráfico 4 – Dependência Financeira (2010/2017)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

O gráfico 5 mostra o dado do passivo oneroso, ou seja, esse dado é necessário para separar qual é a parcela de passivo que corresponde ao pagamento de empréstimos e financiamentos separando daqueles gastos relativos a salários e ordenados, impostos, entre outros chamado de passivo de funcionamento. Os dados mostram que mais da metade do passivo da empresa é relativo ao pagamento de empréstimos e financiamentos, corroborando com a ideia que a participação de recursos de terceiros é essencial para dinâmica dessas empresas.

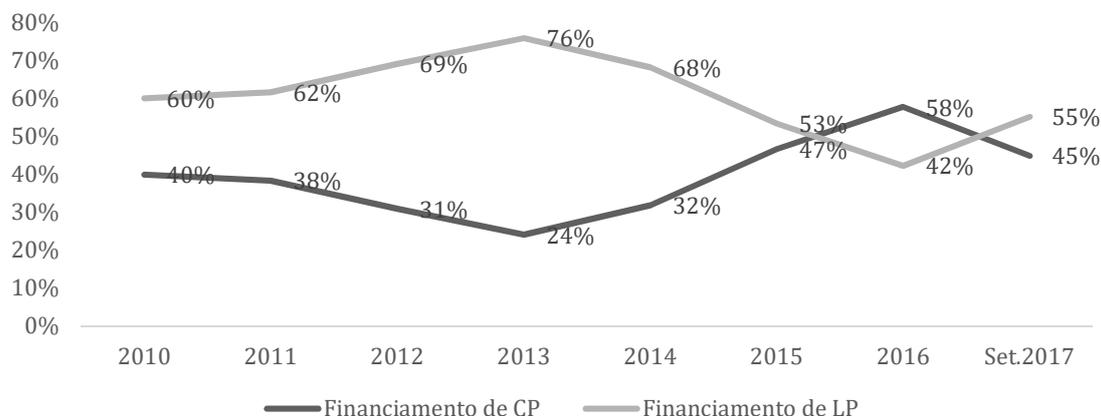
Gráfico 5 – Passivo Oneroso (2010/2017)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Económica.

Do passivo total, cumpre pontuar qual é a data de liquidação dessas obrigações atentando qual a qualidade dessa dívida, isto é, se de curto ou de longo prazo. A maior concentração dessas responsabilidades no curto prazo indica uma maior exposição da firma frente suas obrigações, mas por outro leva a crer que a concentração desses pagamentos no curto prazo indica uma visão curtoprazista da atividade imobiliária. Ou seja, a realização de lucros em um curto prazo de tempo para o pagamento dessas obrigações. Outra questão que deve ser considerada é em relação ao prazo de empréstimos concedidos a essas empresas, sendo também essa variável dependente do sistema bancário e também a liquidação dessas obrigações.

Gráfico 6 – Qualidade do Passivo Oneroso (2010/2017)

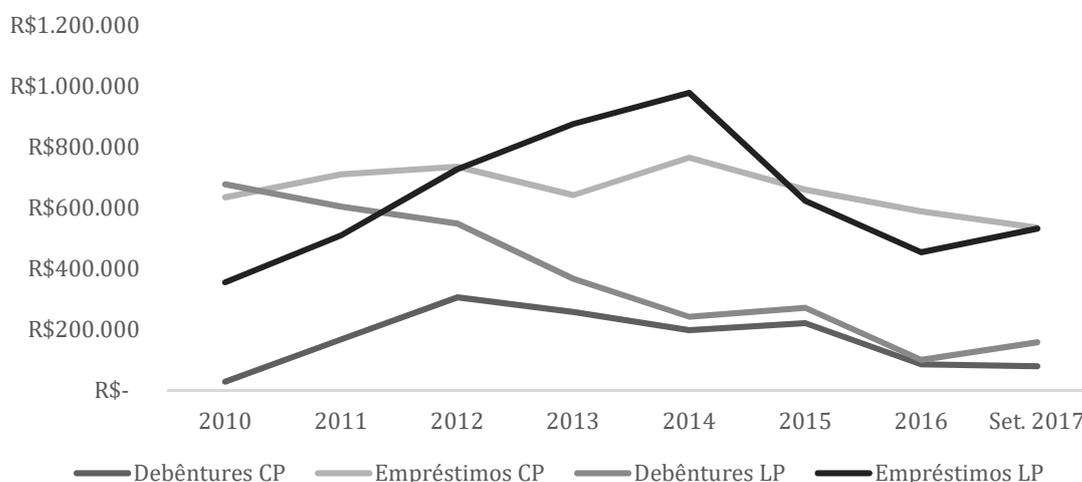


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática.

A partir do gráfico 6, nota-se um crescimento da dívida de longo prazo em 2011, indicando projeções de crescimento para essas firmas no longo prazo. No entanto, essa tendência inverte-se a partir de 2014, apontando uma retração da visão de longo prazo (de expandir as operações) dado que a partir desse ano há o início dos processos que culminarão na crise econômica brasileira dos anos seguintes. Com a inversão das curvas, aumenta a concentração do endividamento de curto prazo puxado tanto pelo pagamento das obrigações assumidas ao longo do período anterior como pela redução da visão de longo prazo dessas empresas decorrente da piora da atividade econômica nesse período. Em 2016 o predomínio de dívidas de curto prazo em comparação com as dívidas de longo prazo aponta para uma piora da qualidade da dívida dessas empresas.

O volume mediano recursos captados pelas empresas do segmento de incorporação é visto pelo gráfico 7. Nesse dado pode-se ver a preferência das empresas primeiramente pela emissão de debêntures indicando inicialmente uma escolha de financiamento por meio da emissão de dívidas no mercado de capitais e, em anos seguintes, há o aumento do volume de recursos captados no sistema de crédito comandando pelo setor bancário.

Gráfico 7 – Evolução do Endividamento (2010/2017) Corrigido IPCA (Em milhares de R\$)



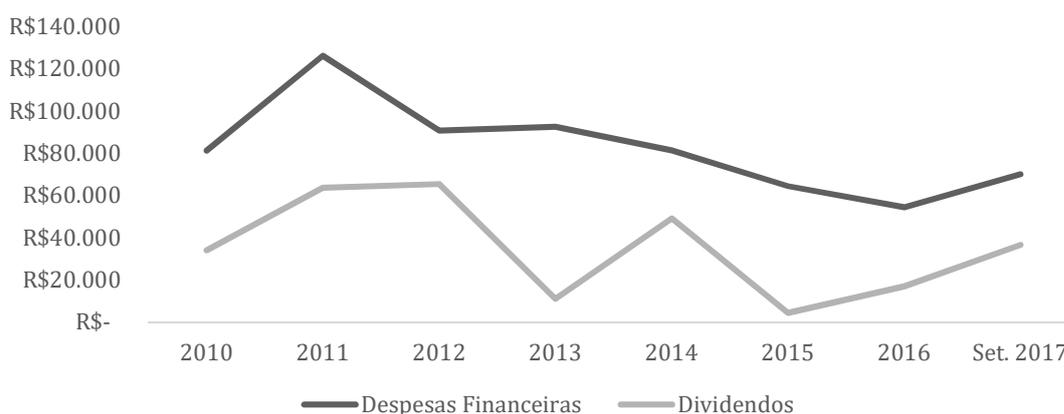
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do Economática.

Dos dados apresentados no gráfico 7, nota-se que em 2010, houve maior captação de recursos no mercado de capitais coma emissão de debêntures. A mediana do volume de recursos colocados no balanço, na rubrica debêntures de longo prazo, era de aproximadamente 678 milhões de reais contra 635 milhões de reais dos empréstimos de curto prazo, segundo colocado. Já os empréstimos de longo prazo e das debêntures de curto prazo correspondiam a uma mediana de 356 milhões de reais e 30 milhões de reais respectivamente⁵. Desse modo, pode-se argumentar que em 2010 as empresas projetavam um crescimento de longo prazo em suas operações captando recursos no mercado de capitais algo que inverte a partir de 2012, a partir daí os empréstimos de longo prazo assumem a principal forma de captação de recursos por parte das empresas.

Esse fato deve ser encarado também pela política de redução de juros empreendida pelo governo Dilma Rousseff. Ao pressionar a baixa das taxas de juros dos bancos públicos o ambiente de custo tornou-se favorável a aquisição de crédito no sistema bancário. Essa pode ser uma das explicações para essa inversão nas curvas dos financiamentos de longo prazo. Chama atenção também a tendência dos empréstimos de curto prazo: esses variam em torno de uma média de 650 milhões de reais ao longo de todo período. Esse fato corrobora com a ideia de que as construções e o capital giro das empresas são financiadas com esses recursos. Enquanto que os empréstimos de longo prazo podem ser interpretados como uma visão de expansão dos negócios, processo que se inicia com a abertura de capital dessas empresas. Aparentemente esses dados remetem a uma dupla visão sobre os rumos dessas empresas, tendências que impactam diretamente no meio urbano: formar *landbanks* e acelerar a rotação do capital com as vendas mais rápidas dos produtos já lançados para arcar com os financiamentos de curto prazo.

Ainda sobre o endividamento dessas empresas, o gráfico 8 mostra a evolução mediana dos dispêndios realizados para pagamentos de credores (juros) e acionistas (dividendos), buscando comparar a extração de recursos da atividade imobiliária para outras formas de capital.

Gráfico 8 – Evolução das despesas financeira e dos dividendos (2010/2017) Corrigido IPCA (Em milhares de R\$)



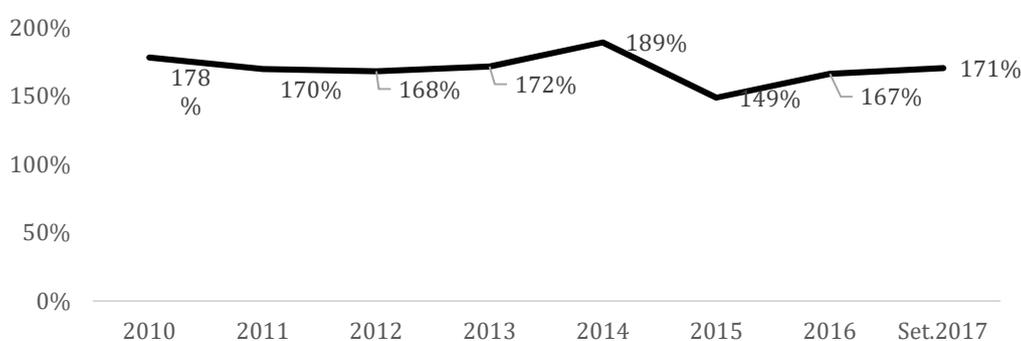
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

⁵ Cabe considerar que a emissão de debêntures não foi realizada por todas as empresas listadas, apesar da maioria lançar nesse tipo de endividamento.

A partir do gráfico 8, nota-se comparativamente a remuneração dos credores sempre assumiu maior magnitude comparado a dos acionistas. Disso decorre que parte das estratégias assumidas por essas empresas é pautada de acordo com os interesses dos credores mais do que dos acionistas. Apesar do aumento dos pagamentos feitos aos acionistas em 2016 e setembro de 2017 não são todas as empresas que estão pagando dividendos. Em 2016 foram 11 empresas que pagaram dividendos e em 2017 apenas 5. Isso de um total de 18 empresas que atualmente possuem capital aberto.

Por fim, o gráfico 9 de liquidez geral, mostra que apesar de haver um elevado grau de alavancagem e da piora dos prazos de vencimento das dívidas, no geral as empresas possuem condições de arcar com seus compromissos. De acordo com ASSAF NETO (2017) a liquidez geral expressa a relação entre a dívida da empresa e seus ativos dessa forma mostra a solvência da empresa e sua capacidade de honrar os compromissos assumidos. No geral nota-se que apesar do arrefecimento da atividade imobiliária e a debilidade financeira de algumas empresas, inclusive em processo de recuperação judicial, há no setor boas garantias para o pagamento de suas dívidas.

Gráfico 9 – Liquidez Geral (2010/2017)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática.

Esse fato pode ser melhor elucidado pela análise dos ativos dessas empresas, fato que vai além dos objetivos propostos nesse trabalho. Com esses dados expostos anteriormente, pode-se inferir que mesmo capitalizadas com a abertura de capital e as seguidas rodadas de novas emissões de ações, essas empresas apoiaram o financiamento de sua produção principalmente no endividamento hora no mercado de capitais hora no sistema bancário.. Para expandir a argumentação faz-se necessário utilizar outros dados sobre o tema e também comparar esse segmento com os demais setores não financeiros da economia brasileira. Mas até onde permite chegar esse trabalho infere-se que há um papel central para dinâmica dessa atividade o mercado de crédito bancário. Essas e outras considerações aprofundam-se nas considerações finais do trabalho.

5. Considerações Finais

Apesar de ter escolhido nas seções iniciais desse artigo chamar atenção para a ampla bibliografia referente ao tema das estruturas de capital e dos sistemas de financiamento das atividades empresariais, o objetivo central aqui proposto foi discutir e tentar buscar elementos para compreender os meios de financiamento das empresas do segmento de edificação de capital aberto no Brasil. Trata-se de um universo restrito a 20 empresas (atualmente em 18) mas que tem relevância significativa para os negócios imobiliários. A partir dos padrões encontrados, a pesquisa a ser desenvolvida em outros meios levanta a discussão

sobre a dinâmica interna de acumulação dessas empresas e seus possíveis desdobramentos para o meio urbano. Portanto, o trabalho aqui por hora mais descritivo levanta hipóteses e questões a serem debatidas e destrinchadas em trabalhos futuros, criando assim uma agenda de pontos a serem debatidos.

Por um lado os dados mostram que mesmo capitalizadas com recursos oriundos da abertura de capitais essas empresas mantêm um padrão de avalacagem. Ou seja, decorre que a continuidade da atividade depende do setor bancário: daí pode-se entender esse fato pela existência de um sistema próprio de financiamento habitacional (SFH) que garante acesso a recursos do sistema bancário. No entanto observou-se em 2010 a captação de recursos via emissão de debêntures, portanto, mais no mercado de capitais do que em qualquer outra modalidade de endividamento bancário. A inversão pode ser entendida pela mudança do patamar de taxas de juros praticadas no país.

Entende-se que a participação do capital de terceiros na estrutura das empresas é fundamental para a dinâmica de acumulação isso evidencia o que já foi apontado em outros trabalhos de que grande parte dos recursos dos IPOs foram canalizados para a formação de *landbanks*. Por outro lado, abre espaço para o questionamento do direcionamento dos lucros auferidos na atividade. Ou seja, sendo parte expressiva da dinâmica interna dessas empresas alimentada por capital de terceiros, qual é o direcionamento dos lucros internos acumulados?

Outro ponto da discussão aqui aventada é em relação ao horizonte temporal dos recursos captados de terceiros. Frisou-se anteriormente que há um crescimento dos recursos de longo prazo fato revertido quando há o aguçamento da crise econômica e política do país. No entanto, o horizonte de longo prazo mostra que essas empresas seguiam em uma toada de crescimento a longo prazo visando expandir seus mercados com a formação de bancos de terras. Já a permanência em um determinado patamar dos empréstimos de curto prazo, indicam que esses recursos sirvam de suporte a atividade de construção, implicado dessa forma em uma aceleração da rotação do capital com a redução do tempo de realização da mercadoria para pagamento de seus compromissos.

Esse caminho do horizonte temporal dos empréstimos captados leva a possíveis entendimentos dos rebatimentos dessas estruturas financeiras sobre o meio urbano. Esses fatos são melhores evidenciados pela exposição também dos ativos das empresas que em conjunto apontam para a dinâmica de acumulação dessas empresas, permitindo uma leitura sobre seus desdobramentos nas cidades.

Como os dados apontam que esse segmento é dependente do setor bancário para seu dinamismo interno e, dadas as características do setor bancário no Brasil há que se considerar nessa hipótese a relevância que assume o Estado em conduzir e estimular esse setor econômico.

Por fim, o padrão de financiamento e de endividamento aqui brevemente levantado, suporta a hipótese de trabalho defendida de que a aproximação entre o mercado de capitais, com a abertura de capital dessas empresas, leva a uma dinâmica interna no sentido de crescer (expandir) – endividar – distribuir, que vai em sentido oposto ao abordado em parte da literatura sobre o papel dos mercados financeiros na gestão das empresas não financeiras levantado de forma breve na introdução. O percurso metodológico passa pelo entendimento do financiamento e até onde chega-se o trabalho há evidências de que a utilização do sistema bancário de crédito é fundamental para a continuidade da dinâmica desse segmento.

Referências Bibliográficas

- ALMEIDA, et al. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. Em: Cintra, M. A.; Silva Filho, E. B. (org). **Financiamento das Corporações. Perspectivas do Desenvolvimento brasileiro**. Brasília, IPEA, 2013.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11 ed. São Paulo, Atlas, 2017.
- BACIC, M.J. **Fragilidade Financeira e Alavancagem: Uma Aplicação no Segmento das Maiores Empresas do Brasil: 1980-1987**. Dissertação mestrado. IE, Unicamp, 1990.
- BORGHI, R.A.Z. **Economia Financeira e Economia Produtiva. O Padrão de Financiamento da Indústria Automobilística**. Dissertação (Mestrado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp, Campinas, 2011.
- FIX, Mariana A. B. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. 2011. 288 p. Tese. (Doutorado em Desenvolvimento Econômico). IE/UNICAMP, Campinas, 2011.
- FONSECA, C.V.C. **A influência da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto (2000-2013)**. Dissertação. (Mestrado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp. Campinas, 2015.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- LAZONICK, W. e O'SULLIVAN, . Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, **Economy and Society**, vol.29 n.1, 2000.
- LOURAL, M. S. **Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial do período 1999-2013**. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia – Unicamp. Campinas 2016.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. Rio de Janeiro: BNDES, out. 2000. (**Texto para Discussão**, n. 84).
- HOBSON, J. **A evolução do capitalismo moderno**. São Paulo: Nova Cultural, 1985
- HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- PENHA FILHO, C.A. e MIOTO, B.T. Limites da concentração e centralização do capital no imobiliário: um olhar a partir de quatro empresas incorporadoras. In: Encontro Nacional da Associação de Pós Graduação e Pesquisa em Planejamento Urbano e Regional, 17, 2017, São Paulo. *Anais Enanpur 2017*. Disponível em: http://anpur.org.br/xviienanpur/principal/publicacoes/XVII.ENANPUR_Anais/ST_Sessoes_Tematicas/ST%205/ST%205.1/ST%205.1-04.pdf.
- ROCHA, M. A. M. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma história recente do Grande Capital Brasileiro**. Tese (Doutorado em Economia) Instituto de Economia – Unicamp. Campinas, 2013.
- ROYER, L. O. **Financeirização da Política Habitacional: limites e perspectivas**. Tese.(Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo – Universidade de São Paulo . São Paulo, 2009).
- RUFINO, M.B.C. **Incorporação da Metrôpole: centralização do capital no imobiliário e nova produção do espaço em Fortaleza**. Tese. (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo. São Paulo, 2012.

SHIMBO, L. Z.. **Habitação Social, Habitação de Mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro.** (Tese de Doutorado). EESC/USP, junho/2010

TAVARES, M. C. e BELLUZO, L.G. Capital Financeiro e Empresa Multinacional. **Revista Temas**, n. 9 , 1980.

TAVARES, R. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil e incorporadoras de empreendimentos imobiliários: um estudo comparativo.** Tese. (Doutorado em Contabilidade). Faculdade de Economia e Administração – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

ZYSMAN, R. **Governments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change.** New York, Cornell University Press, 1983.

FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS:

OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) em disputa: pressões sobre o uso de fundos públicos em um contexto de crise institucional

Disputes over the Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS): pressures over the use of public funds in a context of institutional crisis

Adauto Lucio Cardoso, Professor Associado – IPPUR/UFRJ,
adcard.cardoso@gmail.com

Alexandre Yassu, Mestrado – IPPUR/UFRJ,
alesdl@yahoo.com.br

Alice Pina, Doutorado – IPPUR/UFRJ,
alicepina@gmail.com

Luciana Alencar Ximenes, Mestrado – IPPUR/UFRJ,
lualencarximenes@gmail.com

Samuel Thomas Jaenisch Pós-Doutorado – IPPUR/UFRJ,
samueljaenisch@hotmail.com

Resumo

Esta comunicação tem como objetivo apresentar um panorama das disputas recentes travadas no âmbito do Governo Federal pelos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), considerando o contexto institucional instituído no governo de Michel Temer. Trabalhamos com a hipótese de que o fundo vem se distanciando de suas finalidades fundantes – financiamento de políticas de provisão habitacional, saneamento e seguridade social – tendo seus recursos direcionados para outros fins ligados às pressões políticas internas e externas enfrentadas pelo governo federal. A fragilidade da base aliada que dá sustentação ao governo e o crescente nível de endividamento da população seriam dois elementos importantes nesse cenário, relacionado a ações e anúncios recentes envolvendo o fundo: autorização do saque das contas inativas, distribuição dos “lucros”, recursos para quitação de dívidas de financiamento estudantil, empréstimo de capital à Caixa Econômica Federal, dentre outros. Iniciamos com uma reflexão sobre o papel dos fundos públicos frente ao contexto atual de neoliberalização e reescalamento do Estado, com o crescente conflito entre projetos políticos de caráter redistributivo e privatistas. Em seguida, apresentamos um breve retrospecto dos períodos de governo em que o Partido dos Trabalhadores esteve à frente da Presidência da República, destacando: mudanças na regulação do FGTS, seu uso para o financiamento de grandes programas de investimento, balanço do montante investido, além de seu uso para dar suporte ao processo de financeirização do imobiliário. Após esse retrospecto serão feitas considerações sobre o momento atual de “disputas” em torno do FGTS e algumas reflexões críticas sobre esse processo e os riscos gerados pelos impactos do distanciamento do fundo de suas finalidades primeiras (em especial da produção habitacional para famílias de renda baixa e média), diante do agravamento das desigualdades sociais nas cidades brasileiras

Palavras Chave: Fundo público, política habitacional, financeirização

Abstract

This paper aims to present an overview of recent disputes within the Brazilian government for the Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) resources, considering the institutional context instituted under the government of President Michel Temer. We work with the hypothesis that this fund is distancing itself from its founding objectives – financing social housing, sanitation and social security – and having its resources directed to others purposes related to internal and external political pressures faced by the government. The fragilities of the political coalition that support the government and the increasing level of people indebtedness could be taken as two important elements in this scenario, related to recent actions and announcements involving the fund: inactive accounts withdraw authorization, “profits” distribution, resources to pay off student debts, loan to Caixa Econômica Federal bank, among others. We star with a discussion over the role of public funds in face to the present context of neoliberalization and state rescaling, with the increasing conflict between welfare oriented and market oriented political projects. After that we present a brief retrospective of the Partido dos Trabalhadores government,

highlighting: changes in the FGTS regulation, its use for financing large investment programs, a balance of the invested amount, and also its use to support the housing financialization process. After this retrospective it will be made some considerations over the recent disputes over the FGTS and some critical reflections over this process and the risks generated by the impacts of the detachment from the fund primary purposes (especially the housing production for low and middle income families) in face of the aggravation of social inequalities in Brazilian cities.

Keywords: Public funds, housing policies, financialization

1. Introdução

A presente comunicação apresenta um breve histórico das disputas travadas no âmbito do Governo Federal pelos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) desde a sua criação, com ênfase no contexto de crise política e institucional instaurada após o processo de destituição sofrido pela Presidenta Dilma Rousseff em 2016. Nosso objetivo central está em identificar os principais agentes engajados nessas disputas e as principais decisões tomadas no âmbito das instâncias que regulam o fundo, discutindo seus posicionamentos e os respectivos interesses envolvidos, considerando os possíveis impactos desse cenário sobre as possibilidades de financiamento habitacional no país¹.

O fundo em questão foi criado em 1966 como parte de um amplo conjunto de reformas institucionais implementadas pelos governos militares para reestruturar os órgãos de planejamento urbano e regional do país, ao lado de outras iniciativas como a criação do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), do Banco Nacional de Habitação (BNH), do Sistema Brasileiro de Poupanças e Empréstimos (SBPE), além do Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU). Seu capital é formado a partir de uma contribuição compulsória mensal descontada do salário dos trabalhadores formais, com o objetivo de constituir um pecúlio para uso próprio em situações específicas delimitadas por lei e angariar recursos para financiar a produção habitacional. Consiste em um fundo financeiro para-fiscal que deve por lei direcionar 60% de seu programa de aplicações para investimentos em habitação popular e projetos complementares de saneamento e infraestrutura.

Esse desenho institucional fez com que o fundo se transformasse na principal fonte de recursos para o financiamento e implementação de políticas governamentais de habitação e saneamento. Após um período de relativa instabilidade e reestruturação durante os governos neoliberais da década de 1990 – com grande constrição de recursos para investimento – o fundo voltou a assumir um papel importante, ao ser usado como parte do projeto político desenvolvimentista dos governos de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) e Dilma Rousseff (2011-2016). Ele ajudou a financiar a dívida pública e foi uma peça fundamental para garantir recursos para os grandes programas de investimento que marcaram os governos do Partido dos Trabalhadores, particularmente após a virada na política econômica ocorrida a partir de 2008. O fundo foi, por exemplo, uma das principais fontes de recurso para garantir os subsídios para o Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e em 2016 chegou a destinar cerca de R\$66 bilhões para investimentos em habitação.

Após a concretização do projeto de *impeachment* em agosto de 2016, as forças políticas que assumiram o governo passaram a dar novos fins aos recursos do fundo visando ampliar seu capital político. A incapacidade do Presidente Michel Temer (2016-2018) em formar uma base de apoio sólida e seu baixo nível de aprovação junto à população, fizeram com que o governo buscasse flexibilizar o uso dos recursos do fundo para dar conta das pressões políticas que se configuravam. Um exemplo disso foi a autorização inédita na história do fundo para saque das contas inativas, visando conter o alto nível de endividamento da população e injetar recursos extraordinários para garantir liquidez na economia. Entre março e julho de 2017 foram sacados mais de R\$ 44 bilhões que beneficiaram perto de vinte e seis milhões de pessoas. Outro exemplo correlato são os debates – ainda inconclusos – sobre a

¹ Esta comunicação é o esforço inicial para sintetizar algumas considerações referentes a uma pesquisa em andamento desenvolvida junto ao Núcleo Rio de Janeiro do INCT Observatório das Metrópoles. Ela faz parte do projeto “Habitação e Direito à Cidade” que integra o programa de pesquisa “As metrópoles e o Direito à Cidade: plataforma de conhecimento, inovação e ação para o desenvolvimento urbano”. Os resultados apresentados ainda são preliminares.

possibilidade de usar o fundo para quitar dívidas do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) de beneficiários inadimplentes. Enquanto no primeiro caso podemos falar em uma mudança que está contida no escopo do fundo e apenas altera possibilidades legais de resgate dos valores depositados para o trabalhador, no segundo caso há um significativo desvio das finalidades do fundo, que não foi criado para financiar a formação universitária da população através de instituições de ensino privadas.

Isso nos leva a considerar dois tipos de disputa pelos recursos FGTS. Um primeiro tipo é aquele que passa por decisões quanto aos usos que estão previstos para os recursos do fundo desde a sua criação. Ela pode se expressar em iniciativas para intensificar ou reduzir os montantes investidos em programas de habitação e saneamento, em direcionamentos para financiar projetos ligados à grupos políticos específicos, na concentração de investimentos em determinadas unidades da federação, em detrimento de outras, ou mesmo na criação de novos mecanismos para aquecer determinados setores da economia. Foi o caso do mercado de capitais. Desde finais da década de 1990 parte dos recursos do fundo vem sendo usada para comprar títulos financeiros de base imobiliária. Várias resoluções do Conselho Curador (órgão colegiado responsável por deliberar sobre seu uso) vem admitindo esse tipo de investimento e atualmente seu patrimônio conta com quase R\$15 bilhões em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Um segundo tipo de disputa corresponde a tentativas de direcionar os recursos do fundo para outras áreas alheias aos setores de habitação, saneamento e seguridade social.

Ambos os casos explicitam que a alocação dos recursos não está imune aos interesses políticos expressos em diferentes momentos de nossa história recente. Em contextos de crise isso tende a se acirrar. Foi o caso do uso dos recursos do fundo pelo Presidente Fernando Collor de Mello (1990-1992) para compor o frágil quadro de alianças que pretendia dar sustentação ao seu governo, direcionando os financiamentos habitacionais para algumas regiões específicas do país. E vem sendo também o caso do momento atual. A relevância desta discussão reside na necessidade de compreender esses processos e de discutir o uso que vem sendo feito de um fundo público que teria como função primordial financiar políticas de caráter redistributivo, algo de extrema importância em contextos de grande desigualdade social como o caso brasileiro, com grande déficit habitacional e precariedade do serviço de saneamento.

2. Fundos públicos

Uma rápida discussão de caráter teórico/conceitual sobre os fundos públicos cabe ser feita, com o objetivo de estabelecer algumas conceituações e definições que possam lançar luz sobre a funcionalidade dos fundos no desenvolvimento da economia capitalista. Espera-se com isso buscar uma melhor compreensão sobre as disputas que vêm ocorrendo em torno dos recursos FGTS no Brasil.

A capacidade de financiamento do Estado muitas vezes é abordada por uma visão estritamente tecnocrática, que se limita a considerar a sua organização orçamentária a partir da análise de suas origens como receita fiscal e da sua distribuição entre órgãos e demais instâncias de um governo. Não aponta a dimensão política e suas relações com a acumulação capitalista que extravasam as definições administrativas e contábeis. A abordagem de OLIVERIA (1998) e BEHRING (2008, 2011) tem como pressuposto a compreensão do papel notável desempenhado pelos fundos públicos no capitalismo, por sua capacidade particular de reunir de uma miríade de recursos – desde fontes fiscais, para-fiscais, previdenciária e orçamentos de empresas públicas – e pela forma de gestão e controle dos fluxos destes recursos:

Este pode ser sintetizado na sistematização de uma esfera pública onde, a partir de regras universais e pactuadas, o fundo público em suas diversas formas, passou a ser o pressuposto do financiamento da acumulação de

capital, de um lado, e, de outro, do financiamento da reprodução da força de trabalho, atingindo globalmente toda a população por meio dos gastos sociais” (OLIVEIRA,1998, pp.XX).

A partir dessa competência singular de reunir grande volume de mais valia (trabalho excedente) surge, no período do pós segunda Guerra, o chamado *Welfare State*. Por um lado como uma forma de contornar, momentaneamente, os conflitos entre capital e trabalho e a queda tendencial da taxa de lucro na fase industrial do capitalismo e, por outro, como fruto das lutas dos trabalhadores na disputa pelo mais-valor (HORONATO,2008). Na luta pelo dispêndio governamental, os fundos públicos vão operar no suporte da reprodução do capital em geral, atuando sobre capital variável através do salário indireto, reduzindo os custos de produção através da incorporação pelo Estado de parte dos custos de reprodução da força de trabalho, materializado nas políticas sociais e na aceleração na circulação de mercadorias (OLIVEIRA,1998). De outro lado, o fundo opera sobre o capital constante, por meio do financiamento à pesquisa em inovação tecnológica, financiamento para renovação do capital fixo, políticas cambiais e de oferta de crédito, dentre outras. Apesar dessa definição ser geográfica e historicamente delimitada (BEHRING,2008), traz elementos da sua relação com o capitalismo em geral que, através de algumas mediações, podem contribuir para a compreensão do contexto brasileiro.

Essa abordagem, ainda, reúne uma série de elementos que trazem o papel histórico da utilização do poder político e econômico do Estado no desenvolvimento do capitalismo desde sua gênese, apontado por Marx ao descrever o processo de acumulação primitiva. Colocado enfaticamente por OLIVEIRA (XXXX) ao afirmar que “a formação do sistema capitalista é impensável sem a utilização de recursos públicos” (pp.XX). Esse papel ganha outros contornos e escalas na reorganização do grande capital na virada do século, como exigência do próprio estágio de desenvolvimento capitalista. Momento em que há um movimento conjunto entre expansão do capital monopolista e do Estado Nacional, manifestando-se como a emergência de um Imperialismo por parte dos Estados Centrais (ROCHA, 2013). Desse modo, para ampliação de seu poder econômico, o capital se apoia no Estado, como pressuposto de sua capacidade particular de centralização de capitais e poder para o financiamento da contínua expansão de suas atividades capitalistas. Isso reflete uma de suas características essenciais de constante movimento e propagação, presentes nos dias atuais no avanço global da produção capitalista e das finanças, pelos processos de globalização ou mundialização.

Voltando à análise de OLIVEIRA (XXXX) e BEHRING (XXXX), os fundos públicos são formados por uma fração do trabalho excedente como parte da disputa pelo mais-valor. Ao ser abordado por esta característica e com estes excedentes centralizados, torna-se expressão de um nível superior da luta de classes, como espaço de disputa por seus recursos, ou para expansão das políticas sociais ou pela ampliação do apoio à acumulação capitalista. Essa disputa, por ser estabelecida entre forças desiguais, não leva a uma possível redução da exploração, mas explicita um conflito histórico sobre parte da mais-valia (como colocado por Marx), manifestando-se tanto num conflito tributário como num conflito distributivo.

No contexto dos países periféricos, marcados pela superexploração do trabalho e por tributação altamente regressivas, os fundos públicos são compostos através da expropriação do trabalhador. O fundo público brasileiro não é diferente: seus recursos são compostos majoritariamente pela contribuição do trabalhador – via mais-valor (trabalho excedente) repartido entre Estado e Capital – e pela tributação de sua renda, na fonte ou no consumo (trabalho necessário). No Brasil, algumas delas são oriundas diretamente do salário, como as poupanças compulsórias (FGTS) ou as voluntárias (SBPE), além de outras tributação incidentes sobre o salário como o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que alimenta o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). ~~Neste cenário de total desequilíbrio na contribuição ao fundo público, o Capital, para reduzir ainda mais sua parte e~~

~~evitar esse espaço de disputa, procura fugir de tributações por meio da elisão fiscal, da influência política para conquista de isenções fiscais setoriais, etc. No Brasil isso é flagrante, refletindo no caráter altamente regressivo da nossa carga tributária, pouco incidindo sobre o patrimônio, seja ele territorial ou financeiro (GOBETTI & ORAIR, 2016).~~ Essa contribuição, não retornando ao trabalhador na sua devida proporção, através das políticas sociais, intensifica a concentração de renda e o agravamento da exclusão socioespacial, no que foi chamado por Oliveira de “Estado de Mal-Estar Social”. Desde as primeiras políticas de proteção social no Brasil, nos anos de 1930, estas foram marcadamente excludentes, restringindo-se a institutos de previdência de trabalhadores de determinados setores, ficando de fora grande parte da população, seja ela desempregada, subempregada ou vinculada ao trabalho informal. Mesmo após a Constituição Federal de 1988, com forte presença de pactos sociais distributivos e universalistas, esse quadro não se alterou significativamente em vista das colossais demandas sociais do país.

As formas de provisão de bens de consumo individuais e coletivos também são muitas vezes financiadas pelo fundo público. Quando cumpre essa função distributiva, ele também se coloca na disputa de classes, seja para distribuir bens de maneira universal e democrática, seja para remover certos obstáculos que o capital encontra no processo de acumulação. É o caso do financiamento de longo prazo para produção e o consumo e no uso do seu poder regulatório e de intervenção no espaço e na sociedade. Podemos ver o caso da mercadoria moradia, que possui certa peculiaridade na sua produção e circulação como mercadoria, sendo necessária a entrada do Estado para resolver vários entraves, como o crédito para financiar tanto a produção e aquisição dessa mercadoria (RIBEIRO, 1997; TOPALOV, 2006). Essa forma de uso dos fundos públicos na política habitacional é uma das principais funções do FGTS, que reflete um dos traços gerais do uso do fundo público: a sua utilização em políticas anticíclicas desejando deslocar temporalmente a crise, papel notável do crédito (HARVEY, 2013).

A partir de suas características funcionais e essenciais e de seu papel histórico em diversos momentos do capitalismo, o fundo público é foco de disputa e apropriação em momentos de crise, não sendo diferente na contemporaneidade marcada pela predominância financeira. Na atual conjuntura, marcada por intensas atividades especulativas, com crises cada vez mais recorrentes, o fundo público vem sendo sofrendo tentativas cada vez mais agressivas de apropriação. No contexto da financeirização do capitalismo, com a intensa mobilidade do capital portador de juros, a dívida pública tem papel fundamental ao se consolidar como espaço seguro de extração de renda por diversos atores financeiros. Assim, são drenados imensos volumes de recursos dos fundos públicos para o pagamento dos serviços da dívida, que representa uma fatia muito superior a qualquer gasto social, no caso brasileiro, garantindo o pagamento dos dividendos aos rentistas. Diversos países ao redor do mundo têm passado por políticas de austeridade fiscal e de estabilização macroeconômica, de cunho neoliberal, com o estrangulamento do gasto social para assegurar os pagamentos das suas dívidas. Isso é alardeado como um sacrifício necessário, com a justificativa de atingir um suposto equilíbrio fiscal com vistas a atrair investimentos produtivos. Finalidade que já foi contestada, principalmente, nos países periféricos, como é o caso do Brasil apontando que sua intenção real é garantir a reserva de recursos para o pagamento da dívida (PAULANI, 2013).

O contínuo avanço sobre o fundo público pode ser visto como traço fundamental dos processos de neoliberalização dos Estados, que atuam no ataque às formas anteriores de atuação e regulação estatal, de cunho fordista, de apoio e suporte a reprodução social do trabalho por meio da provisão de serviços públicos e de uma série de valores de uso e relações não mercantis na sociedade. Dessa forma, os processos de neoliberalização pretendem ampliar os espaços de acumulação de capital, visando criar novos negócios, através do avanço sobre serviços públicos e outros espaços. ~~na busca de uma comeditização total da vida (BRENNER, PECK, THEODORE, 2010; PECK, 2016, 2012).~~ A

desregulação visa retirar travas ao processo de acumulação e, sobretudo, alterar as formas de uso dos fundos públicos para, num momento seguinte, se implantar uma nova regulação que altere paulatinamente os espaços de atuação do Estado, voltando-se cada vez mais ao apoio e sustentação a acumulação de capital e abandonando gradativamente as políticas sociais.

Podemos, então, concluir que as atuais disputas históricas sobre os fundos públicos, atualizadas para um contexto agudo de neoliberalização – dentro do capitalismo de predominância financeira e da livre mobilidade do capital portador de juros – coloca a sociedade a caminho de um cenário muito grave, de desmonte das políticas sociais e da fragilização da democracia (GIROUX, 2005; MÉSZAROS, 2006; NUNES, 2016), ~~ou a redução da democracia “somente a um meio desejável para a defesa da liberdade individual de produzir e consumir” (CANDIOTTO, 2012) e a votar.~~ Nesse quadro global, como pensamos o Brasil? Como avaliar os impactos do desmonte de um “Estado de Bem-Estar Social incompleto” que ofereceu de maneira desigual, conservadora e restritiva o acesso a serviços públicos e a políticas sociais? ~~Este trabalho não pretende responder a essa pergunta, mas apresentar um panorama da recente disputa em torno do FGTS, que ocorre paralelamente a redução dos recursos para programas de provisão habitacional, visando compreender melhor essas transformações.~~

3. Da criação do fundo à virada institucional da década de 1990

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) foi instituído durante o governo do Marechal Humberto Castelo Branco (1964-1967) através da Lei 5.107 de 13 de setembro de 1966, passando, a partir de então, a se constituir como o principal *funding* para a política habitacional brasileira. O Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e o Banco Nacional de Habitação (BNH) já vinham operando desde 1964 de forma pouco efetiva, devido às limitações do modelo de financiamento adotado inicialmente e aos conflitos políticos entre os grupos de interesse que haviam se articulado originalmente pela sua proposição. Sandra Cavalcanti (ligada ao grupo político do ex-governador do Estado da Guanabara Carlos Lacerda) é afastada da presidência do banco e em seu lugar assume Luiz Gonzaga Nascimento Silva, que passou a dar mais espaço em sua gestão aos interesses dos grupos privados ligados à construção civil (ARAGÃO, 1999). Havia um viés político que considerava o BNH como um instrumento importante para estimular esse setor (ROYER, 2016). Com a criação do FGTS, o SFH e o BNH passaram a contar com recursos significativos, de longo prazo e baixo custo, estabelecendo um novo patamar para o financiamento habitacional. Os resultados logo repercutiram no número de unidades financiadas nos anos seguintes, conforme o quadro abaixo:

Quadro nº1 – Acumulo de unidades financiadas pelo BNH ente 1966 e 1970

Ano	Acumulado de unidades financiadas
1966	48.629
1967	108.461
1968	201.697
1969	318.814
1970	401.358

Fonte: ARAGÃO, 1999

O fundo foi criado como uma alternativa à estabilidade no emprego, que nesse período era garantida pela legislação trabalhista para empregados formais com pelo menos dez anos de contrato na mesma empresa. A lei promulgada em 1966 passou a oferecer aos empregadores a opção de depositar mensalmente um valor equivalente a 8% do salário pago, em conta bancária estabelecida em nome de cada empregado junto ao BNH. Isso rapidamente passou a ser regra geral e o BNH tornou-se o segundo maior estabelecimento

bancário do país (apenas atrás do Banco do Brasil) dado o volume de recursos que migraram para ele nesse processo (ROYER, 2016). Nesse mesmo período o FGTS passou a ser visto como uma conquista da classe trabalhadora, que apoiou a ratificação desse instrumento como regra constitucional durante o processo que resultou na Constituição de 1988 (ARAGÃO, 1999). Esses depósitos – que no seu conjunto constituem o volume de recursos que compõem o FGTS – eram remunerados a 3% de juros anuais, acrescidos de correção monetária. Segundo ARAGÃO (1999):

Os depósitos poderiam ser sacados nos casos de rescisão do contrato de trabalho, pela empresa, sem justa causa, de cessação das atividades da empresa, término do contrato por tempo determinado, aposentadoria (...) Na vigência do contrato de trabalho a lei admitia o saque para aquisição da moradia própria, através do SFH.

Os recursos do FGTS sob a gestão do BNH deveriam ser aplicados de forma a garantir a sua sustentabilidade financeira e a provisão de moradia de interesse social. O acesso à moradia pelas classes populares se dava, nesse sistema, através de um financiamento hipotecário, sem subsídios diretos a não ser nos casos em que, através da atuação dos governos locais, fosse possível um aporte na forma de terrenos ou de obras de infraestrutura necessárias à realização do empreendimento (AZEVEDO, 1988). É importante ressaltar que durante todo o período em que o BNH esteve ativo (entre 1964 e 1986) a burocracia responsável pela sua gestão conseguiu manter um controle bastante estrito na utilização dos recursos do fundo em relação à sua finalidade precípua – a produção de moradia – que foi complementada, a partir de 1968, com o financiamento às companhias estaduais de saneamento para investimentos na expansão das redes de abastecimento de água e coleta de esgotos.

Ao lado do FGTS foi criado também o Sistema Brasileiro de Poupanças e Empréstimos (SBPE), nos moldes do sistema norte-americano de *savings and loan*, que também passou a ser regulado e fiscalizado pelo BNH, juntamente com Banco Central e o Conselho Monetário Nacional. Com o FGTS e o SBPE, monta-se um sistema que, em princípio, deveria permitir o financiamento da produção de moradias para todas as camadas de renda, sem a necessidade de recorrer a recursos do Tesouro Nacional. Algo que efetivamente nunca ocorreu de forma plena. Até a extinção do BNH em 1986, o SFH financiou um volume significativo de novas unidades habitacionais, como pode ser visto no quadro abaixo:

Quadro nº2 – Número de financiamentos habitacionais do SFH por região do Brasil até a extinção do BNH em 1986

	BNH		SBPE		TOTAL SFH	
	Quantidade (1.000)	%	Quantidade (1.000)	%	Quantidade (1.000)	%
Brasil	2.55.9	100	1.895	100	4.454	100
Norte	120	5	39	2	159	4
Nordeste	725	28	2014	11	929	22
Sudeste	1.094	43	1.176	62	2.270	53
Sul	409	16	384	20	793	15
Centro-Oeste	211	8	92	5	303	6

Fonte: ARAGÃO, 1999

O BNH é extinto pelo governo de José Sarney (1985-1990) através do Decreto-Lei nº 2.291 de 21 de novembro de 1986. Com isso a responsabilidade pela administração do FGTS é transferida para a Caixa Econômica Federal (CAIXA), que passa a desempenhar o papel de órgão gestor. Isso gerou fortes impactos na capacidade de controle da burocracia sobre a alocação de recursos. Até a década de 1980 seria possível caracterizar o banco como uma “burocracia insulada” – conforme a concepção discutida por NUNES (2010) – ou seja, como uma instância burocrática relativamente protegida contras as injunções e pressões políticas

cotidianas e com uma grande capacidade de decisão sobre a alocação dos recursos, o que se fazia a partir de critérios definidos tecnicamente. A CAIXA, por outro lado, não tinha naquela época um perfil de banco de fomento e não conseguiu se reestruturar de forma adequada para conseguir ser de fato gestora dos programas que estavam sob responsabilidade do BNH.

O Conselho Curador do FGTS (CCFGTS) – instância deliberativa que é responsável por gerir e administrar os recursos do fundo – operou durante as décadas de 1960 e 1970 de forma subordinada e sempre alinhada com as grandes decisões tomadas pela direção do BNH. Período em que ele era composto por quatro membros e presidido, cumulativamente, pelo presidente do banco. Segundo SCHVARSBERG (1993:284),

De 1967 a 1976 aquele conselho constituiu-se como “apêndice” do BNH, numa instância de recurso de interesses sociais fragmentados quanto aos recursos do FGTS. Ao apagar das luzes do Governo Sarney, trava-se uma batalha política e legislativa que redundou em um projeto de ampla reestruturação institucional do FGTS. No âmbito desse projeto ocupa papel destacado um novo Conselho Curador (...) [formado por representações de] trabalhadores (CUT, CGT e Força Sindical), empresários (CNI, CNC e CNIF) e governo (Ministério do Trabalho, Banco Central, Ministério de Ação Social e Ministério da Fazenda) com poder decisório quanto a políticas de gestão e sobretudo de alocação territorial dos recursos do Fundo para Programas Urbanos de Habitação Popular, Saneamento Básico e Infraestrutura Urbana.

A reestruturação legal do FGTS e do seu Conselho Curador se dão através da Lei nº7.839 de 12 de outubro de 1989. Como destacado pela citação acima, essa reestruturação acontece em meio a debates no Congresso Nacional em torno da distribuição regional dos recursos, configurando assim um primeiro momento de grande disputa pela alocação dos recursos do fundo. Ainda segundo SCHVARSBERG (1993:284):

a questão ganha visibilidade pública no início dos anos 90, quando o deputado Antonio Britto acusou a direção da CEF [CAIXA] de fazer uso político dos recursos do FGTS, ignorando o plano de aplicação aprovado pelo CCFGTS. A denúncia é de tal maneira evidenciada pelos números das alocações que não obteve resposta: de 1988 a 1990 (dois últimos anos do Governo Sarney) o Estado do Maranhão recebeu 12 % dos recursos, embora sua população represente 3,4% do país.

Como uma tentativa de resposta a este conflito, o CCFGTS aprova uma resolução disciplinando a distribuição territorial dos recursos com o estabelecimento de critérios técnicos. Eles eram baseados em indicadores de população, extensão, territorial, demanda de habitação para baixa renda, demanda por saneamento e infraestrutura, além de dados de arrecadação. Havia também a exigência de que a distribuição contemplasse uma perspectiva redistributiva dos recursos, ou seja, atendendo mais –amplamente as regiões mais pobres (SCHVARSBERG, 1993). No entanto, o CCFGTS ainda não dispunha naquele momento de capacidade efetiva de fazer valer as suas deliberações. No início dos anos 1990, a CAIXA assumiu compromissos financeiros bem acima da disponibilidade efetiva de recursos e realizou uma distribuição que atendia aos interesses políticos do governo de Fernando Collor de Mello, tanto beneficiando as alianças regionais quanto interesses privatistas (SCHVARSBERG, 1993; VALENÇA e BONATES, 2009). Essa distribuição pode ser vista no quadro abaixo:

Quadro nº3 – Percentuais de investimento com recursos do FGTS por área de aplicação entre 1990 e 1992

Região	Infra-Estrutura			Saneamento			Habitação		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992

Norte	9,44	10,28	11,18	16,77	11,25	8,77	6,01	23,29	5,21
Nordeste	44,27	36,04	41,31	34,27	27,20	28,14	44,88	51,25	22,38
Sudeste	28,97	29,99	26,72	26,57	30,51	35,84	31,27	15,91	51,60
Sul	3,80	6,46	10,63	3,72	9,13	9,65	9,17	1,81	14,28
Centro-Oeste	13,52	17,20	10,11	18,67	21,90	17,49	8,67	7,72	6,54

Fonte: SCHVARSBURG, 1993

A crise gerada por essa medida, ao final do Governo Collor, levou a uma paralisação nos empréstimos do fundo até que houvesse uma recomposição de suas reservas. Os governos seguintes de Itamar Franco (1992-1994) e Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) vão ser marcados por um fortalecimento do poder deliberativo do Conselho Curador e por uma visão muito mais conservadora com relação às suas aplicações, buscando fortalecer a rentabilidade dos investimentos do FGTS e também ampliar as garantias de retorno sobre as aplicações realizadas nas atividades fim. A diminuição no volume de unidades financiadas após a extinção do BNH está expressa no quadro abaixo:

Quadro nº4 – investimentos do FGTS em habitação entre 1966 e 2000

Período	População beneficiada	Quantidade de unidades	Valor aplicado (R\$)
1966 – 1985 (BNH)	13.000.000	2.600.000	11.500 Milhões
1986 – 1994	3.956.515	791.303	7.600 Milhões
1995 – 2000	4.521.009	1.086.061	12.035 Milhões
TOTAL	21.477.524	4.477.364	31.135 Milhões

Fonte: CAIXA (2001)

Outro problema que começa a se configurar na década de 1990 diz respeito à capacidade de endividamento do setor público. Essa tendência se acentua com as crises econômicas que atingiram o país em 1998 e 1999 e o conseqüente recurso às ajudas financeiras providas pelo Fundo Monetário Internacional, que exigiam uma série de contrapartidas voltadas para a austeridade fiscal e redução da máquina pública. Isso tornou ainda mais agressivo o “ajuste neoliberal” que vinha sendo elaborado desde o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso. Havia um compromisso do governo em construir um *superávit* primário que deveria passar de 0% em 1998 para 3,1% em 1999, tendo como meta atingir 3,35% em 2001 (CARDOSO et all, 2017).

Essas medidas levaram a uma significativa restrição dos empréstimos do FGTS para setor público, impulsionando outro padrão de aplicações mais voltados para o setor privado. Foi criado o programa Carta de Crédito (individual e associativa) visando basicamente a concessão de crédito ao mutuário final, permitindo a aquisição de unidades habitacionais novas ou usadas, terrenos, material de construção, além de reformas e ampliação. Foi criado também o Programa de Arrendamento Residencial (PAR), contando com um *mix* de recursos do FGTS e do Orçamento Geral da União (OGU), agregados no Fundo de Arrendamento Residencial (FAR). O programa foi destinado aos segmentos de renda média (de três a seis salários mínimos) que podiam ser enquadrados como demanda solvável sem comprometer os recursos do FGTS (CARDOSO et all, 2017; CARDOSO e ARAGÃO, 2013). Ainda durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, uma nova dimensão do conflito distributivo em torno dos recursos do FGTS toma forma. Segundo ELOY (2013:30):

Reivindicações por uma melhor rentabilidade aos depósitos motivaram a criação do Fundo Mútuo de Privatizações/FGTS (FMP/FGTS)⁶⁴, em 1997. Elaborado pelo Ministério do Planejamento, o FMP autorizava seus cotistas a utilizar até 50% do seu saldo depositado para comprar ações de empresas (Vale do Rio Doce, Petrobras), adquirindo cotas dos FMP ou participando de clubes de investimentos (CINTRA, 2007, p.55). Essa prerrogativa tinha como justificativa melhorar o rendimento dos depósitos, ainda que com limitadas alternativas de investimento.

Na verdade, pode-se considerar que a justificativa de “melhor rentabilidade”, acionada pelos defensores da medida, esconde outra faceta das disputas por acesso aos recursos do fundo. Tratou-se, aqui, de mobilizar capital visando apoiar o processo de privatização de empresas públicas desenvolvido no âmbito do projeto de neoliberalização em voga. No âmbito desse projeto, ganha relevo ainda a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), que criou um aparato normativo e um conjunto de novos instrumentos financeiros de base imobiliária, que irão se configurar – principalmente a partir dos governos do Partido dos Trabalhadores – como uma nova frente de drenagem para os recursos do FGTS.

4. O FGTS e os governos de Lula e Dilma

O início do governo de Luiz Inácio Lula da Silva, em 2002, abriu espaço para que uma nova política habitacional de caráter redistributiva fosse construída, em diálogo com as concepções que vinham sendo discutidas pelo campo progressista desde a década de 1960. A criação do Ministério das Cidades em 2003 foi uma medida importante nesse sentido mas o caráter conservador da política econômica adotada enquanto Antônio Palocci ocupou o cargo de Ministro da Fazenda – que manteve praticamente inalteradas as mesmas regras de restrição de gastos vigentes nos governos de Fernando Henrique Cardoso – dificultaram qualquer iniciativa que demandasse novos recursos do orçamento. Nesse contexto pouco favorável é criado, em junho de 2005, o Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS) e o Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (FNHIS) pela Presidência da República. Segundo CARDOSO *et al* (2017:25):

[o SNHIS era] baseado em uma distribuição de competências e atribuições entre os três níveis de governo (...) Para aderir ao sistema, os estados e municípios deveriam se comprometer com a criação de um fundo de habitação a ser gerido por um conselho com participação popular e com a elaboração de um plano de habitação de interesse social que deveria estabelecer as diretrizes e prioridades para a política em nível local.

O SNHIS teve dificuldades para se efetivar devido à falta de recursos e a partir de 2006 mudanças na composição da equipe de governo – com a entrada de Guido Mantega no Ministério da Fazenda – vão dar novos rumos à política econômica e produzir impactos significativas sobre a política habitacional.

O governo passa a adotar uma série de estratégias econômicas de caráter intervencionista e um progressivo aumento dos gastos públicos junto aos programas sociais. Como parte desse contexto foi lançado o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) em 2007 e o Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV) em 2009². O primeiro esteve voltado para a implementação de obras de saneamento e infraestrutura em diversas áreas, contando em seu escopo com um programa específico para intervenção e urbanização em áreas de favela e similares. O programa de Urbanização de Assentamentos Precários (PAC-UAP) realizou em sua primeira etapa um investimento de R\$20,8 bilhões para urbanização de mais de 3.100 assentamentos precários em todo o país. Algumas intervenções de grande visibilidade foram efetuadas, a exemplo dos investimentos feitos no Complexo de Favelas

² Ao lado desse programa outras medidas devem ser consideradas como parte desse mesmo “pacote” de investimentos: o aumento significativo dos investimentos da Petrobrás (particularmente após a descoberta das reservas do pré-sal), a atração de grandes eventos internacionais como a Copa do Mundo de Futebol de 2014 e os Jogos Olímpicos de Verão de 2016, o uso intensivo dos bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e dos fundos públicos de pensão (PREVI, POSTALIS, FUNCEF) para incentivar o setor produtivo, dentre outro. Com o lançamento da Nova Matriz Econômica no primeiro governo de Dilma Rousseff, em 2011, novas medidas visando o aquecimento da economia e setor produtivo serão tomadas (SINGER, 2015).

de Manguinhos e no Complexo de Favelas do Alemão, ambas na cidade do Rio de Janeiro. O primeiro governo de Dilma Rousseff deu continuidade e lançou a segunda etapa desse programa em 2012, que totalizou mais de R\$12,7 bilhões investidos em 337 municípios (CARDOSO *et al*, 2017). Vários desses investimentos tiveram complementação de recursos vinda do FGTS através do Programa Pró-Moradia³.

O PAC foi uma peça importante dentro do projeto desenvolvimentista dos governos do Partido dos Trabalhadores por sua capacidade de mobilizar grandes investimentos com significativos desdobramentos sobre o setor produtivo e com grande volume de empregos formais gerados. O mesmo pode ser dito sobre o Programa Minha Casa Minha Vida que desde o início foi pensado como uma política anticíclica para fazer frente aos efeitos da crise internacional de 2008 (CARDOSO e ARAGÃO, 2013). Nas duas fases do programa foi contratada a construção de mais de quatro milhões de novas unidades habitacionais, com um desenho institucional que previa financiamentos tanto à produção quanto à aquisição, estabelecendo um patamar de subsídio direto proporcional à renda dos beneficiários. O programa foi dividido em três faixas de renda. A Faixa 1 deveria atender a famílias de baixa renda cujos rendimentos estivessem enquadrado na faixa de zero a três salários mínimos. Os recursos seriam disponibilizados pelo Fundo da Arrendamento Residencial (FAR), alimentado principalmente por recursos vindos do Orçamento Geral da União (OGU) e em menor escala do FGTS. A Faixa 2 e a Faixa 3 estavam voltadas para famílias cujos rendimentos estavam entre três e dez salários mínimos⁴. Neste caso os financiamentos seriam feitos todos com recursos do FGTS.

Várias críticas e considerações já foram feitas sobre esse programa e seus impactos sobre a ordem urbana das grandes cidades ou sobre as famílias beneficiadas, não cabendo aqui retomar essa discussão⁵. Interessa ressaltar que ambos os programas acima citados tiveram o FGTS como parte importante de suas fontes de financiamento. Cabe ressaltar também que foram programas importantes nas articulações políticas que vinham dando sustentação ao segundo governo de Luiz Inácio Lula da Silva e ao primeiro governo de Dilma Rousseff. Eles atendiam aos interesses do setor imobiliário e da construção civil, ofereciam um bom capital político para os prefeitos e governadores que aderissem aos programas, além de possuírem altíssimos níveis de aprovação (PMCMV) junto à população.

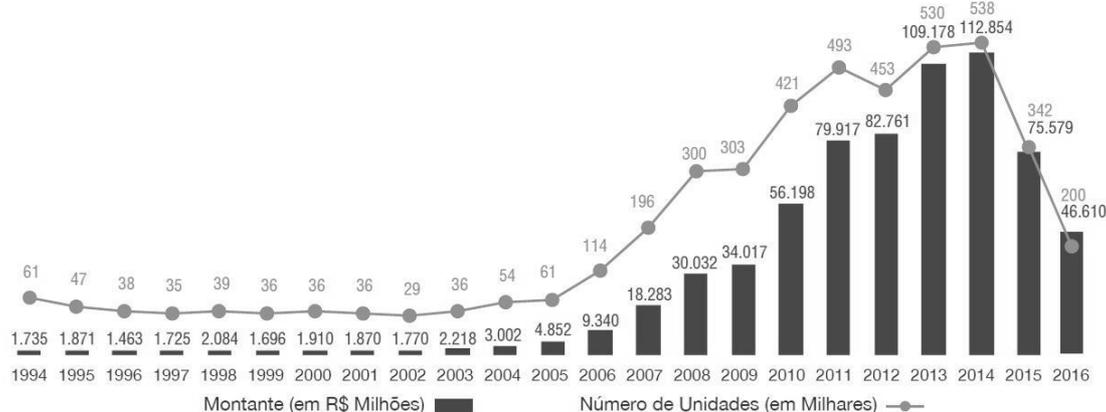
Durante esse período o governo manteve também uma política de constante expansão do crédito habitacional através dos mecanismos do SFH. Mesmo com as primeiras manifestações da crise fiscal que começou a tomar forma no início do segundo mandato de Dilma Rousseff e foi se agravando progressivamente nos anos seguintes, o número de financiamentos via SBPE e FGTS seguiram apresentando bons níveis de crescimento. No ano de 2014 o crédito imobiliário no Brasil atingiu o recorde histórico de 9,8% do PIB (CARDOSO e JAENISCH, 2017). A partir de 2015 o cenário econômico vai se tornando cada vez mais desfavorável e a crise política tomando contornos irreversíveis que foram resultar no processo de *impeachment* ocorrido em 2016. As contratações pelo SBPE apresentam forte queda em 2015 e 2016. Mas o FGTS segue mantendo uma curva ascendente, indicando um interesse explícito em seguir usando o crédito habitacional como uma estratégia política para manter os setores correlatos aquecidos. Nesse mesmo período, a oferta de crédito pelos bancos públicos passou de cerca de um terço para quase metade do crédito total ofertado (CARDOSO e JAENISCH, 2017). A evolução do número de financiamentos pode ser vista nos dois gráficos apresentados em seguida:

³ Trata-se de um programa criado pelo Governo Federal em 1995 que oferece financiamento para estados e municípios em três modalidades: “Urbanização e Regularização de Assentamentos Precários”, “Produção e Aquisição de Conjuntos Habitacionais”; “Desenvolvimento Institucional”.

⁴ Na segunda fase do programa esses valores foram atualizados da seguinte forma: Faixa 1 para famílias com renda mensal até R\$1600,00; Faixa 2 para famílias com renda mensal até R\$3275,00; Faixa 3 para famílias com renda mensal até R\$5000,00.

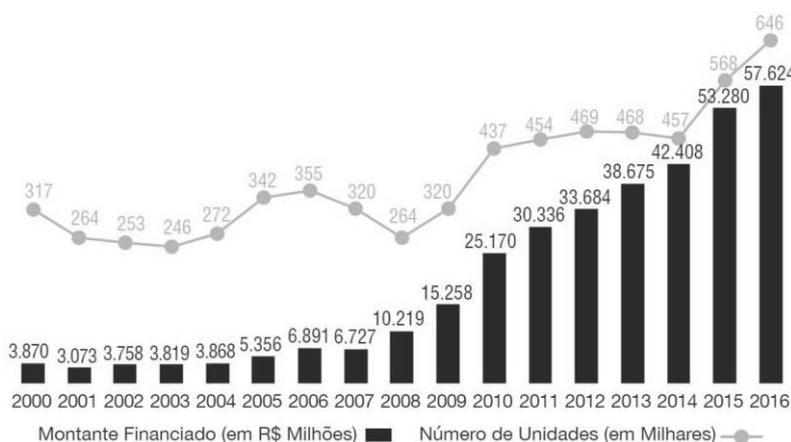
⁵ Sobre isso ver: SANTO AMORE *et al* (2015).

Gráfico nº1 – Financiamentos imobiliários com recursos do SBPE



Fonte: UQBAR (2017)

Gráfico nº2 – Financiamentos imobiliários com recursos do FGTS



Fonte: UQBAR (2017)

O uso do FGTS para ampliar o crédito habitacional e dar suporte aos dois programas de investimentos citados, pode ser entendido a partir de um viés político que tinha como pano de fundo dar sustentação ao projeto desenvolvimentista implementado pelo Partido dos Trabalhadores. Mas não há como negar que isso fez com que a política habitacional ganhasse uma centralidade que não era vista desde os tempos do BNH. O PAC e o MCMV conseguiram direcionar um volume significativo de recursos para o financiamento de novas unidades habitacionais para famílias de baixa renda e para programas de urbanização de assentamentos precários. Finalidades que correspondem aos usos legalmente previstos para os recursos do fundo desde a sua criação.

Esse período ficou marcado também por algumas inovações institucionais que vêm direcionando os recursos do FGTS para um novo perfil de investimento, voltado para o mercado de capitais ou mesmo para o financiamento da dívida pública. A resolução nº578/2008 do CCFGTS foi a primeira de uma série que foi editada a partir de 2008 para regular esse tipo de investimento, autorizando a compra de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), além de debêntures. Entre 2008 e 2014 foram investidos cerca de R\$ 55,8 bilhões nesse tipo de operação. Um volume que mostra que o FGTS vem se tornando um investidor importante para alavancar o mercado secundário de títulos imobiliários no país (ROYER, 2016). Na tabela seguinte está descrito o montante investido em CRI's pelo fundo nos últimos anos:

Quadro nº5 – Investimentos do FGTS em Certificados de Recebíveis Imobiliários

Ano	Valor Investido (em milhões)	Total Investido em Habitação (em milhões)
2012	R\$ 2.427	R\$ 35.990
2013	R\$ 2.401	R\$ 40.133
2014	R\$ 1.707	R\$ 43.960
2015	R\$ 600	R\$ 53.383
2016	R\$ 9.976	R\$ 49.844

Fonte: CAIXA/CBIC

Um episódio importante nesse processo foi o uso de recursos do FGTS para a compra dos Certificados do Potencial Adicional de Construção (CEPAC) usados para financiar a Operação Urbana Porto Maravilha. O projeto foi uma das principais intervenções feitas na cidade do Rio de Janeiro visando a organização dos Jogos Olímpicos de Verão de 2016, outra peça importante para projeto político que vinha sendo implementado por Luiz Inácio Lula da Silva, que mantinha uma aliança muito profícua com o prefeito Eduardo Paes e o governador Sérgio Cabral Filho. Para viabilizar esse investimento foi criado o FII-Porto Maravilha que recebeu dois aportes vindos do FGTS que totalizaram R\$ 5 bilhões, tendo sido usados para adquirir todo o volume de CEPAC's disponíveis para a área da operação urbana (PEREIRA, 2015). Algo até então inédito na história do país e que indica uma atuação mais incisiva do fundo para a viabilização de projetos específicos, em grande medida conflituosos com os objetivos que deveriam nortear os investimentos dos recursos disponíveis. No caso do Porto Maravilha temos o FGTS atuando como um "incorporador imobiliário" que precisa garantir a rentabilidade dos seus investimentos em uma área de franca expansão para o mercado de imóveis de alto padrão na cidade.

O caso do FI-FGTS também vem apresentando um perfil de investimento semelhante. Ele foi criado pela Lei 11.491 de 20 de junho de 2007, com o objetivo de aplicar seus recursos na implantação de empreendimentos de infraestrutura em rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, aeroportos, energia, saneamento e assim por diante. Conta com um comitê de investimento com doze membros designados pelo CCFGTS partir da indicação de setores do governo e de entidades da sociedade civil. Este fundo conta hoje com um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 31,7 bilhões de reais. Seus investimentos mais que triplicaram desde a sua formação até os dias de hoje, mas é possível identificar uma concentração em debêntures de empresas diversas. Outro dado interessante diz respeito ao volume significativo investido em letras e notas do tesouro, indicando que os recursos do FGTS também foram sendo direcionados ao longo dos últimos anos para financiar a dívida pública, conforme mostra a tabela seguinte:

Tabela nº6 – Composição do patrimônio do FI-FGTS (em milhares de R\$)

	Debêntures		Letras e notas do tesouro		Ações sem cotação na bolsa		Patrimônio total
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor
2008	8.627.414	92,3	73.486	0,79	111.210	1,19	9.348.176
2009	10.470.215	71,7	2.012.110	13,79	1.710.025	11,72	14.595.392
2010	10.273.652	54,3	3.257.122	17,23	5.461.828	28,89	18.903.325
2011	9.575.801	45,6	4.938.103	23,50	5.355.241	25,48	21.017.118
2012	12.670.391	47,9	6.806.186	25,75	5.189.446	19,63	26.432.610
2013	14.609.222	51,1	4.824.081	16,86	5.916.857	20,68	28.606.510
2014	14.733.066	46,2	5.181.732	16,26	7.522.141	23,60	31.871.416
2015	13.036.501	42,2	6.597.690	21,35	6.345.422	20,53	30.904.697
2016	12.871.098	40,5	6.680.276	21,03	5.204.977	16,39	31.761.225

Fonte: CAIXA/FGTS

5. Um panorama das disputas recentes pelos recursos do fundo

O governo de Michel Temer, que assume após a queda de Dilma Rousseff em agosto de 2016, precisou lidar com um contexto de grave crise fiscal e institucional decorrente da quebra do sistema de alianças que tinha sido construído durante o ciclo de governo do Partido dos Trabalhadores. Neste cenário, o FGTS passa a ser considerado como uma possibilidade para possíveis paliativos frente às pressões internas e externas que vinham atingindo o novo governo. As pressões internas correspondiam à fragilidade da base aliada, que passa a ser tratada com medidas econômicas voltadas para o benefício dos grupos políticos que mantiveram o apoio ao governo. As pressões externas diziam respeito ao agravamento da baixa popularidade enfrentada pelo novo presidente, afetada pelas medidas que vinham indicando uma reversão das políticas e benefícios sociais.

Diante deste cenário, as disputas em torno do FGTS intensificaram-se nos bastidores da cena política e ganharam espaço na grande mídia, ocupando manchetes e artigos de opinião em diversos meios. Em grande parte, a visibilidade dada ao fundo foi inflada pelo grande endividamento da população, para a qual o discurso hegemônico recorrentemente fortalecido na grande mídia apontava o acesso ao dinheiro depositado compulsoriamente no fundo como uma possível solução para a quitação das dívidas adquiridas. O entendimento de que o dinheiro “preso” no FGTS trazia mais ônus do que bônus aos trabalhadores foi reforçado pela condição das taxas de juros praticadas ao longo dos últimos anos que tornava o rendimento do fundo para o cotista inferior à inflação e ao rendimento oferecido por aplicações financeiras que poderiam ser acionadas pelos trabalhadores de forma individualizada. Por vezes, o baixo rendimento do FGTS para o cotista foi atrelado pela grande mídia às denúncias de corrupção – que ganharam grande projeção ao longo do governo petista – que endossavam o discurso sobre a má administração pública dos recursos, sendo por tanto um risco para o trabalhador ter seu dinheiro gerido pelo fundo.

Podemos destacar como exemplo a reportagem “FAT e FGTS são 'impostos disfarçados'” (MOTA, 2016), que traz trechos de uma fala de Gustavo Franco⁶, expondo mais detidamente os argumentos que são acionados em diversas outras reportagens que trazem notícias sobre o Fundo. Franco coloca um questionamento sobre a coerência da existência do FGTS hoje, considerado por ele como um arranjo anacrônico, que teria tido a sua criação em um momento no qual o governo se colocava como tutor das escolhas financeiras do trabalhador. Para Franco, atualmente o FGTS tem sido utilizado para “fazer políticas públicas que não necessariamente dão certo” (MOTA, 2016), referindo-se aos objetivos fundantes do FGTS de financiamento de políticas públicas de habitação, saneamento e infraestrutura. Em uma referência ao reiterado argumento da gestão pública como ineficiente e corrupta, Franco questiona ainda a posição do trabalhador como financiador: “Mas por que é a poupança do trabalhador que tem que bancar esses subsídios para Estados e municípios, que, toda vez que têm dinheiro, aumentam sua folha de pagamento, como a gente está vendo?” (MOTA, 2016).

Este quadro fez com que houvesse uma grande mobilização da mídia sobre possíveis mudanças do novo governo sobre o acesso dos cotistas ao Fundo. Em seu discurso de defesa no Senado, a então Presidente Dilma Rousseff fez referência à “proibição do saque do FGTS na demissão do trabalhador” como uma das ameaças que se apresentavam com o andamento do processo de impeachment (ASSISTA, 2016). Essa fala fez com que Temer, após ter assumido como novo Presidente, fosse a público afirmar que esta possibilidade não era cogitada por sua equipe. Ganhou espaço na mídia então a intenção de parte da equipe

⁶ Gustavo Franco é ex-Presidente do Banco Central no período de 1997 a 1999 (sendo figura importante na criação do Plano Real), é estrategista-chefe da Rio Bravo Investimentos e presidente do Instituto Millenium. Teve longa trajetória no PSDB e hoje integra o Partido Novo.

do novo governo de utilizar o FGTS para amenizar o endividamento das famílias e facilitar o acesso ao crédito dos cotistas.

Dentre as medidas econômicas propostas por Dilma Rousseff em seu mandato, a utilização do FGTS como garantia de crédito consignado foi uma das poucas levadas a diante pela nova equipe de governo. Apesar da expectativa de grande popularidade, entraves como o juro elevado e a fragilidade nas garantias do uso do FGTS foram apontados como motivadores da pequena repercussão da medida. Entretanto, esta medida merece destaque por ter sido uma das primeiras sinalizações da forma como FGTS viria a ser utilizado no período seguinte.

O acesso do trabalhador ao seu dinheiro compulsoriamente depositado no FGTS passa a ser pauta constante na grande mídia a partir do final de 2016. Recorrendo à ideia da condição do país como imerso em uma crise econômica, a liberação destes valores para os cotistas passa a integrar um “pacote de medidas” apresentadas pelo governo como de incentivo ao consumo, que seria o grande responsável pela retomada do crescimento do PIB nacional. Diante dos elevados índices de impopularidade de Temer, as propostas de liberação de valores do FGTS juntas à de redução dos juros do cartão de crédito são apontadas como estratégicas para recuperar uma boa imagem do governo. Já com diversas especulações sobre como se daria o acesso do trabalhador ao FGTS, em 15 de dezembro de 2016 o governo federal lançou um “pacote de natal” com medidas como a distribuição de parte do lucro do FGTS entre os cotistas e a chamada “minirreforma trabalhista” (QUINTÃO, BOUÇAS, FONTES, 2016). Poucos dias depois, já com uma nova pesquisa de popularidade do governo (que apresentou pouca mudança em relação à anterior), é então anunciada a liberação do saque das contas inativas sem limite de teto.

A forma “apressada” como se deram os anúncios destas medidas e o desalinhamento já público da equipe do governo com relação ao que seria a ação mais adequada foram argumentos utilizados pela mídia para reforçar a ideia da busca pelo aumento da popularidade como principal motivação do governo para o anúncio das medidas. Em um artigo de opinião de um de seus redatores, o Jornal Valor Econômico coloca a permissão do saque das contas inativas do FGTS como uma “medida engenhosa” que, mesmo enfrentando resistências do Ministério da Fazenda e do setor da construção civil, pode “fazer a economia girar e diminuir o saldo negativo da imagem de Temer” (GRANER, 2016). Este artigo traz ainda a fala de um analista político de uma agência de investimentos que, se referindo ao “turbilhão político que paralisa a economia”, afirma que “serão 10,2 milhões de pessoas menos irritadas com o Temer” (GRANER, 2016).

Após este anúncio às vésperas do natal de 2016, diversas reportagens passaram a repercutir opiniões de representantes do setor da construção civil que criticavam esta medida (os quais recebiam apoio de Henrique Meirelles, então Ministro da Fazenda), ao passo que partes da equipe do governo de Temer (especialmente o Ministério do Planejamento) buscavam reforçar que as preocupações apontadas por este setor não se justificavam, tendo em vista que a medida permitiria que os trabalhadores quitassem suas dívidas, reduzindo o endividamento e melhorando as condições de crédito, sem afetar a capacidade de investimento do Fundo. Frente a isso, um segundo grupo de reportagens abordava discussões sobre os impactos positivos esperados no comércio, apoiado ainda por medidas que integraram o “pacote de natal” como a possibilidade de diferenciação de preços entre formas de pagamento e a redução das taxas trabalhistas.

O setor da construção civil manifestou-se de forma crítica à decisão anunciada por Temer por meio de suas entidades. A Associação Brasileira das Incorporadoras Imobiliárias (ABRAINC) afirmava que “faltarão recursos para a habitação em 2020 e 2021 com a liberação dos valores das contas inativas” (QUINTÃO, 2016a). A Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) criticava a autorização do saque sem limite de teto e destinação específica, afirmando que esta decisão contrariava um acordo estabelecido com

o governo no qual estes pontos haviam sido debatidos (QUINTÃO, 2016a). Por fim, o Sindicato da Indústria da Construção do Estado de São Paulo (SINDUSCON-SP) apontava haver um desvio de função do Fundo, com afirmações como: “a medida desvirtua o uso dos recursos do FGTS” (QUINTÃO, 2016a) e “o princípio do FGTS está sendo violado” (QUINTÃO, 2016b).

Considerando a intenção do governo de aumentar seu capital político com a liberação do saque das contas inativas, as entidades de representação da construção civil chegaram a alegar que não seria necessário optar entre esta intenção e a manutenção da capacidade de investimento do FGTS. Uma vez que grande parte das contas inativas possuíam valores inferiores a um salário mínimo, a possibilidade do saque com teto limite poderia garantir a repercussão positiva junto a grande parte da população e a manutenção no Fundo do elevado saldo da menor parte das contas. De toda forma, a opção adotada pelo governo federal não seguiu essa análise, que foi contraposta no anúncio de Temer sobre a medida: “O trabalhador poderá sacar todo o saldo da conta inativa. Cerca de 86% das contas não ultrapassam o salário mínimo (R\$ 880,00). Então, não haverá limites para isso. Isso vai movimentar a economia sem colocar em risco a solidez do FGTS” (TRABALHADOR, 2016).

De acordo com o Jornal Valor Econômico, técnicos da CAIXA a princípio integravam a “ala” que defendia a necessidade de haver um teto na liberação dos valores, acompanhando o setor da construção. Ao percorrer as reportagens sobre o tema que fazem menção ao posicionamento da CAIXA é possível perceber uma mudança no discurso oficial da instituição, que deixa de ser bastante restritivo à medida e passa a alinhar-se ao discurso de Temer: “No início das discussões, técnicos propuseram saques de até R\$ 1,5 mil para pagamento de dívidas” (GRANER, SIMÃO, 2017), em seguida a CEF [CAIXA] passou a defender o limite de dez salários mínimos para os saques, tendo em maio de 2017 afirmado que “O saque das contas inativas por parte do trabalhador faz parte do modelo conceitual do FGTS e não fragiliza a capacidade de investimentos, autorizados pelo Conselho Curador do FGTS, nas áreas de Saneamento, Infraestrutura e Habitação” (O GLOBO, 2017). Apesar das ressalvas dos técnicos da CEF [CAIXA], o Conselho Curador do FGTS manteve para a grande mídia ao longo do período pesquisado o posicionamento de total acordo com o saque das contas inativas, alegando que o fundo poderia ganhar em rentabilidade “ao ajudar na retomada da economia brasileira” (SIMÃO, 2017), rechaçando as críticas do setor da construção civil de forma ríspida: “O saque não compromete as aplicações do fundo. Ninguém tem o que reclamar. O FGTS deve ser o que mais aplica em habitação. Não faltam recursos para habitação” (SIMÃO, 2017).

Ao longo do período que segue desde o anúncio da medida até a definição sobre como seria o calendário de saques, houve um grupo de reportagens que sinalizavam a expectativa positiva para o setor do consumo e sua possível repercussão na melhoria dos indicadores da crise do país. Ganhou destaque na grande mídia uma pesquisa de opinião realizada após o anúncio de Temer sobre o destino dos valores a serem sacados pela população. Em uma das reportagens que tratam desta pesquisa nota-se que grande parte dos entrevistados pretendiam destinar os valores sacados das suas contas inativas para o pagamento de débitos, em especial a população de menor renda, ressaltando o elevado índice de endividamento dos trabalhadores. Alguns meses depois o tema retorna em uma outra reportagem, também tratando da relação entre os saques das contas inativas e o crescimento do consumo, na qual o setor do comércio representado pela Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (FecomercioSP) aponta que, apesar de parte do dinheiro sacado do FGTS ser destinado ao pagamento de dívidas, isso beneficiaria o setor varejista a médio e longo prazo por trazer para grande parte da população a possibilidade de adquirir novas dívidas:

Ainda que nem todo o dinheiro seja destinado para o consumo, o varejo pode se beneficiar no médio e longo prazo já que, se o consumidor optar por quitar dívidas ou aplicar, tais recursos entrarão no mercado financeiro elevando a

capacidade bancária de conceder empréstimos (...) os consumidores endividados ou inadimplentes poderão reequilibrar seu orçamento doméstico, limpar o nome e se tornar novamente elegível a novos crediários, em condições mais vantajosas. (BRASIL, 2017).

Com o início dos saques das contas inativas pelos cotistas, passou então a haver uma sequência de reportagens com dados sobre os resultados desta medida nos indicadores econômicos do país. É notável a divergência entre as expectativas criadas em torno da medida e a real destinação do dinheiro em direção ao consumo, que teria sido inferior. Em uma de suas reportagens, o Jornal Valor Econômico aponta que, diante do “impacto inferior ao previsto dos recursos de contas inativas do FGTS” (MARTINS, 2017), uma pesquisa de “sondagem do consumidor” realizada pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (Ibre-FGV) ajustou suas projeções para a conversão dos valores sacados no consumo, de 30 a 35% previsto no anúncio da medida para 9,6% alguns meses depois.

Apesar de algumas reportagens seguirem com esta avaliação, no final do ano este assunto tornou a pautar a grande mídia com uma espécie de “balanço” do ano, com opiniões emitidas especialmente pelo Ministério do Planejamento e pela Casa Civil. Na reportagem “Governo quer ampliar uso do FGTS como garantia de consignado” são publicadas as novas intenções do governo federal em relação do uso do FGTS, a serem inseridas no chamado “pacote de bondades”: “uma espécie de contrapartida às medidas impopulares que o governo será obrigado a adotar para fechar as contas de 2018” (OLIVEIRA, GRANER, 2017). Os reflexos do saque das contas inativas na economia são avaliados positivamente, com a afirmação de que “O saque do FGTS foi o responsável pelo *turning point* [ponto de inflexão] do consumo” (OLIVEIRA, GRANER, 2017), emitida por Marcos Ferrari, da Secretaria de Planejamento e Assuntos Econômicos do Ministério do Planejamento. No “pacote de bondades” o FGTS segue sendo analisado como possível meio para a recuperação econômica atrelado ao consumo, sendo a ampliação do uso do FGTS na garantia de empréstimos uma das propostas. Mais uma vez a reportagem traz a opinião de Henrique Meirelles que pondera sobre os limites da utilização do Fundo: “o que puder ser feito no FGTS, o será, mas considerando-se o fato de que o recurso é utilizado para financiar saneamento e habitação de baixa renda” (OLIVEIRA, GRANER, 2017).

O calendário das autorizações dos saques das contas inativas foi acompanhado por discussões sobre outras destinações para o FGTS, intensificando-se nos últimos meses de 2017. Na mídia estas propostas passaram a ser denominadas como “sangrias” ou “pulsões”, sendo comumente apresentadas junto a uma ressalva sobre os possíveis riscos à “solidez” do Fundo. Estas propostas seguiram sendo recorrentemente combatidas pelo setor da construção civil, através das suas entidades como CBIC, ABRAINC e SINDUSCON.

Uma das “sangrias” que tiveram maior destaque ao longo de 2017 foi a proposta de liberação do FGTS para custeio do Financiamento Estudantil (FIES), que chegou à grande mídia com o apoio do Ministério da Educação e da “ala política do governo”, que iam de encontro ao entendimento da “equipe econômica” (RODRIGUES, 2017). Contra esta proposta entidades da construção civil se posicionaram de forma categórica, afirmando que tratava-se de uma grave ameaça: “Se a proposta for aprovada, teremos o colapso do crédito habitacional para a baixa renda e a redução drástica das obras de saneamento e mobilidade urbana” (SINDUSCON, 2017) e em nota divulgada pela ABRAINC que

O respeito ao objetivo maior do fundo não pode ser maculado, pois do contrário, em pouco tempo, os financiamentos habitacionais não mais conseguirão se sustentar apenas com os subsídios dos Estados e municípios e, novamente, o País se virá diante de um cenário onde a desigualdade social ficará visível com o aumento de favelas e até invasões aos patrimônios de terceiros (BONATELLI, 2018).

A proposta foi recusada pela Câmara dos Deputados, repercutindo em diversas reportagens, dentre elas uma que apontava a alta das ações da incorporadora MRV na bolsa de valores após esta definição (SILVA, 2017).⁷

Por fim, destacamos a reportagem “Justiça libera FGTS para tratamento de saúde e pensão”, na qual é apontado o crescimento das determinações judiciais que autorizam saques de cotistas para diversos fins, como pagamento de pensão alimentícia, doenças não listadas na norma que trata desta destinação, dentre outros. A reportagem suscita preocupação com a fala do gerente nacional do FGTS na CEF que posiciona-se contrário à medida. Chama atenção ainda a opinião de um advogado sobre o assunto ao resgatar o discurso sobre a má administração do Fundo para dar legitimidade às decisões judiciais que liberam saques em casos pontuais: “É chegado o momento para uma nova forma de gestão [do FGTS]. O rendimento está muito aquém do praticado pelo mercado. O trabalhador está perdendo dinheiro” (ROSA, 2016).

Paralelamente, um estudo elaborado pelo Banco Mundial a pedido do governo brasileiro apresentava outras propostas de “sangria” do FP. De acordo com as reportagens pesquisadas, o estudo voltado para a reformulação das despesas obrigatórias do governo para o “desafio” do cumprimento do teto de gastos apontou a “integração” do FGTS ao seguro-desemprego como uma possibilidade de “economia” de aproximadamente 0,6% do PIB (OLIVEIRA, 2017). De acordo com este estudo, “os desempregados teriam acesso ao seguro desemprego somente após o esgotamento de seus saldos de FGTS. Ao mesmo tempo, os pagamentos do Fundo seriam limitados a um valor máximo mensal do último salário, por exemplo 70% (...) o período de pagamento do seguro desemprego seria elevado para 7 meses” (OLIVEIRA, 2017). Nota-se a crescente presença e influência do capital financeiro e internacional no interior das disputas pelo FGTS, que ocorre paralelamente a redução de seu papel histórico de financiamento da política habitacional.

6. Apontamentos finais

Esta breve retomada histórica ilustra que os recursos do FGTS possuem um peso importante (talvez fundamental) para o financiamento das políticas habitacionais e de saneamento no país. Mas é importante ressaltar que houve uma “flutuação” significativa no aporte de recursos ao longo das últimas décadas, que revela a existência de um imbricamento entre o uso do fundo e as mudanças no quadro político e econômico.

Em diferentes momentos de sua história, muitos direcionamentos tomados pelo seu conselho gestor estiveram preocupados em atender a demandas alheias às suas finalidades fundantes. Houve casos de uso para compor alianças políticas, agradar setores do capital ou alimentar projetos de governo. Em alguns casos com disputa explícitas e manifestações na esfera pública – a exemplo dos debates sobre a distribuição regional dos recursos nos governos de José Sarney e Fernando Collor de Melo – em outros através de arranjos ou negociações feitos no plano das instâncias que regulam o uso do fundo.

Durante os governos do Partido dos Trabalhadores algumas decisões importantes foram tomadas. A participação cada vez mais intensa no mercado de capitais é uma delas. Os defensores dessa medidas se apóiam em um discurso que defende que o fundo deve buscar opções de investimento que lhe garantam uma maior rentabilidade (ROYER, 2016). Mas um exame mais detalhado do teor dos investimentos feitos indica que outros interesses podem estar em jogo. O FI-FGTS, por exemplo, possui cerca 7,30% de seus ativos

⁷ De abrangência nacional e com capital aberto na bolsa de valores desde 2007, a MRV destaca-se como a maior empresa brasileira atuante no chamado segmento econômico, tendo ampliado sua escala de produção com o Programa Minha Casa Minha Vida. Como visto neste episódio, os valores de suas ações têm refletido decisões do governo federal que implicam na ampliação ou restrição de investimentos públicos na política habitacional

investidos em empresas ligados ao grupo Odebrecht (cerca de R\$1 bilhão) e outros 20% investido em letras e títulos do tesouro. Será que é cabe ao FGTS atuar como uma espécie de “banco de fomento” financiando a atuação de empresas privadas ou o endividamento do governo federal? Ou atuar dando suporte a grandes operações urbanas como ocorreu no caso do Projeto Porto Maravilha?

Essas questões indicam que o fundo não está isento de capturas. Com o fim do governo de Dilma Rousseff isso ficou evidente e a desestabilização institucional gerada pelo processo de *impeachment* abriu o campo de disputas em torno do espólio deixado pelos governos anteriores. O debate público que se seguiu está permeado de argumentos que tentam instituir suas narrativas sobre a importância (ou não) do FGTS e definir possíveis usos para os seus vastos recursos. A liberação dos saques das contas inativas foi um primeiro resultado desse conflito. Basta saber que articulações seguiram e o quanto o fundo conseguiu resistir em suas finalidades fundantes.

7. Referências

ARAGÃO, J. M. Sistema Financeiro da Habitação. Uma análises sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do Sistema. Curitiba: Juruá, 1999.

AZEVEDO, S. Vinte e dois anos de política habitacional (1964-1986): trajetória e extinção do BNH. *Revista de Administração Pública*, v. 22, n. 4, pp. 107-119, 1988.

BEHRING, E. Acumulação capitalista, fundo público e política social. In: BOSCHETTI, I. et all. (Org.). *Política social no capitalismo: tendências contemporâneas*. São Paulo: Cortez, 2008.

BRENNER, N.; PECK, J.; THEODORE, N. Variegated neoliberalization: Geographies, modalities, pathways. *Global Networks*, 10 (2), pp.182–222, 2010.

BRENNER, N. Após a Neo-Liberalização? *Cadernos Metrôpoles*, v.14, n.27, pp.15-39, jan/jun 2012

CAIXA (2001)

CARDOSO, A. L.; ARAGÃO, T. A.; JAENISCH, S. T. Introdução. IN: CARDOSO, A. L.; ARAGÃO, T. A.; JAENISCH, S. T (Org.) Vinte e dois anos de política habitacional no Brasil: da euforia à crise. Rio de Janeiro, Carta Capital, 2017.

CARDOSO, A. L.; ARAGÃO, T. A. Do fim do BNH ao Programa Minha Casa Minha Vida: 25 anos de política habitacional no Brasil. IN: CARDOSO, A. L. (Org.) O Minha Casa Minha Vida e seus efeitos territoriais. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2013.

CARDOSO, A. L.; JAENISCH, S. T., Mercado imobiliário e política habitacional nos governos de Lula e Dilma: entre o mercado financeiro e a produção habitacional subsidiada. *Anais do XVII Encontro Nacional da ANPUR*. São Paulo, 2017

ELOY, C. M. *O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

GIROUX, H. A., El neoliberalismo y la crisis de la democracia. *Anales de la educación común*, año 1, número 1-2. Publicación de la Dirección General de Cultura e Educación de la Provincia de Buenos Aires, 2005.

GOBETTI, S.; ORAIR, O. Tributação e distribuição da renda no Brasil: novas evidências a partir das declarações tributárias das pessoas físicas. *IPC-IG Working Papers*,136, 2016.

HARVEY, D. *Os limites do capital*. São Paulo: Boitempo, 2013.

HORONATO, C. O Fundo Público e as relações entre Estado e Cidadania. *Anais do III Congresso Internacional História em Debates*, Santiago de Compostela, 2004.

NUNES, E. *A gramática política do Brasil*. Clientelismo, corporativismo e insulamento burocrático. Rio de Janeiro: Garamond, 2010

NUNES, A. J. A. *Neoliberalismo e democracia*. Texto de apoio da Conferência de Encerramento da Conferência Internacional sobre o 50º Aniversário dos Pactos Internacionais dos Direitos Humanos. Coimbra, 2016.

OLIVEIRA, F. O surgimento do antivalor. In: _____. *Os direitos do antivalor: a economia política da hegemonia imperfeita*. Petrópolis: Vozes, 1998.

PAULANI, Leda. Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 27, n. 77, p. 237-261, 2013.

PECK, J. Neoliberalism. IN: RICHARDSON, D. et all (Org.) *The Wiley international encyclopedia of Geography*. Oxford: Wiley-Blackwell.2016

PEREIRA, A. *Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

RIBEIRO, L. C. Q. *Dos cortiços aos condomínios fechados: as formas de produção da moradia na cidade do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1997.

ROCHA, M. A. M. *Grupos econômicos e capital financeiro: uma história recente do grande capital brasileiro*. Tese de doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas,2013.

ROYER, L. O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. *Cadernos Metrópole*, v. 18, nº 35, pp.33-51, 2016.

SANTO AMORE, C.; SHIMBO, L. Z.; RUFINO, M. B. C. *Minha casa... e a cidade? Avaliação do Programa Minha, Casa Minha Vida em seis estados brasileiros*. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2015.

SCHVARSBURG, B. Atores em movimento na disputa territorial do FGTS nos anos 90: espaço social e planejamento em transformação. In: *Anais do V Encontro Nacional da ANPUR*. Belo Horizonte, 2013.

SINGER, P. Cutucando onças com varas curtas. O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff. *Novos Estudos CEBRAP*, 102, pp.39-67, 2015.

UQBAR - Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. *Anuário Finanças Estruturadas 2016*. São Paulo, 2017.

7.1 Notícias e Reportagens

“Temo a morte da democracia”. PT, São Paulo, 30 ago. 2016. Política. Disponível em: <<http://www.pt.org.br/em-discurso-no-senado-dilma-diz-temer-a-morte-da-democracia/>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

GRANER, Fabio. Um deserto para Temer atravessa. Valor Econômico, São Paulo, 27 dez. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/politica/4818672/um-deserto-para-temer-atraversar>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

GRANER, Fabio; SIMÃO, Edna. Saques do FGTS podem ser concentrados no 1º semestre. Valor Econômico, São Paulo, 20 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4842558/saques-do-fgts-podem-ser-concentrados-no-1- semestre>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

MARTINS, Arícia. Ibre eleva projeção para expansão da atividade no 1º tri. Valor Econômico, São Paulo, 25 abr. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4947578/ibre-eleva-projecao-para-expansao-da-atividade-no-1-tri>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

MÁXIMO, Luciano. Quase metade dos saques do FGTS irá para pagar dívidas, diz pesquisa. Valor Econômico, São Paulo, 31 mar. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4922070/quase-metade-dos-saques-do-fgts-ira-para-pagar-dividas-diz-pesquisa>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

MOTA, Camilla Veras. FAT e FGTS são 'impostos disfarçados'. Valor Econômico, São Paulo, 27 set. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4726837/fat-e-fgts-sao-impostos-disfarçados-diz-gustavo-franco>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

O GLOBO, Agência. Sem extra do FGTS, governo é obrigado a remanejar verba para habitação. Valor Econômico, São Paulo, 05 mai. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4959470/sem-extra-do-fgts-governo-e-obrigado-remanejar-verba-para-habitacao>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

OLIVEIRA, Ribamar. Para Banco Mundial, Brasil cumprir teto de gastos é um desafio. Valor Econômico, São Paulo, 21 nov. 2017. Disponível em: <www.valor.com.br/brasil/5200561/para-banco-mundial-brasil-cumprir-teto-de-gastos-e-um-desafio>. Acesso em: 11 abr. 2018.

OLIVEIRA, Ribamar; GRANER, Fabio. Governo quer ampliar uso do FGTS como garantia de consignado. Valor Econômico, São Paulo, 31 out. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/5177410/governo-quer-ampliar-uso-do-fgts-como-garantia-de-consignado>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

QUINTÃO, Chiara. Construção prevê perdas. Valor Econômico, São Paulo, 23 dez. 2016a. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4816096/construcao-preve-perdas>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

QUINTÃO, Chiara. Sinduscon-SP critica distribuição de lucro do FGTS para pagar dívidas. Valor Econômico, São Paulo, 15 dez. 2016b. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4808959/sinduscon-sp-critica-distribuicao-de-lucro-do-fgts-para-pagar-dividas>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

QUINTÃO, Chiara; BOUÇAS, Cibelle; FONTES, Stella. Setor produtivo aprova as propostas, mas faz ressalvas. Valor Econômico, São Paulo, 16 dez. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4809263/setor-produtivo-aprova-propostas-mas-faz-ressalvas>>. Acesso em: 15 abr. 2018.

RODRIGUES, Lorena. Uso de FGTS para pagas Fies pode liberar R\$ 70 bilhões. O Estado de S. Paulo, São Paulo, 30 out. 2017. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,uso-de-fgts-para-pagar-fies-pode-liberar-r-70-bilhoes,70002065481>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

ROSA, Arthur. Justiça libera FGTS para tratamento de saúde e pensão. Valor Econômico, São Paulo, 26 dez. 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/legislacao/4817428/justica-libera-fgts-para-tratamento-de-saude-e-pensao>>. Acesso em: 11 abr. 2018.

SILVA, Chrystiane. Ibovespa abre o mês em queda, com baixa de ações de bancos. Valor Econômico, São Paulo, 01 nov. 2017. Disponível em: <www.valor.com.br/financas/5179992/ibovespa-abre-o-mes-em-queda-com-baixa-de-acoes-de-bancos>. Acesso em: 11 abr. 2018.

SIMÃO, Edna. Saque de contas inativas reduzirá lucro do FGTS. Valor Econômico, São Paulo, 26 jan. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/4848074/saque-de-contas-inativas-reduzira-lucro-do-fgts>. Acesso em: 12 abr. 2018.

SINDUSCON pede veto a saques do FGTS para pagar dívidas do Fies. Estado de S. Paulo, São Paulo, 10 out. 2017. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,empresas-pedem-veto-a-saques-do-fgts-para-amortizacao-de-dividas-do-fies,70002037269>>. Acesso em: 12 abr. 2018.

TRABALHADOR poderá sacar todo saldo de conta inativa do FGTS. Valor Econômico, São Paulo, 22 dez. 2016. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/politica/4815574/trabalhador-podera-sacar-todo-saldo-de-conta-inativa-do-fgts>>. Acesso em: 12 abr. 2018.