

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

VÂNIA BARROSO DE ANTONIO

**TENDÊNCIAS DE COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA NO
BRASIL E O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NO
MONITORAMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**Dissertação apresentada ao Programa
de Pós-graduação em Administração
da PUC Minas, como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre em
Administração**

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci

**BELO HORIZONTE
2003**

AGRADECIMENTOS

Com que alegria faço os agradecimentos. Em primeiro lugar, porque tenho a satisfação de ver o meu trabalho concluído; em segundo, por contemplar todas as horas de leitura e dedicação no sentido de vê-lo pronto e acabado para ser colocado à disposição dos que possam se interessar pelo assunto.

Ele representa o melhor que pude fazer, mesmo sabendo, e só agora é que eu sei, que ele acabou se tornando apenas uma base para um trabalho bem maior, para o qual eu agora, certamente, me encontro bem mais preparada – a pesquisa e o ensino.

Quero agradecer e oferecer o meu esforço e dedicação, bem como o seu resultado, às pessoas muito queridas, que nunca negaram seu envolvimento e ajuda na empreitada.

Ao Sergio, meu amor, grande companheiro e amigo, pelo estímulo e ajuda espiritual e material que sempre me dedicou em todos os meus momentos e que não faltou também agora. Sem sua ajuda, eu não teria conseguido vencer mais este desafio!

À Carla, minha sobrinha, pela sua paciência também em ler e reler o trabalho, passando suas valiosas críticas e sugestões.

À minha grande e competente amiga Ana Maria, que leu e releu meu trabalho e muito me ajudou a aprimorá-lo, no conteúdo e na forma.

Agradeço e lembro-me fortemente, neste momento, dos meus colegas do mestrado, em especial, da Tânia, Flávia, Dílson, Sílvio, Wilma, Michel, José Roberto e do Felicci, com os quais participei de muitos trabalhos acadêmicos e com os quais muito aprendi.

Ao meu amigo Guilherme, meu agradecimento especial pelas palavras de estímulo e ânimo para o andamento e sucesso deste meu trabalho, bem como pelo seu habitual desprendimento para passar textos, livros e informações valiosas sobre assuntos de meu interesse. Nossas conversas sempre foram muito proveitosas para mim.

Aos professores do mestrado, pela excelência dos seus ensinamentos e, dentre eles, o meu orientador, Professor Doutor Luiz Alberto Bertucci, pela sua grande ajuda em todas as etapas do curso de mestrado, em especial, na de elaboração deste trabalho. Nunca os esquecerei!

Ao meu Bom Deus, por permitir que eu realizasse este trabalho e a Quem peço abençoar todas as oportunidades que ele poderá ensinar para a minha vida profissional e acadêmica daqui para a frente.

Dedico este trabalho às minhas queridas Alice e Marina, na expectativa de que ele represente um exemplo de paixão, esforço e persistência na busca daquilo que desejarem.

A sabedoria é resplandecente e sempre viçosa. Ela é facilmente contemplada por aqueles que a amam e é encontrada por aqueles que a procuram. Ela até se antecipa, dando-se a conhecer aos que a desejam.

Quem por ela madruga não se cansará, pois a encontrará sentada à sua porta. Meditar sobre ela é a perfeição da prudência; e quem ficar acordado por causa dela em breve há de viver despreocupado.

Pois ela mesma sai à procura dos que a merecem, cheia de bondade aparece-lhes nas estradas e vai ao seu encontro em todos os seus projetos.

Do Livro da Sabedoria (Sb 6,12-16)

RESUMO

Com este trabalho, buscamos analisar o papel do monitoramento dos fundos de pensão sobre a governança corporativa de companhias, nas quais esses fundos têm participação acionária. Estudos sobre o assunto evidenciam a presença desses acionistas nas companhias, uma vez que reúnem características diferenciadas de outros acionistas, pelo seu porte, capacidade financeira e técnica, bem como pelo grande comprometimento com a busca de bons retornos para seus investimentos. Essas características lhes conferem condições para atuar como proprietários ativos, capazes de minimizar conflitos de *agency* e reduzir os problemas do *free rider* e de assimetria de informações entre administradores e investidores externos. Contudo, pesquisas empíricas sobre o impacto da presença desses fundos nas companhias, realizadas em vários países, deixam dúvidas quanto à efetividade do monitoramento sobre a governança corporativa por parte desses investidores, especialmente com relação à melhoria da performance econômico-financeira. Evidências mais significativas são encontradas quando se examina o papel do monitoramento como motivador de mudanças na composição e na atuação dos órgãos de administração das companhias. Na tentativa de buscar evidências empíricas ou indícios de alguma efetividade desse monitoramento junto a empresas brasileiras, selecionamos entre as companhias abertas, registradas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA -, as que tenham investidores institucionais em geral e fundos de pensão, em particular, entre os seus acionistas controladores, no período compreendido entre 1977 a 2001, usando as informações dos Informativos Anuais – IANs. Por intermédio da análise de regressão e correlação, associamos esses dados com as variações nos preços de mercado das ações das companhias, em virtude de processos de emissão de ações novas, ou seja, os denominados retornos anormais, apurados por Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002), por meio do estudo de eventos. Com isso, buscamos encontrar evidências do impacto da presença destes investidores sobre a assimetria de informações entre a empresa e o mercado medida por esses retornos anormais. Admitimos que a presença desses investidores institucionais, dentre eles os fundos de pensão, bem como de grandes acionistas, considerando os montantes significativos de seus

investimentos, bem como sua preocupação com a garantia de retornos e, em consequência, sua maior predisposição para o monitoramento da companhia, tende a minimizar os conflitos de agência, o problema do *free rider* e a assimetria de informações entre a empresa e o mercado. Assim, quanto mais expressiva a presença dos grandes acionistas, dos investidores institucionais e dos fundos de pensão, menores os conflitos de agência, o problema do *free rider* e menor a assimetria de informações, que se refletiria em menores retornos anormais. Como resultado das regressões, encontramos evidências de correlação negativa e fraca entre a presença de grandes acionistas, de investidores institucionais e de fundos de pensão e a assimetria de informações. Contudo, generalizações relativas a tal correlação negativa, segundo o modelo que adotamos, só podem ser feitas com níveis de erro significativos. Sendo assim, não foi possível encontrar evidências significativas de que a presença de grandes acionistas, de investidores institucionais e de fundos de pensão, dentre os acionistas controladores das companhias, possa ser entendida pelo mercado como relevante para o monitoramento da governança corporativa, levando, por conseguinte, a uma redução na assimetria de informações, nos conflitos de agência e nos problemas do *free rider*.

ABSTRACT

With this paper we hope to analyse the monitoring role of the Pension Funds over the companies' corporate governance, in which these Funds participate as shareholders. Studies about this subject have shown that the presence of these shareholders in the companies, when they gather characteristics that are different from other shareholders, by their size, by their financial and technical capacities, as well as their compromise with the search of good returns for their investments. These characteristics give them conditions of acting as active owners, capable of minimizing agency conflicts and reducing the problems of the free rider and of the asymmetry of the information between the managers and the external investors.

However, empirical researches about the impact of the presence of these Funds in the companies, which were done in several countries, leave doubts about the effectiveness of the monitoring done by these investors over the corporate governance, especially in regards to a better economical/financial performance. More significant evidences are found when the roles of the monitoring as a changing motivator in the composition and in the performance of the administrative departments of the companies are examined.

In the attempt of finding empiric evidences or clues that of some effectiveness of the monitoring in the Brazilian companies, we selected among the corporations, registered in the "Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA" (São Paulo Stock Exchange), those that had institutional investors in general and Pension Funds, especially among the controlling stockholders, during the period of 1977 to 2001, using the "Informativos Anuais - Annual Informatives - IANs.

Using the regression and correlating analysis we associated these data with the price variation of the shares of the companies, due to the issue process of new shares, that is, the denominated abnormal returns, detected by Garcia (2002) and Bertucci & Garcia (2002), by means of the "Estudo de Eventos" (Study of

Events). With these we tried to find impact evidences of the presence of these investors over the asymmetry of information between the companies and the market, measured by these abnormal returns.

We consider that the presence of these institutional investors, among them the Pension Funds as well as big shareholders, considering the significant amount of their investments as well as their concern with the guarantee of the return of profit and, consequently, a greater predisposition in the monitoring of the company, which tends to minimize the conflicts of the agency, the problem of the free rider and the asymmetry of information between the company and the market.

This way, the more expressive the presence of large shareholders, of the institutional investors and the Pension Funds, less agency conflicts, of free rider's problem and smaller asymmetric information, would reflect with a smaller abnormal returns.

As result of the regressions we found evidences of the negative and weak correlation among the large shareholders, the institutional investors, the Pension Funds and the asymmetric of information. However, generalize what is relative to the negative correlation, according to the model adopted by us, can only be done with significant levels of mistakes.

This been, it was not possible to find significant evidences that the presence of the large shareholders, the institutional investors and the Pension Funds among the controlling shareholders of the companies could be understood by the market as relevant for the monitoring of corporate governance, therefore by consequence, a reduction in the asymmetric information, in the agency's conflicts and with the problems of the free rider.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

1.1 Aspectos iniciais.....	22
1.2 O problema da pesquisa.....	26
1.3 Objetivos.....	28
1.4 Justificativa.....	32

CAPÍTULO 2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Aspectos iniciais.....	36
2.2 A evolução dos fundos de pensão nos Estados Unidos e no Brasil.....	37
2.3 Os proprietários institucionais no Brasil.....	40
2.3.1 Conceituações e características.....	40
2.3.2 Evolução das entidades fechadas de previdência complementar no Brasil.....	44
2.4 As aplicações dos recursos dos fundos de pensão no Brasil.....	46
2.5 A composição da carteira consolidada dos fundos de pensão.....	49
2.6 Os direitos de participação dos minoritários na governança corporativa das empresas brasileiras.....	50
2.7 Fundos de pensão como minoritários e governança corporativa.....	52
2.8 A gestão dos recursos dos fundos de pensão.....	56
2.9 A estrutura de propriedade das empresas no Brasil e no mundo.....	57
2.10 A separação entre propriedade e gestão nas corporações americanas e os problemas de agência.....	62
2.10.1 A supremacia dos administradores.....	64
2.10.2 A passividade dos acionistas.....	65
2.10.3 Os custos do agenciamento.....	67
2.10.4 A assimetria das informações.....	71
2.10.5 O problema do <i>free rider</i>	77
2.11 Reações de acionistas e padrões de governança corporativa.....	79
2.12 A governança corporativa no mundo moderno.....	84
2.13 O poder dos investidores institucionais no processo de realinhamento entre administradores e proprietários.....	90

2.14 O monitoramento da governança corporativa.....	92
2.14.1 O monitoramento indireto.....	94
2.14.2 O monitoramento direto.....	99
2.15 Pesquisas sobre ativismo de investidores institucionais e performance empresarial.....	103

CAPÍTULO 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Métodos e técnica da pesquisa.....	111
3.2 O universo da pesquisa e as unidades de observação.....	112
3.2.1 O estudo de eventos	115
3.3 Hipóteses.....	117
3.3.1 Definições de hipóteses.....	119
3.4 Tratamento dos dados – Análise de regressão.....	125
3.4.1 O modelo geral de regressão.....	126
3.4.2 Variável <i>dummy</i>	129

CAPÍTULO 4 RESULTADOS DAS PESQUISAS

4.1 Aspectos iniciais.....	131
4.2 Resultados para os testes de hipóteses.....	132
4.2.1 Hipótese 1 – Concentração do capital e valor de empresa.....	132
4.2.2 Hipótese 2 – Fundos de pensão e valor de empresa.....	138
4.2.3 Hipótese 3 – Maiores acionistas, fundos de pensão e valor de empresa.....	143

CAPÍTULO 5 CONCLUSÃO.....

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....

ANEXO.....	159
------------	-----

LISTA DE FIGURAS

1. FIGURA 1 - Supervisão governamental das Entidades de Previdência Complementar.....	42
2. FIGURA 2 - Fluxograma de um estudo de eventos.....	117

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Número de patrocinadoras públicas e privadas.....	44
TABELA 2 – As EFPC por regiões brasileiras – Dez. 2001.....	45
TABELA 3 – Distribuição regional das EFPC, em agosto/2002.....	45
TABELA 4 – Evolução dos investimentos das EFPC – 1994/2001.....	45
TABELA 5 – Ativos dos fundos de pensão X PIB.....	46
TABELA 6 – Carteira consolidada por tipo da aplicação.....	56
TABELA 7 – Retornos anormais e participação do maior acionista.....	133
TABELA 8 – Retornos anormais e participação dos dois maiores acionistas...	135
TABELA 9 – Retornos anormais e participação dos três maiores acionistas...	136
TABELA 10 – Retornos anormais e participação % de fundos de pensão.....	141
TABELA 11 – Retornos anormais e participação de fundos de pensão.....	142
TABELA 12 – Retornos anormais e participação dos fundos de pensão e dos dois maiores acionistas.....	143

GLOSSÁRIO E LISTA DE SIGLAS

ABAMEC – Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais (www.abamec.com.br). De acordo com o Estatuto Social da ABAMEC Nacional, sua finalidade é congrega todas as associações brasileiras dos analistas do mercado de capitais, designadas ABAMECs REGIONAIS, as já constituídas e as que vierem a ser constituídas, para, em âmbito nacional, não só defender como promover atos que tragam interesse à classe que representam, como e também: 1) promover a auto-regulação da atividade; 2) promover a certificação dos analistas do mercado de capitais; 3) manter contato com as autoridades federais para tratar de assuntos de interesse das associadas; 4) manter intercâmbio técnico e de conhecimentos com entidades congêneres, visando ao aprimoramento e a representatividade da classe em nível internacional; 5) promover, em conjunto com as ABAMEC's REGIONAIS, a realização de cursos, palestras e estudos; 6) zelar para que sejam observadas todas as regras e padrões consignados no Código de Ética e Padrões de Conduta Profissional da Associação.

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (www.abrapp.gov.br) tem por objetivos: 1) reunir, em torno de interesses comuns, exclusivamente, as entidades fechadas de previdência complementar; 2) promover a defesa dos interesses das associadas, atuando, para tal fim, junto a quaisquer órgãos dos poderes constituídos e entidades dos setores público e privado; 3) contribuir para a expansão, o fortalecimento e o aperfeiçoamento da previdência complementar, seu sistema, sua estrutura e seus procedimentos; 4) colaborar com o poder público em tudo o que disser respeito à previdência complementar, especialmente no tocante à sua regulamentação e ao estabelecimento e execução de políticas e diretrizes básicas pertinentes às suas atividades; 5) manter serviço especial de coleta, sistematização, divulgação e distribuição às associadas e ao público em geral, de informações, dados, trabalhos, estudos técnicos e documentos relacionados com os seus objetivos, mediante publicação de revistas, jornais, periódicos, bem como mediante qualquer outra forma e meios de comunicação, inclusive discos e fitas de áudio e vídeo em geral; 6) organizar, promover ou realizar estudos, análises, pesquisas, cursos, congressos, simpósios ou outros tipos de conclave sobre temas, problemas e aspectos da previdência complementar; 7) representar e substituir suas associadas em seus pleitos judiciais ou extrajudiciais, nos termos previstos na Constituição Federal.

ABRASCA – Associação brasileira das companhias abertas - sua principal missão é a defesa, em sua atuação conjunta, das posições da companhia aberta, como a face moderna da economia brasileira, junto aos centros de decisão e à opinião pública. Está empenhada no desenvolvimento dos mecanismos do mercado de capitais e na disseminação de informações sobre seus principais títulos, como as ações, as *debêntures* e os *comercial papers*. Disponível em www.abrasca.org.br . Citado em 07.03.03.

ACIONISTA CONTROLADOR – Entende-se por acionista controlador, segundo a Lei das S/A (Lei n. 10.303/2001), a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos, ou sob controle comum, que: 1) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e 2) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia.

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento - é uma entidade de representação do segmento das instituições financeiras que operam no mercado de capitais. Seus associados são, basicamente, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteira de investimento (www.anbid.com.br).

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto é uma entidade civil, sem fins lucrativos, que reúne cerca de 270 instituições financeiras, incluindo bancos comerciais, múltiplos e de investimento, corretoras e distribuidoras de valores. Mais do que um instrumento de representação do setor, a ANDIMA se destaca como importante prestadora de serviços, oferecendo suporte técnico e operacional às instituições, fomentando novos mercados e trabalhando pelo desenvolvimento do sistema financeiro nacional (www.andima.com.br).

ANIMEC – Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais tem como principal objetivo representar os investidores minoritários do mercado brasileiro de capitais, visando a defesa dos seus interesses. A ANIMEC atua interagindo junto aos poderes legislativo, executivo e judiciário, bem como às demais entidades reguladoras e auto-reguladoras desse mercado, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários e Bolsas de Valores, analisando e sugerindo a adoção de medidas de caráter judicial e administrativo cabíveis para preservar os direitos dos investidores do mercado de capitais (www.animec.com.br).

ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES – *Information asymmetry* – Refere-se ao fato de que os administradores têm informações sobre a companhia que os investidores externos não têm e que ambos, administradores e investidores, assumem isto.

BDR – *Brasilian depositary receipts* – Certificados de depósitos de valores mobiliários – certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil.

BENCHMARKING – É um padrão pelo qual alguma coisa pode ser julgada ou avaliada (*The American Heritage Dictionary*). É uma ferramenta para ajudar a melhorar os processos de um negócio; todo o processo de um negócio pode ser *benchmarked*. É uma atividade por meio da qual a organização olha para fora de si mesma buscando encontrar a melhor prática e o desempenho elevado, colocando-os como meta para suas operações, negócios e

desempenho. *Benchmarking* é o processo de identificar, de compreender e de adaptar práticas proeminentes das organizações, em qualquer lugar do mundo, para ajudar a organização melhorar seu desempenho.

BOARD – Corpo organizado de administradores, responsável pela companhia (*The American Heritage Dictionary*).

BONDING COSTS – Custos incorridos pelos proprietários (principais), que permitem aos administradores (agentes) gastarem recursos para garantir que eles não tomarão certas atitudes que poderão prejudicar os proprietários ou assegurar que eles serão recompensados caso tais ações sejam tomadas.

BYOUTS – Compra das ações de controle, bens e direitos negociais de uma companhia.

CALPERS - *The California Public Employees' Retirement System* - Sistema de aposentadoria dos funcionários públicos da Califórnia.

CAMINHO DE WALL STREET – A expressão significa colocar as ações da companhia à venda na Bolsa de Valores.

CAPITALISMO ADMINISTRADOR – Expressão utilizada por alguns autores da Administração, Negócios e Economia para designar a situação em que os administradores profissionais, em detrimento dos proprietários, administram as companhias sem restrições, inclusive, sobrepondo seus interesses aos da companhia e de seus proprietários.

CAPITALISMO INVESTIDOR – Expressão utilizada para caracterizar o grande crescimento da indústria de fundos de pensão assumindo posições significativas no capital das companhias e cada vez mais se envolvendo em sua administração.

CEO – *Chief Executive Officer* – Presidente do Conselho de Administração.

CII – *Council of Institutional Investors* – Comitê de investidores institucionais – a política de governança corporativa do CII estabelece metas e regras práticas para a governança de companhias negociadas publicamente; o CII acredita que deveria ser implementado por todas as companhias princípios gerais de direitos dos acionistas, de prestação de contas do *board* e um elenco de posicionamentos sobre vários assuntos de governança corporativa.

CNBV – Comissão nacional de bolsas de valores – Tem como objetivo cuidar dos interesses das Bolsas de Valores do país, representando-as perante autoridades administrativas e judiciárias; colaborar com os poderes públicos, como órgão técnico e consultivo, no estudo e elaboração de leis e solução de problemas que se relacionam com o mercado de ativos negociados em bolsa; coordenar as atividades das bolsas de valores associadas, promover e difundir as atividades bolsísticas.

CLASSIFIED BOARD – É um *board* que é dividido em classes distintas, com diretores agindo dentro de suas atribuições específicas. Uma companhia com um *classified board* usualmente divide o *board* em três classes; cada ano um terço dos diretores é eleito. Um *classified board* torna difícil mudar o controle do *board* via contestação por procuração, desde que se levaria dois anos para se conseguir o controle majoritário dos assentos do *board*.

CMN – Conselho Monetário Nacional.

COMPANHIA ABERTA – Para efeitos da Lei de Sociedades por Ações (Lei n. 10.303/2001), a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. As companhias abertas em geral têm seu capital difuso, ou seja, distribuído entre um número considerável de acionistas.

COMPANHIA DE CAPITAL DIFUSO – Sociedade anônima que tem seu capital distribuído entre um número considerável de acionistas.

CONSTITUENCIES – São os constituintes, isto é., pessoas que elegem outras para representa-las; em se tratando de uma companhia, os administradores têm seus constituintes, ou seja, aquelas pessoas que os elegeram e para as quais eles procuram defender interesses.

CORPORATE MONITORING FIRMS – CMF – Empresas de monitoramento corporativo que proporcionam uma conexão entre acionistas e a firma, que lhes possibilite influenciar a administração das mesmas.

CPC – Conselho de Previdência Complementar.

CUMULATIVE VOTE – Conhecido no Brasil como voto múltiplo. Se o voto cumulativo é permitido em uma companhia quando da eleição de administradores, os acionistas podem alocar os seus votos em um único candidato, dividi-los entre dois ou três ou entre todos os diretores. O número total de votos de cada acionista passa a ser igual ao número de diretores a serem eleitos na reunião, multiplicado pelo número de ações que ele possui. Isto possibilita aos detentores de uma minoria de ações elegerem um ou mais diretores se eles concentrarem os seus votos em um ou em um pequeno número de administradores. Isso pode ser apontado como uma forma de os investidores institucionais melhorarem a governança corporativa por meio da eleição de diretores qualificados, independentes.

CURTOPRASISMO – Expressão idiomática utilizada para representar uma atitude do investidor de priorizar os investimentos de curto prazo.

CUSTOS DE AGÊNCIA – *Agency costs* – custos imputados aos proprietários, decorrentes da separação entre propriedade e controle, considerando que os administradores nem sempre agem no interesse da companhia e podem expropriar valor da mesma.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

DAY TRADE – Conjugação de operações de compra e de venda realizadas em um mesmo dia, dos mesmos títulos, para um mesmo comitente, de uma mesma sociedade corretora.

DUMMY – As variáveis independentes do modelo de regressão linear múltipla são numéricas. Contudo, há situações em que se necessita considerar variáveis não numéricas como parte do modelo. O uso de variável *dummy* possibilita a consideração de variáveis qualitativas como parte do modelo de regressão.

EFPC – Entidade fechada de previdência complementar.

ENTIDADE DE PREVIDÊNCIA PRIVADA – São entidades que têm por objetivo instituir planos privados de concessão de pecúlio ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregados ou de ambos.

EXECUTIVE COMPENSATION PACKAGES – Os pacotes de compensação de executivos, incluindo salário base, bônus e ações da companhia são estabelecidos pelos comitês de compensação dos *boards* que os aprovam inicialmente e têm autonomia para mudá-los.

FAIR PRICE REQUIREMENTS – Obriga a quem adquire o controle de uma companhia a estender a todos os acionistas o mais alto preço que pagou pelas ações durante um período determinado. É um mecanismo utilizado para evitar que os acionistas que negociam primeiro suas ações recebam um valor mais alto por eles do que os acionistas remanescentes.

FREE RIDER – ou caroneiro, ou seja, uma pessoa ou grupo de pessoas que escolhem receber os benefícios de um bem público sem contribuir para o pagamento dos custos de produção desses benefícios, considerando que é difícil impossibilitá-la de usá-los.

FULL DISCLOSURE – Refere-se à divulgação ampla e completa sobre a companhia e os valores mobiliários por ela publicamente distribuídos.

FUNDOS DE PENSÃO – São entidades de previdência privada fechadas, ou seja, acessíveis exclusivamente aos empregados de uma só empresa ou de um grupo de empresas, as quais são denominadas patrocinadoras.

GCF – *Global Corporate Fórum* – Fórum corporativo global.

GOLDEN PARACHUTES – Denominação popular para a rescisão de contratos que proporciona generosos benefícios aos altos executivos que são demitidos ou que desistem de acompanhar uma mudança de controle da companhia (www.issueatlas.com).

GOVERNANÇA CORPORATIVA – Corporate Governance – lida com as maneiras pelas quais fornecedores de recursos para as companhias assegurem a si mesmos a obtenção do retorno para seus investimentos.

GREENMAIL – Refere-se à prática de recompra de ações de um ofertante, a um preço acima do mercado, em troca de um acordo com este ofertante para que ele desista de adquirir a companhia-alvo.

IANs – INFORMATIVOS ANUAIS – Documentos com informações contábeis e cadastrais, relativas às companhias abertas, de interesse do mercado de capitais, e que devem ser, obrigatoriamente,, encaminhadas por elas, anualmente,,, à Comissão de Valores Mobiliários.

IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – órgão criado para otimizar o conceito de governança corporativa nas empresas brasileiras; visa cooperar com o aprimoramento do padrão de governo das empresas nacionais, para o seu sucesso e perpetuação. Disponível em www.ibgc.org.br. Citado em 07.03.03.

IF ONE CAN'T SELL, ONE MUST CARE – Se você não quer vender, então você deve cuidar, ou seja, se você, por qualquer razão, não quer vender suas ações, você deve cuidar para que elas não percam valor, por exemplo, monitorando a administração da companhia para que ela obtenha boa performance e lhe traga um retorno satisfatório.

INSIDER INFORMATION – Informação privilegiada ou informação que seja do conhecimento de uma minoria, dentro da companhia, em geral seus administradores, e que nunca virão a público ou virão em época oportuna.

INSIDERS – Aqueles que têm conhecimento das informações privilegiadas, ou seja, informações que ainda não são ou ainda não podem ser do conhecimento do público.

INSS – Instituto Nacional do Seguro Social.

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS – Compreendem entidades que possuem ou administram um passivo formado por obrigações futuras perante um grupo de pessoas que efetuam contribuições periódicas ou integralizam cotas, com um objetivo comum predefinido. Por envolver recursos de uma coletividade de pessoas, tais entidades reúnem volumes significativos de recursos que precisam ser administrados. Os principais administradores institucionais são: fundos de pensão, companhias seguradoras, fundos de investimento, companhias de capitalização, sociedades de investimento, consórcios e clubes de investimento.

IRRC – *Investor Responsibility Research Center* – Centro de pesquisa sobre a responsabilidade do investidor.

ISS – *Institutional Shareholders Services* – Serviços de atendimento aos acionistas.

LEVERAGE BYOUTS – Aquisição alavancada – relaciona-se à aquisição de companhia que envolve uma grande parte do preço de compra financiada por meio de dívida.

NON ARM'S LENGTH TRANSACTIONS WITH THE FIRM – Transações não alinhadas com os interesses da firma

NYSE – *New York Stock Exchange* – Bolsa de Valores de New York.

OCDE – Organização para a cooperação e o desenvolvimento econômico.

OUTSIDERS – Contrapõe-se aos *insiders*, ou seja, aqueles que não detêm informações privilegiadas sobre a companhia.

PIRC – Pensions Investment Research Consultants – Guardião da boa governança corporativa e da responsabilidade dos acionistas, quanto aos seus direitos de voto, no Reino Unido. PIRC considera que, no processo de governança corporativa, os acionistas têm três interesses fundamentais: direitos, risco e valor. O PIRC Service se destina a proteger os direitos dos acionistas, minimizar riscos e agregar valor ao processo de investimento. (www.pirc.co.uk)

POISSON PILLS – Pílulas envenenadas – O termo popular é utilizado para denominar um mecanismo de defesa contra a tomada de controle de uma companhia-alvo, que permite a todos os acionistas, que não o eventual adquirente do controle, comprarem ações da companhia com um desconto no caso de ela ser ameaçada pela tomada de controle hostil. A companhia que tem a pílula (também conhecida como plano de direitos dos acionistas) distribui *warrants* ou compra direitos que se tornam exercíveis na eventualidade de uma ameaça de tomada de controle. O evento ocorre quando um adquirente compra mais do que um montante específico de ações da companhia-alvo sem a permissão do seu *board* (www.issueatlas.com).

PORTFÓLIO – Carteira de títulos.

PROBLEMAS DE AGÊNCIA – Algumas vezes referido como problema do principal-agente. Refere-se às dificuldades que as empresas enfrentam para estruturar incentivos de modo que os agentes que estão no controle dos seus recursos, mas que não são proprietários deles, assumam uma obrigação contratual de não usá-los no interesse de alguma outra pessoa ou grupo de pessoas (www.auburn.edu).

PROXY ADVISORY FIRMS – PAF – A legislação dos EUA exige que os fundos de pensão votem nas assembléias gerais de acionistas das companhias, nas quais participam, no interesse de seus beneficiários. Para cumprir isto, ao invés de cada fundo manter seu próprio e custoso *staff* para pesquisar os assuntos colocados para votação, pelos acionistas de cada empresa de seu portfólio, muitos fundos usam as pesquisas das *proxy advisory firms* (PAFs). As PAFs americanas mais importantes são: o ISS – *Institutional*

Shareholder Service, com a maior fatia do mercado, *Proxy Monitor* e o *IRRC - Investor Responsibility Center*.

PROXY FIGHTS – Refere-se às representações de acionistas, nas assembleias gerais, por meio de procurações para a eleição de administradores ou deliberação sobre outros assuntos.

P-VALUE – É uma medida de quanta evidência nós temos de confirmação da hipótese nula; menor o *p-value*, maior a evidência de confirmação da hipótese nula.

SEC – *Security Exchange Commission* – Comissão de títulos e valores.

SHADOW DIRECTORS – Pessoas que, mesmo sem participar da administração da companhia, têm ascendência ou influência sobre as decisões das pessoas que ocupam efetivamente cargos de direção na companhia.

SHAREHOLDER RIGHT PLANS – é a formalização das *poisson pills* (mecanismo de pressão exercido pelos administradores para se protegerem de aquisições hostis de controle acionário).

SPC – Secretaria de Previdência Complementar.

SPECIAL PURPOSE COMPANY – SPC – Sociedade de propósito específico – sociedades constituídas para finalidades específicas como o desenvolvimento de um projeto, a construção de uma obra etc, com prazo de duração definido. Quando constituídas com participação de duas ou mais companhias permite às mesmas aplicarem recursos em determinado projeto ou investimento, sem comprometimento dos seus patrimônios e com responsabilidades limitadas às respectivas participações.

SPE – Sociedade de propósito específico.

STAKEHOLDERS – são todos aqueles que contribuem substancialmente para o sucesso de um empreendimento ou são significativamente afetados pelas suas ações, ou seja, acionistas, empregados, clientes, fornecedores, comunidade, o meio ambiente, dentre outros.

STEWARDSHIP – é o responsável, o guardião; alguém que administra propriedades, finanças ou outros assuntos de negócios, para terceiros.

SUPERMAJORITY VOTE – refere-se a uma quantidade mínima de votos necessária para aprovação de determinadas matérias colocadas em discussão e apreciação por uma assembleia.

TRADE OFF – troca

WHITE KNIGHT DEALS – acordo de cavalheiros

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1.1 Aspectos iniciais

Este trabalho resulta de pesquisa abordando o crescimento dos fundos de pensão, observado em vários países, e as conseqüências desse crescimento, à medida que esses fundos, como administradores fiduciários e em defesa do patrimônio de seus beneficiários, buscam aplicar seus recursos em alternativas mais rentáveis e com níveis aceitáveis de risco, que assegurem os pagamentos futuros dos benefícios. No universo de alternativas de aplicações disponíveis, os títulos e valores mobiliários emitidos pelas companhias, em especial os de renda variável, tornam-se particularmente estratégicos, uma vez que podem proporcionar retornos mais elevados, dependendo da performance da empresa emissora. No sentido de minimizar riscos e obter níveis significativos de performance empresarial, os fundos de pensão, por manterem posições significativas desses títulos em suas carteiras, buscam cada vez mais uma participação ativa na vida das corporações, por meio de um processo de crescente ativismo junto às suas governanças corporativas.

Conforme dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP -, 16,7% dos ativos da carteira consolidada dessas entidades, dados de out./2002, se referem a ações e 9,2% a fundos de investimento de renda variável. Os fundos de investimento de renda fixa respondem por 42,2% e os títulos públicos, por 12,9%.

Segundo Useem (1996), os investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, pelo seu crescimento e conseqüente ativismo em vários países, têm desempenhado papel relevante na construção dos modelos modernos de governança corporativa, nos quais os acionistas assumem efetivamente o controle de suas empresas, e prevalece o alinhamento de interesses entre os vários agentes que participam do ambiente corporativo.

O processo de envolvimento dos fundos de pensão na governança corporativa tem sido marcado por uma série de conflitos inerentes às relações propriedade/gestão, sendo que, em alguns países, a ação desses fundos tem sido limitada, em razão da estrutura de propriedade neles vigente. Nos países

em que a propriedade é mais difusa e existem mecanismos de proteção às minorias acionárias, como EUA e Inglaterra, a ação desses fundos tem se mostrado mais efetiva. Por outro lado, em países como o Brasil, em que a propriedade se mostra mais concentrada e é fraca a proteção às minorias acionárias, pairam dúvidas quanto à efetividade do papel desses fundos na governança corporativa.

Nos EUA, encontramos mecanismos utilizados no sentido de viabilizar o processo de participação de pequenos acionistas nas decisões corporativas, buscando minimizar os conflitos existentes entre os vários *players* da administração corporativa. Considerando que essas iniciativas de envolvimento dos proprietários na governança das corporações, por meio de mecanismos de monitoramento variados, geram custo para os envolvidos e os benefícios desse monitoramento são distribuídos igualmente entre todos os proprietários – o denominado problema do *free rider* ou do caroneiro–, muitos deles se sentem sem incentivos para agir.

Vários estudos mostram o expressivo crescimento dos fundos de pensão no mundo inteiro, em especial, na economia americana, sendo que alguns autores, como Drucker (1977) e Useem (1996), vaticinam, inclusive, o desenvolvimento de um novo sistema de distribuição de propriedade, denominado *capitalismo investidor*, originado das disfunções do então prevalecente *capitalismo administrador* e da presença e poder crescente dos investidores institucionais nos mercados financeiros. Shleifer e Vishny (1997) apontam as diferenças entre os sistemas de distribuição da propriedade acionária nos vários países, ou seja, os sistemas de propriedade difusa, que caracterizam as economias anglo-saxônicas e os sistemas de concentração da propriedade, predominantes na Europa Continental, nos quais se encaixa o modelo brasileiro. Essas diferenças refletem-se, de forma distinta, nas relações entre propriedade e gestão e, conseqüentemente, nos objetivos empresariais. Nesses estudos, os autores se referem aos investidores institucionais como proprietários capazes de mitigar os conflitos de *agency*, reduzir a assimetria de informações e minimizar o problema denominado *free-rider*, que tem a ver com os custos e benefícios do monitoramento da administração corporativa.

Useem (1996) aborda as questões relacionadas com os sistemas de governança das corporações, enfocando, principalmente, a necessidade de observação, pelos seus diversos *players*, de padrões de comportamento que garantam a sobrevivência corporativa em um ambiente global e altamente competitivo. Consta-se, nesses estudos, que os investidores institucionais, na sua maioria os fundos de pensão, por sua capacitação financeira e técnica, têm tido sucesso em suas investidas sobre a governança corporativa, a ponto de serem considerados os precursores de um movimento global de ativismo dos acionistas, após anos de comportamento passivo.

Autores americanos como Latham (2002) e Monks (2002) contemplam também os mecanismos que possibilitam, nos sistemas de propriedade difusa ou nos de propriedade concentrada, aos proprietários com pequena participação acionária influir diretamente nas decisões corporativas, com baixos custos de monitoramento, minimizando o problema do *free-rider*, entre eles, as associações ou parcerias entre acionistas.

Outro mecanismo interessante, utilizado nos EUA, refere-se à contratação, por acionistas ou grupo de acionistas, de serviços de consultores externos, as Corporates Monitoring Firms – CMF -, escolhidas por meio do voto pelos próprios acionistas, cuja função seria indicar ou nomear candidatos capacitados para serem votados nas assembleias, destinadas às eleições de conselhos de administração e diretoria das empresas, permitindo a profissionalização da gestão, de acordo com as melhores práticas de governança corporativa.

Analisando o desenvolvimento da indústria de fundos de pensão no Brasil, constata-se o seu grande crescimento, desde sua regulamentação, em 1977. Não se encontram, contudo, informações sobre as grandes preocupações e tendências dos administradores dessas instituições, com relação a estratégias de gestão dos investimentos, ou seja, se existem interesses em participações permanentes ou de longo prazo nas companhias, ou se prevalecem ações especulativas, buscando a compra de títulos na baixa e a venda na alta, sem

grandes preocupações com a performance a longo prazo das companhias objeto dos investimentos.

Segundo a ABRAPP (2001, p.18), no Brasil, as políticas de investimentos dos administradores dos fundos de pensão têm optado pelo estabelecimento de

limites quantitativos para aplicações nas diversas classes de ativos, ao invés de adotarem a política anglo-saxônica, que privilegia o processo de controle e avaliação dos riscos, exigindo apenas a observação de critérios comuns de prudência no que tange à composição da carteira de investimentos.

As limitações legais quanto aos percentuais máximos de participação dos fundos de pensão no capital das companhias restringe, em consequência, a possibilidade desses fundos de exercer um monitoramento direto da governança corporativa ou desestimula este monitoramento. Esta situação leva os fundos de pensão a não privilegiarem as aplicações permanentes nas empresas ou as aplicações a longo prazo.

Essa característica de política de investimento vigente no Brasil parece conduzir a um *curtoprasismo* nas aplicações dos recursos dos fundos de pensão brasileiros, considerando, em especial, a atual conjuntura econômica, que favorece as aplicações em títulos de renda fixa, principalmente os títulos públicos, que oferecem remunerações interessantes com baixos níveis de risco.

Para o mercado de capitais brasileiro, a atuação dos fundos de pensão, comprando e vendendo títulos, é considerada como um sinalizador para outros agentes do mercado, ou seja, a sua atuação tem um conteúdo informacional importante, no sentido de que as empresas-alvo de suas preferências adquirem o *status* de empresas com boa governança e perspectivas interessantes de rentabilidade.

Na tentativa de buscar evidências empíricas com relação ao papel dos fundos de pensão na governança corporativa, como redutores dos problemas de assimetria de informações, buscamos encontrar correlações significativas entre a presença desses acionistas e a redução de assimetria de informações quando do lançamento de ações novas no mercado por essas empresas.

1.2 O problema da pesquisa

É fato o crescimento dos fundos de pensão no mundo inteiro. O seu ativismo crescente junto à governança das empresas é também apontado pelos autores que se dedicam ao assunto, principalmente nos países cuja estrutura de propriedade é difusa. Eles apontam para a eficácia dos investidores institucionais em geral, entre eles, os fundos de pensão, como efetivamente capazes de minimizar os conflitos de *agency* e reduzir os problemas do *free-rider* e da assimetria de informações. Existem, contudo, dúvidas sobre a eficácia do monitoramento por tais acionistas com relação à melhoria da performance empresarial, que parece ser o foco do interesse do investidor institucional, ou seja, a maximização do retorno sobre suas aplicações.

No Brasil, segundo o estudo de Siffert Filho (1998), a estrutura de propriedade vigente é marcada pela concentração da propriedade corporativa nas mãos de grupos familiares, governo e grupos estrangeiros. Segundo a BOVESPA (2000), o mercado de ações no Brasil tem apresentado desenvolvimento pouco expressivo nos últimos anos, em razão, dentre outras, da resistência aos investimentos de renda variável que trazem retornos muito voláteis por causa da evolução da própria economia brasileira que ainda não atingiu a estabilização econômica e financeira.

Além do mais, os acionistas minoritários gozaram, até bem pouco tempo, de fraca proteção legal, agravada por um comportamento passivo, na maioria das vezes em função de incompetência para monitorar com eficácia a governança das empresas. Não existem ainda, entre nós, associações ou entidades como as que há nos países desenvolvidos, voltadas para uma intermediação entre os interesses de pequenos acionistas e os administradores das companhias, monitorando suas ações e exercendo efetivamente o direito de proprietários.

Essa situação, dentre muitas outras, tem entravado o desenvolvimento do mercado acionário no Brasil, deixando este de se constituir fonte alternativa de recursos para muitas empresas, que ficam limitadas aos mecanismos de débito. Mais recentemente, as alterações na Lei das Sociedades Anônimas,

consolidadas pela Lei n. 10.303, de 31/10/2001, restauraram e introduziram alguns mecanismos de proteção aos minoritários, ao mesmo tempo em que a BOVESPA instituiu o Novo Mercado, classificando as companhias abertas nela negociadas em níveis diferenciados de governança corporativa, destacando aquelas que primam por altos padrões de comprometimento com os interesses de seus proprietários e com práticas éticas, voltadas para o enriquecimento do mercado de ações.

Pesquisas na literatura disponível e consultas a material disponibilizado por entidades ou associações de classe de fundos de pensão não apresentam trabalhos que denotem evidências sobre a atuação dessas entidades no Brasil. Ao que parece, existe uma descrição muito grande por parte dos administradores de fundos de pensão quanto às suas estratégias de investimentos nas empresas ou quanto aos objetivos que buscam ao adquirirem participação acionária.

Muitas questões encontram-se ainda sem respostas, tais como, dentre outras: o que os fundos de pensão buscam ao participarem das empresas? Ganhos de curto prazo? Participações permanentes? Os fundos têm estratégias para avaliar as empresas-alvo ou se baseiam em dados do mercado? Existe uma preocupação por parte dos fundos em monitorar as empresas em que têm participações? Se os fundos monitoram as companhias, eles têm obtido sucesso nessa empreitada? Que instrumentos os fundos utilizam para monitorar as companhias? Os fundos têm atuado sozinhos ou se associam para garantir participação significativa na companhia e atuar em sua governança? O resultado do monitoramento tem levado os fundos a agir concretamente sobre a administração das empresas ou adotar estratégias de saída? Qual o conceito que os fundos têm sobre os objetivos das corporações e as questões que dizem respeito à sua governança? A participação crescente dos fundos de pensão nas companhias tem resultado em melhorias efetivas na performance e nos níveis de governança corporativa das empresas, considerando que a sua presença pode minimizar os conflitos de *agency* e reduzir problemas do *free-rider* e da assimetria de informações? A presença dos fundos de pensão no capital das companhias tem impactado os negócios

com suas ações nas Bolsas de Valores, por causa do conteúdo informacional dessa sua participação?

Nesse emaranhado de questões, para as quais não encontramos respostas, focamos este trabalho na questão central da identificação de indícios de influência dos fundos de pensão sobre a governança das companhias nas quais detêm participações acionárias.

Considerando as dificuldades de se conseguir essas informações diretamente junto aos administradores dos fundos de pensão, buscamos detectá-las através de seus reflexos nos preços de mercado das ações, ou nas variações dos preços das ações na BOVESPA. Focalizamos o problema da assimetria de informações, que ocorre em grande escala no ambiente corporativo e, principalmente, nas relações das companhias com os seus investidores externos, quer sejam acionistas ou credores.

1.3 Objetivos

Nosso objetivo, nesta pesquisa, foi o de buscar indícios de influências provocadas pela presença dos fundos de pensão na governança das empresas brasileiras. Essa influência foi medida pela variação no grau de assimetria de informações, quando do lançamento de ações no mercado por companhias que têm fundos de pensão entre seus maiores acionistas.

Os estudos sobre governança corporativa e fundos de pensão são unânimes em afirmar, e a própria realidade o demonstra, que o crescimento dos investidores institucionais, dentre eles os fundos de pensão, se mostra expressivo em todas as economias capitalistas, em especial as desenvolvidas. Em países como os EUA, os fundos de pensão, em conjunto, já detêm uma parcela significativa do capital acionário das maiores empresas americanas, o que lhes confere um grande poder econômico e financeiro. Drucker (1977, p.3-38) afirma que o crescimento e o poder dessas instituições vêm mudando a face do capitalismo mundial, deslocando o poder econômico das mãos dos proprietários passivos e seus administradores para os trabalhadores, que são

os beneficiários últimos dos fundos de pensão. *Pari passu* a essa tendência, encontra-se o desenvolvimento de novos estilos de governança corporativa, nos quais predomina o poder dos proprietários, cada vez mais assumindo atitudes ativas em relação à administração do patrimônio que possuem, buscando progressivamente desenvolver mecanismos de monitoramento dos agentes responsáveis pela administração desse patrimônio. Com relação a esse último ponto, aos fundos de pensão e a outros investidores institucionais tem sido atribuído um papel relevante, uma vez que, por seu porte e capacitação técnica, detêm melhores condições para monitorar a governança das corporações nas quais têm interesses.

Existem vários estudos empíricos, conforme os citados no item 2.15 deste trabalho, buscando analisar o papel do monitoramento exercido por esses investidores institucionais sobre a governança corporativa. Tais estudos apontam que esses investidores têm vários incentivos para monitorar as corporações das quais detêm ações em seu patrimônio, objetivando sua melhor performance e, conseqüentemente, melhor retorno para o investimento. Assim, companhias com baixa performance seriam alvo certo do monitoramento por esses investidores, que estariam assumindo, cada vez mais, o papel do mercado por controle corporativo. Isso porque, ao se sentirem frustrados com o desempenho da companhia, evitam trilhar o chamado caminho de *Wall Street*, ou seja, vender as ações, principalmente quando tal venda não se traduz em um bom negócio, dada a grandeza da participação acionária naquela companhia ou mesmo ao valor de mercado das ações, que pode estar subavaliado naquele determinado momento. Sobre isso, torna-se oportuno mencionar as famosas palavras de George Siemens, fundador do Deutsche Bank, quando criticado por gastar muito de seu tempo atendendo companhias clientes, enfrentando problemas: *If one can't sell, one must care*¹.

Esses mesmos estudos elencam também uma série de desincentivos a esse monitoramento, ou seja: 1) limitações legais à participação dos investidores no capital das companhias ou limitações ao poder de monitoramento,

¹ MONKS, Robert A. G.. *Corporate governance and pension plans*. Available from <http://www.ragm.com/archpub/ragm/corpgov_pension.html>. Cited: 01/05/2002.

principalmente quando as ações são empreendidas em conjunto; 2) os problemas do *free-rider* (ocorridos entre os diversos investidores que têm ações de uma mesma companhia); 3) os problemas de *insider information*; 4) os perigos de os investidores atuarem como *shadow directors*; 5) as questões políticas; 6) a própria natureza da competição entre as instituições.

Não obstante os incentivos e desincentivos, o fato é que tais investidores têm sido pressionados no sentido de tomar alguma atitude quando ocorrem problemas com as companhias, nas quais eles investem, haja vista a ação dos fundos de pensão nos EUA, que encaminham propostas às assembléias gerais das companhias, destinadas à melhoria de sua performance.

Existem dúvidas com relação aos impactos desse ativismo dos investidores institucionais sobre a governança e a performance corporativas. Lessing (1998, p. 380) aponta que

uma recente revisão nos estudos empíricos nos EUA, mostra que tais estudos são inconclusivos: alguns indicam que o ativismo do investidor institucional tem tido um impacto na performance das corporações, mas outros indicam que este impacto tem sido negativo ou não aparente.

E ainda, ...”um dos problemas de se medir o efeito do ativismo institucional é que ele freqüentemente é realizado por traz da cena” (nos bastidores). Lessing (1998) afirma que a ação coletiva ou a coalizão, que poderia ser apontada como a forma ideal de os investidores institucionais maximizarem sua influência política e econômica, apesar de ser usada na Grã-Bretanha, é relativamente rara nos EUA e na Austrália. Tradicionalmente, as instituições se mostram relutantes em se envolverem na governança corporativa.

Por outro lado, algumas instituições, denominadas como investidores que criam valor, podem, deliberadamente, comprar ações de uma companhia que experimenta problemas de governança corporativa ou de outra natureza, com a intenção de colocar em ordem estes problemas (LESSING, 1998, p. 380).

A maior parte dos estudos analisados neste trabalho foi encontrada na literatura estrangeira, não tendo sido possível o acesso a trabalhos semelhantes, se é que eles existem, relativos ao ativismo dos investidores

institucionais, em particular os fundos de pensão, no Brasil. Dados divulgados pela ABRAPP (2001) mostram que os fundos de pensão brasileiros, desde sua regulamentação, em 1977, têm crescido significativamente, em especial após a estabilização monetária, com o advento do Plano Real, em 1994. Outra circunstância que tem contribuído para esse crescimento é o perfil do sistema nacional de previdência social, o Instituto Nacional de Seguro Social – INSS –, que se encontra, há algum tempo, em situação deficitária, ameaçando a manutenção do atual sistema de aposentadoria e pensões vigentes no País. Segundo a ABRAPP (2001, p. 5),

os fundos de pensão têm sido historicamente o sustentáculo do mercado de ações brasileiro, mantendo extensas carteiras que são administradas de forma conservadora, assim contribuindo para o crescimento deste mercado. Além dos investimentos no mercado acionário, os fundos de pensão brasileiros financiaram os principais *shoppings centers* do País e grande número de prédios comerciais, tendo sido, por muitos anos, fator de estabilidade no mercado da construção civil.

Estes pontos constituem incentivos ao crescimento da indústria de fundos de pensão, os quais já detêm uma parcela significativa das ações das companhias abertas brasileiras.

No recente processo de privatização de empresas estatais brasileiras, os fundos de pensão adquiriram participação significativa em algumas empresas, isoladamente ou em conjunto. Contudo, é importante ressaltar que o percentual de participação dos fundos de pensão em cada companhia, isoladamente, tem restrições legais, o que limita sua influência sobre a governança e a performance dessas companhias.

Sobre a existência de um monitoramento destes fundos sobre a performance e governança dessas empresas, não encontramos evidências empíricas. Muito menos sobre a eficácia desse monitoramento sobre tal performance e governança. Ventura (1993, p.1), em trabalho premiado no XIV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, ressaltava que, no Brasil, a exemplo de outros países, os investidores institucionais estão mudando a forma de administrar suas participações acionárias e estão estabelecendo uma *relationship* ou relacionamento com as empresas. Fundos, principalmente os maiores, como a Caixa de previdência dos funcionários do Banco do Brasil, S/A – PREVI –, a Fundação Sistel de seguridade social – SISTEL –, da Telecomunicações

Brasileiras S/A, a Fundação dos economiários federais - FUNCEF -, da Caixa Econômica Federal, e a Fundação Petrobrás de seguridade social – PETRUS -, em virtude do porte, exercem grande influência econômica e política sobre as companhias em que têm interesses e o mercado de ações de modo geral. Além disso, as iniciativas dos fundos de pensão, atuando no mercado de ações, parecem ter um caráter informativo muito grande para os demais participantes desse mercado, tendo em vista que passam a copiar as ações daqueles fundos, por julgarem que eles detêm informações que os demais participantes não têm. Não encontramos, contudo, estudos mais consistentes sobre essas questões. Sendo assim, entendemos que esse assunto, em nosso país, representa um campo aberto para pesquisas não só no âmbito da governança corporativa dos próprios fundos, como no da influência e impacto desses fundos sobre a governança e a performance das companhias nas quais detêm interesses.

Nosso objetivo, com este trabalho, é levantar, na literatura disponível, as questões relativas às relações entre os fundos de pensão, como proprietários (principais), e as companhias nas quais têm interesses, e buscar indícios de alguma efetividade da presença dos fundos de pensão brasileiros em alguma variável relacionada com a governança corporativa. Dadas as dificuldades para encontrar dados, principalmente disponibilizados pelos institucionais, buscamos aqueles já levantados por outros pesquisadores e fizemos associações à busca de evidências de relacionamentos entre variáveis.

1.4 Justificativa

A importância dos mercados de ações como mecanismo de financiamento do desenvolvimento das empresas é inquestionável nas economias capitalistas. Contudo, em alguns países, esse mercado não tem alcançado a pujança desejada, em razão de uma série de fatores, dentre os quais a estrutura de propriedade dominante. No Brasil, particularmente, prevalece uma forte concentração de propriedade, fato que se agravou após o processo de privatização das empresas estatais, no período de 1990 a 1997. Segundo Siffert Filho (1998), as empresas familiares e de controle governamental

prevaleciam no cenário brasileiro até a década de 90; com o processo de privatização, o número de empresas governamentais reduziu significativamente, ampliando-se a quantidade de empresas controladas por estrangeiras ou grupos privados nacionais, dentre eles, os fundos de pensão.

As minorias acionárias passivas foram, por longos anos, expropriadas pelos controladores majoritários, bem como pelo arbítrio dos administradores. A fraca proteção legal às minorias acionárias consistiu, por muitos anos, em um entrave ao desenvolvimento do mercado acionário nacional. Em 1976, com a nova legislação societária, a Lei n. 6.404, de 15/12/1976, e com a criação da Comissão de Valores Mobiliários, estabeleceram-se bases mais consistentes para uma expansão do mercado. Além disso, e como fator agravante ao desenvolvimento do mercado, um recorrente processo inflacionário que privilegiava os investimentos de renda fixa, com indexação, em detrimento das aplicações de renda variável, prevaleceu no cenário econômico-financeiro nacional. Em 1994, o Plano Real privilegiou o combate à inflação e a estabilização da economia nacional, mas não logrou, até hoje, a conclusão de reformas macroeconômicas fundamentais para a retomada do crescimento econômico e a solução dos problemas da dívida externa e interna do País e sua alta exposição e dependência do capital externo, tornando-o muito vulnerável às crises internacionais.

Estudo da BOVESPA (2000, p.5) aponta que o mercado acionário brasileiro tem contribuído modestamente para a capitalização das empresas nacionais, deixando-lhes como alternativa o endividamento interno e externo, sujeitos às volatilidades das taxas de juros e das taxas cambiais.

Os fundos de pensão são participantes relevantes no mercado de capitais brasileiro e, a exemplo dos EUA, onde eles movimentam recursos equivalentes a aproximadamente 70% do PIB, exercem papel fundamental de mobilizadores dos mercados primário e secundário de capitais; em dezembro de 2001, 29% de seus investimentos estavam alocados em ações e fundos de investimento de renda variável e 43% em fundos de investimento de renda fixa. A atuação desses fundos tem um conteúdo informativo de grande significado para o

mercado, que associa suas preferências à boa performance das companhias. Os agentes do mercado acreditam que tais fundos têm porte e capacidade técnica para atuar como acionistas ativos, acompanhar o desempenho das empresas, enfim, monitorá-las, contribuindo para melhorar os seus padrões de governança. Assim, evidências de que os fundos de pensão exercem monitoramento sobre as companhias e que este monitoramento é eficaz representam um foco de grande interesse para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

Além do mais, as empresas brasileiras que desejam participar ativamente do mercado de ações e contar com essa fonte de recursos para seus investimentos estão sendo compelidas a alcançar níveis de maior qualidade em seus padrões de governança corporativa, para, inclusive, concorrerem, em âmbito internacional, na captação de poupanças. Os fundos de pensão, certamente, têm condições de, por intermédio do seu monitoramento, exigir dos administradores das empresas das quais participam melhores padrões de governança. Do ponto de vista dos fundos de pensão, o monitoramento das empresas-alvo, não obstante os seus custos, permite-lhes avaliar melhor suas estratégias de investimento, quer *de saída*, ou de curto prazo, quer de participações permanentes.

Queremos concluir que investigações sobre os reflexos da presença dos fundos de pensão brasileiros sobre o desempenho das companhias ou sobre o valor atribuído pelo mercado às suas ações interessam tanto aos próprios fundos de pensão como ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, bem como aos estudiosos das questões que envolvem a governança corporativa.

CAPÍTULO 2

REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Aspectos Iniciais

Neste trabalho, estamos posicionando os fundos de pensão, em primeiro lugar, como investidores de porte que, agindo isoladamente ou em conjunto, e por sua capacidade técnica e entrosamento com o mercado de capitais, reúnem condições para monitorar as empresas. Exercem também um papel importante como, em primeiro lugar, minimizadores dos conflitos de *agency*, uma vez que assumem a postura de acionistas ativos, que se interessam pela boa performance das companhias em que têm interesses, já que, como administradores de recursos de terceiros, buscam constantemente para si as melhores e mais rentáveis aplicações. Finalmente, colocam-se como principais diante dos administradores e como agentes diante dos beneficiários dos planos de pensão. Como principais ou proprietários das ações, têm o poder de exercer pressões maiores ou menores sobre os administradores, dependendo da extensão de sua participação, ou monitorá-los adequadamente, reduzindo conflitos de *agency*.

Em segundo lugar, os fundos de pensão atuam como redutores dos problemas de *free-rider*, ou seja, por seu porte, por sua capacidade financeira e considerando a extensão de sua participação nas companhias, possivelmente, têm condições de arcar com os custos decorrentes do monitoramento, embora sabendo que os benefícios desses custos recairão sobre os demais acionistas, os *free-riders* ou caroneiros. Certamente que o monitoramento só se torna interessante à medida que seus resultados se sobrepuserem aos seus custos.

Por último, em terceiro lugar, os fundos de pensão constituem-se redutores dos problemas da assimetria de informações, ou seja, as suas ações, distintamente das ações dos administradores, podem levar a respostas mais esperadas do que inesperadas do mercado.

Os fundos de pensão, como agentes dos beneficiários ou administradores de seus recursos, assim como todos os demais administradores, estão também sujeitos aos problemas de *agency*, expropriando o valor dos principais, os beneficiários, agindo em conluio com os administradores das companhias em

que aplicam recursos, buscando poder ou benefícios pessoais. Não estamos contemplando esta hipótese, uma vez que teríamos de estender muito o nosso campo de pesquisa.

Para analisar as questões colocadas em nossas suposições, consultamos a literatura americana. Estudos como os de Shleifer e Vishni (1997) apontam que a estrutura de propriedade vigente em um país tem grande influência no seu sistema de governança corporativa. Sabemos que a estrutura de propriedade no Brasil é caracterizada como altamente concentrada, ao contrário da dos EUA, que têm uma estrutura de propriedade difusa. Não obstante, a estrutura institucional das nossas companhias bem como do nosso mercado de capitais foram embasadas no modelo americano, apesar de virem sofrendo adaptações ao longo do tempo.

2.2 A evolução dos fundos de pensão nos Estados Unidos e no Brasil

Os investidores institucionais, entre eles os fundos de pensão, têm aumentado significativamente sua presença na economia americana, onde surgiram no início do século XX. Berle e Means (1987) já ressaltavam que, em 1930, nos Estados Unidos, um número muito grande de ações das companhias não pertencia a indivíduos e, sim, a instituições fiduciárias intermediárias que, por sua vez, distribuíam os benefícios da propriedade das ações a indivíduos que delas participavam. Um dos maiores grupos dessas instituições intermediárias era o dos fundos previdenciários mantidos por empresas ou grupos de empresas, em benefício de seus empregados que arrecadava as economias dos empregados em prestações regulares a serem mantidas como créditos e, mais tarde, pagos a eles sob a forma de aposentadorias e outros benefícios semelhantes. Por intermédio desses fundos, um grande número de empregados tinha um direito de usufruto indireto, tanto dos dividendos das ações como do seu valor de mercado na carteira dos fundos previdenciários. Ressaltaram aqueles pesquisadores que, naquela época, a rapidez do crescimento desses investidores institucionais indicava que essa forma de propriedade de ações provavelmente predominaria nos anos seguintes. Ainda, segundo eles, as instituições intermediárias (fundos de pensão, seguradoras,

fundos mútuos, etc.) aumentavam consideravelmente o número de cidadãos que, de algum modo, confiavam na forma de riqueza representada pela propriedade de ações e afastavam o indivíduo ainda mais da relação ou do impacto sobre a direção e a administração das próprias empresas produtivas.

Consagrando a sua grande obra, *A moderna Sociedade Anônima e propriedade privada* (1987), Adolf A. Berle e Gardner C. Means constataram que a maioria dos proprietários possuía ações, apólices de seguro, pensões e congêneres, mas não as administrava; a maioria dos administradores (das empresas) não era proprietária. O corpo de acionistas tinha o título legal de propriedade da riqueza produtiva tangível do país, para benefício de outros. Em 1960, trinta anos após a publicação de sua obra, os autores constataram novamente o expressivo crescimento dos fundos de pensão não só nos Estados Unidos, como em todas as outras grandes economias capitalistas, a ponto de estarem ocupando posição estratégica nas economias de vários países e nos seus mercados financeiros.

Em 1976, Peter Drucker apresentou uma análise premonitória em seu livro - *A revolução invisível* -, advertindo que os fundos de pensão americanos estavam crescendo rapidamente e que, em pouco tempo, eles viriam a constituir a maior força do mercado financeiro americano. Entretanto, sua silenciosa acumulação de ativos era pouco noticiada à época, mas, na verdade, ela seria percebida um dia. O subtítulo do seu livro sugeria o que eles poderiam tornar-se: “como o socialismo fundo-de-pensão invadiu os EUA”.

Segundo Useem (1996), em 1965, nos Estados Unidos, os investidores individuais possuíam 84% das ações das companhias, sendo que os investidores institucionais possuíam 16%. Em 1990, a participação dos investidores individuais caiu para 54% e a dos institucionais alcançou 46%. Essa tendência de crescimento permanecia a mesma quando observadas as 1.000 companhias mais negociadas e com os mais altos valores de mercado, durante o final dos anos 80 e 90. Entre 1985 e 1994, o percentual de ações dessas companhias, pertencentes aos institucionais, subiu mais que 1% ao ano, alcançando 50%, em 1990, e 57%, em 1994. Ainda, segundo Useem

(1996), a maioria dos americanos atrelam uma fração substancial de seu nível de vida corrente ou futuro à performance de companhias cujas ações eles possuem direta ou indiretamente.

Segundo Monks (1995), em 1994, só os fundos de pensão detinham 48,1% do capital detido pelos investidores institucionais nos Estados Unidos e 29,6% do total do capital acionário. Segundo o autor, o sistema de pensão detinha tão grande percentagem do capital acionário do país que, no caso de baixa performance das companhias, a simples venda das ações não seria um método adequado, diante da possibilidade de os acionistas atuarem juntos, diretamente ou por meio de instituições intermediárias, monitorando as companhias e assegurando que os administradores darão aos acionistas o mais alto retorno. Ainda, segundo Monks (1995), até o final de 1994, o sistema de pensão agregava US\$ 4,6 trilhões de ativos, dos quais US\$ 1,8 trilhão era dos fundos públicos, US\$ 2,51 trilhões eram dos fundos privados, sendo que 48,7% dos ativos dos fundos públicos eram investidos em ações.

No Brasil, os fundos de pensão, desde sua regulamentação em 1977, por meio da Lei n. 6.435, de 15/07/1977, vêm crescendo significativamente, embora com números não comparáveis aos da economia americana. Segundo dados da ABRAPP, 2002, os ativos desses fundos brasileiros representavam, em out./2002, R\$ 175,5 bilhões, valor correspondente a 14,7% do PIB, tendo 1,7 milhão de participantes ativos, 4,2 milhões de participantes dependentes e 0,6 milhão de participantes assistidos. Desse total - dados de out./2002 - cerca de 16,7% estavam aplicados em ações, 9,2% em fundos de investimento de renda variável, 42,2% em fundos de investimento de renda fixa e 12,9% em títulos públicos.

De acordo com dados apresentados pela BOVESPA, em seu *site*, na *internet*, a participação dos investidores institucionais nas suas operações, relativas ao mês de agosto/2002, foi de 8,5% nas compras e 8,1% nas vendas, contra 11,1% e 10,8% de investidores pessoas físicas, 17,1% e 15,4% de instituições financeiras e 11,9 % e 13,7% de investidores estrangeiros.

As normas básicas que regem as entidades abertas e fechadas de previdência privada no Brasil estão consubstanciadas na Lei n. 6.435, de 15/07/77, e Lei Complementar n. 109, de 29/05/2001. As regras de aplicações das reservas técnica são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional - CMN.

2.3 Os proprietários institucionais no Brasil

2.3.1 Conceituações e características

Investidores institucionais compreendem entidades que possuem ou administram um passivo formado por obrigações futuras perante um grupo de pessoas que efetuam contribuições periódicas ou integralizam quotas, com um objetivo comum, predefinido. Por envolver recursos de uma coletividade de pessoas, estas entidades reúnem volumes significativos de recursos que precisam ser administrados. (ANDREZO E LIMA, 2001, p. 134).

Os principais investidores institucionais no Brasil são: entidades de previdência complementar, abertas e fechadas, companhias seguradoras, fundos de investimentos, companhias de capitalização, sociedades de investimento, consórcios e clubes de investimento.

O objeto de interesse deste trabalho recai sobre as entidades de previdência complementar e, dentre elas, as fechadas, denominadas fundos de pensão.

O sistema previdenciário brasileiro é composto por uma previdência básica, que é pública, e uma previdência complementar, que é privada. A previdência pública ou previdência oficial é gerida pelo Instituto Nacional de Seguridade Social – INSS - que garante a todos os brasileiros uma aposentadoria mínima e certos benefícios, mediante contribuições individuais e compulsórias dos empregados e também dos empregadores; a previdência privada, de caráter opcional, é gerida pelas diversas entidades constituídas sob o amparo da Lei n. 6.435/77(ANDREZO E LIMA, 2001)

O art. 1º. da Lei 6.435, de 15/04/77, definiu as entidades de previdência privada no Brasil como aquelas que

têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos.

Antes de nos deter nos fundos de pensão, seria interessante situá-los no contexto do sistema de previdência complementar no Brasil, que reúne um conjunto de instituições que podem ser classificadas, segundo Andrezo e Lima (2001) em:

1. de acordo com as relações entre a entidade e os participantes dos planos de benefícios:

a) fechadas – quando acessíveis exclusivamente aos empregados de uma só empresa ou de um grupo de empresas, as quais são denominadas patrocinadoras;

b) abertas – quando acessíveis a qualquer pessoa, mediante o pagamento de contribuições periódicas por parte do participante. Tais sociedades são denominadas fundos de pensão.

2. de acordo com seus objetivos:

a) com fins lucrativos - organizações mercantis que operam comercialmente os planos de previdência privada, com fins lucrativos, sendo organizadas como sociedades anônimas;

b) sem fins lucrativos – organizações civis, nas quais os resultados alcançados são levados ao patrimônio de cada entidade; as entidades fechadas não podem ter fins lucrativos e são organizadas como sociedades civis ou fundações.

Segundo a exposição de motivos que acompanhou a Lei n. 6.435, que instituiu os planos de previdência privada no Brasil, é fundamental que se dê tratamento diferenciado para as entidades voltadas para a captação de recursos do público em geral daquelas que operam no âmbito restrito de uma empresa ou de um grupo de empresas. Embora ambas tenham objetivos análogos (complementação de benefícios da previdência oficial) suas condições operativas são necessariamente diversas, dadas as diferentes situações dos participantes dos planos. No caso de entidades fechadas, a vinculação de

todos os participantes com a empresa é que possibilita a elaboração de planos efetivos de previdência, ou seja, planos em que existe um relacionamento direto com os proventos do trabalho, cuja continuidade se intenta garantir, na inatividade ou após a morte, em benefício dos dependentes. Já os planos voltados para o público em geral são, sobretudo, formas especiais de inversão financeira, muito mais próximas do seguro tradicional do que da previdência social, em seu sentido estrito. Isso fica evidente também quando o legislador admite que as entidades abertas podem se organizar com o objetivo de lucro, considerando ser este perfeitamente cabível e legítimo em atividades que são de cunho basicamente financeiro.

Em função disso, a lei estabeleceu a supervisão governamental diferenciada, ou seja:

FIGURA 1 – Supervisão governamental das entidades de previdência complementar.



FONTE – ANDREZO, A. Fernandes e LIMA, I. Siqueira, 2001, p.136.

Sobre o assunto, manifesta-se Rabelo, citado por Pagliarini (2000, p.3),

a Previdência privada fechada (que engloba os fundos de pensão) é um benefício social, não um serviço financeiro. O fato de que ela acumula ativos e aplica-os no mercado financeiro não descaracteriza sua dimensão social. Tanto é assim que a previdência complementar está inserida no artigo 202 da Constituição Federal, no Título Ordem Social.

Em face dos grandes volumes de poupança que acumulam, os fundos de pensão, além de sua atividade fim, que é social, desempenham uma função econômica relevante como investidores que são. Segundo a ABRAPP, em suas Informações Gerais (dez/2001, p.4), os fundos de pensão têm “são hoje no Brasil sustentáculo do mercado de ações e do mercado imobiliário e estão aptos a alavancar muitos outros segmentos econômicos, oferecendo-lhes financiamento de longo prazo”.

As entidades de previdência complementar no Brasil foram instituídas pela Lei n. 6.435, de 15/07/1977, revogada pela Lei Complementar n. 109, de 29/05/2001, e as entidades fechadas ou fundos de pensão foram regulamentados pelo Decreto-Lei n. 81.240, de 20/01/1978, que apresentou a seguinte definição:

Entidades Fechadas de Previdência Privada são sociedades civis ou fundações criadas com o objetivo de instituir planos privados de concessão de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, acessíveis aos empregados de uma empresa ou de um grupo de empresas, as quais são denominadas patrocinadoras.

Logo, não podem ter fins lucrativos e deverão ser constituídas necessariamente sob a forma de sociedades civis ou fundações. A patrocinadora poderá ser empresa privada ou pública; no caso de empresas públicas, sociedades de economia mista ou fundações vinculadas à administração pública.

O Decreto-Lei n. 81.240/1978 instituiu também o Conselho de Previdência Complementar – CPC - e a Secretaria de Previdência Complementar – SPC - como órgãos de supervisão e fiscalização das entidades fechadas, integrantes do Ministério da Previdência e Assistência Social.

As patrocinadoras supervisionam as atividades das entidades fechadas, orientando-se na fiscalização do poder público no sentido de proporcionar garantia aos compromissos assumidos para com os participantes dos planos de benefícios.

No caso de várias patrocinadoras para um único fundo de pensão, exige-se a celebração de convênio de adesão entre estas e a entidade de previdência, no qual se estabeleçam as condições de solidariedade das partes, inclusive quanto ao fluxo de novas entradas anuais de patrocinadoras.

2.3.2 Evolução das entidades fechadas de previdência complementar – EFPC - no Brasil

A evolução das EFPC pode ser visualizada por meio dos dados da Secretaria de Previdência Complementar, como está nas TAB.1, 2 e 3.

TABELA 1
Número de patrocinadoras públicas e privadas

Ano	Federal	Estadual	Municipal	Total	Acumulado	Nacional	Estrangeira	Total	Acumulado	Geral	Acumulado
1978	3	1		4	4			0	0	4	4
1979	18	17		35	39	19	2	21	21	56	60
1980	6	8		14	53	15	6	21	42	35	95
1981	3	3	1	7	60	6	2	8	50	15	110
1982	1	4		5	65	3	1	4	54	9	119
1983		1		1	66	3	2	5	59	6	125
1984		3		3	69	1	3	4	63	7	132
1985	1	4		5	74	3	5	8	71	13	145
1986		2		2	76	5	5	10	81	12	157
1987		4		4	80	2	7	9	90	13	170
1988	1	1		2	82	13	14	27	117	29	199
1989		1		1	83	7	10	17	134	18	217
1990	1	1		2	85	3	7	10	144	12	229
1991				0	85	4	2	6	150	6	235
1992		1		1	86	6	3	9	159	10	245
1993		4		4	90	19	5	24	183	28	273
1994		2	1	3	93	11	8	19	202	22	295
1995		1		1	94	10	3	13	215	14	309
1996		1		1	95	10	5	15	230	16	325
1997				0	95	7	6	13	243	13	338
1998				0	95	8	5	13	256	13	351
2001					87				272		359

FONTE – Secretaria de Previdência Complementar, citado por ANDREZO, A.F.LIMA, I.S. (2001,p.140)

TABELA 2
As EFPC por regiões brasileiras – dez/2001

REGIONAL	INVESTIMENTOS		ATIVOS		DEPENDENTES		ASSISTIDOS	
	(R\$MIL)	%	(R\$MIL)	%	(R\$MIL)	%	(R\$MIL)	%
CENTRO-NORTE	27.393.737	17,7%	340.636	19,8%	966.157	22,1%	82.317	15,2%
LESTE	6.465.630	4,2%	97.234	5,7%	265.352	6,1%	36.630	6,7%
NORDESTE	4.928.667	3,2%	70.691	4,8%	211.493	4,8%	27.636	5,1%
SUDESTE	78.149.475	50,6%	354.885	20,6%	1.173.831	26,8%	274.596	50,5%
SUDOESTE	28.440.247	18,4%	717.021	41,7%	1.448.511	33,1%	84.623	15,6%
SUL	9.204.088	6,0%	138.501	8,1%	315.396	7,2%	37.480	6,9%
TOTAL	154.577.844	100,0%	1.718.968	100,0%	4.380.740	100,0%	543.282	100,0%

FONTE – ABRAPP. Disponível em: <www.abrapp.or.br>, Informações gerais, dez/2001, p.3

TABELA 3
Distribuição Regional das EFPC, em agosto/2002:

REGIÃO	QUANTIDADE	% DO TOTAL
NORTE	6	1,7
NORDESTE	33	9,2
SUDESTE	242	67,4
SUL	49	13,6
CENTRO-OESTE	29	8,1
TOTAL	359	100,0

FONTE – Informe estatístico do Ministério da Previdência e Assistência Social/Secretaria da Previdência Complementar, ago/2002, p.2

Os investimentos realizados por estes Fundos apresentaram, de 1994 a 2001, uma variação média anual de 19,0%, sendo que em Dezembro de 2001, o valor da carteira consolidada atingiu R\$ 154.578 milhões, como se vê na TAB. 4.

TABELA 4
Crescimento dos investimentos das EFPC – 1994/2001

Período	Investimento inicial	Investimento final	Variação %	Variação % média
1994		46.488		
1995	46.488	57.461	23,6%	23,6%
1996	57.461	71.672	24,7%	24,2%
1997	71.672	86.861	21,2%	23,2%
1998	86.861	90.757	4,5%	18,2%
1999	90.757	115.124	26,8%	19,9%
2000	115.124	130.077	13,0%	18,7%
2001	130.077	154.578	18,8%	18,7%

FONTE – ABRAPP. Consolidado estatístico n.280, 2002, p.1

Os ativos totais dos fundos de pensão atingiram, em 2001, 15,3% do PIB brasileiro, percentual este que tem experimentado a seguinte evolução, nos últimos 11 anos:

TABELA 5
Ativos dos Fundos de Pensão X PIB

Ano	Ativos das EFPP em R\$ milhões	PIB R\$ milhões	Ativos/ PIB %
1990	26.352	787.806	3,3%
1991	36.812	795.920	4,6%
1992	43.269	791.622	5,5%
1993	59.959	830.570	7,2%
1994	72.742	879.158	8,3%
1995	74.815	916.259	8,2%
1996	86.629	941.548	9,2%
1997	101.033	976.991	10,3%
1998	101.129	977.661	10,3%
1999	125.995	1.010.068	12,5%
2000	144.025	1.089.688	13,2%
2001	171.152	1.116.930	15,3%

FONTE - ABRAPP. Consolidado estatístico n.280, 2002, p.4

Observação importante é a de que, nos países desenvolvidos, os fundos de pensão participam com cerca de 70% do PIB.

2.4 As aplicações dos recursos dos fundos de pensão no Brasil

As aplicações dos recursos deverão ser feitas conforme determinações do Conselho Monetário Nacional, o qual poderá estabelecer diretrizes diferenciadas para uma determinada entidade ou grupo de entidades, levando em conta a existência de condições peculiares relativas às suas patrocinadoras.

No Brasil tem-se optado por uma política que estabelece limites quantitativos para as aplicações nas diversas classes de ativos, ao invés de se adotar a política anglo-saxônica, que privilegia o processo de controle e avaliação dos riscos, exigindo apenas a observação de critérios comuns de prudência no que tange à composição da carteira de investimentos (REVISTA da ABRAPP, set./out. 2001, p. 18).

A Resolução n. 2.829, do Banco Central do Brasil, de 30/03/01, aprova o regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes às aplicações dos

recursos das entidades fechadas de previdência privada, destacando-se, dentre elas, as seguintes:

- os recursos das EFPC devem ser alocados em quaisquer dos seguintes segmentos de aplicação: 1. segmento de renda fixa; 2. segmento de renda variável; 3. segmento de imóveis; 4. segmento de financiamentos;
- a política de investimentos dos recursos deve ser definida e aprovada anualmente pelo Conselho de Curadores ou pelo Conselho de Administração, bem como imediatamente informada à Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social e com ampla divulgação aos participantes;
- no segmento de renda variável, os investimentos da espécie, segundo a correspondente natureza, devem ser classificados nas seguintes carteiras: 1. carteira de ações em mercado (adquiridas em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão); 2. carteira de participações (incluindo quotas de fundos de investimento em empresas emergentes e quotas de fundos de investimento em participações); 3. carteira de renda variável – outros ativos (incluem os *Brazilian Depositary Receipts – BDRS* -, ações de companhias sediadas em países signatários do Mercosul, *debêntures* com participações nos lucros e certificados de ouro);
- os recursos aplicados na carteira de ações em mercado subordinam-se aos seguintes limites: até 60% do conjunto dos investimentos, no caso de plano de contribuição definida, e até 45% nos demais planos, considerando as ações de emissão de companhias classificadas no nível 3 de governança corporativa, instituído pela Bolsa de Valores de São Paulo; para o nível 2, esses limites caem para até 55% e até 40% e para o nível 1, até 45% e até 35%, respectivamente; para as demais empresas, esses limites se reduzem a até 35% e até 30%;

- adicionalmente aos limites anteriores, o total de aplicações em ações de uma mesma companhia não pode exceder a 20% do respectivo capital votante, 20% do capital total, 5% do total dos recursos da entidade fechada de previdência privada, podendo esse limite ser majorado para até 10%, no caso de ações representativas de percentual igual ou superior a 3% do IBOVESPA, do IBX ou do FGV-100;
- as EFPC devem designar administrador estatutário tecnicamente qualificado, responsável, civil e criminalmente, pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento de seus recursos, bem como pela prestação de informações relativas à aplicação dos mesmos, sem prejuízo da responsabilidade solidária dos demais administradores;
- as EFPC devem manter contratada pessoa jurídica credenciada na Comissão de Valores Mobiliários para o exercício da atividade de custódia de títulos e valores mobiliários para atuar como agente custodiante e responsável pelos fluxos de pagamentos e recebimentos relativos às operações realizadas;
- as EFPC devem manter contratada pessoa jurídica credenciada pela CVM para prestação de serviço de auditoria independente, incumbida de avaliar também a pertinência dos procedimentos técnicos, operacionais e de controle utilizados na gestão dos recursos;
- as EFPC devem manter sistema de controle e de avaliação de risco de mercado e dos demais riscos inerentes à aplicação de seus recursos, de forma a permitir o respectivo controle por plano;
- é vedado à EFPC, dentre outras: 1. atuar como instituição financeira, concedendo a pessoas físicas ou jurídicas, inclusive sua patrocinadora, empréstimos ou financiamentos ou abrindo crédito sob qualquer modalidade, ressalvadas as previstas no regulamento; 2. realizar operações denominadas *day-trade*; 3. realizar operações com ações por meio de

negociações privadas; 4. prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma; 5. locar, emprestar, penhorar ou caucionar títulos e valores mobiliários integrantes de suas carteiras, ressalvada a hipótese de prestação de garantia nas operações com derivativos e outros casos autorizados.

Ressaltamos que as aplicações em ações de uma mesma companhia não podem exceder o limite de 20% do capital votante e de 20% do capital total, nem comprometer mais que 5% do total dos recursos do fundo de pensão, inviabilizando a participação majoritária nas companhias. Este dado sugere que um único fundo de pensão não poderá controlar empresas no Brasil, devido às limitações legais.

Existe, sim, a possibilidade de um grupo de fundos, controlar uma empresa, via constituição de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE -, sociedade composta por pessoas jurídicas e que se dissolve, uma vez cumprido o propósito que justificou a sua constituição - ou, um grupo de cinco fundos, cada um com 20%, controlarem toda a empresa ou a maior parte de seu capital.

Durante o processo de privatização de empresas brasileiras, algumas foram adquiridas por um *pool* de fundos de pensão, que hoje exercem poder de controle sobre as mesmas, tais como os anotados a seguir.

2.5 A composição da carteira consolidada dos fundos de pensão

Examinando-se os dados da carteira consolidada dos fundos de pensão associados à ABRAPP (dados de out/2001), constata-se que mais de 50% da mesma é composta por títulos de renda fixa e apenas 29% por títulos de renda variável. Os títulos públicos, não incluídos nos percentuais citados, respondem por 6,4% dos investimentos.

Essa atitude conservadora dos gestores dos investimentos, não obstante o risco moderado que a caracteriza, tem sustentação enquanto prevalece uma conjuntura de juros elevados, o que permite uma vantagem, em termos de

retorno, dos títulos de renda fixa sobre os de renda variável. Na hipótese de queda das taxas de juros, os gestores necessariamente estarão buscando novas alternativas de investimento, em especial os de renda variável, ou de participações acionárias, em detrimento das aplicações de renda fixa.

Como já acontece nos países anglo-saxões, possivelmente as participações acionárias permanentes se tornarão interessantes para os fundos de pensão brasileiros, que, na presença de limites restritivos às suas participações acionárias, estarão buscando mecanismos alternativos que, de alguma forma, lhes permitam usufruir dos resultados de empresas bem governadas.

2.6 Os direitos de participação dos minoritários na governança corporativa das empresas brasileiras

Distintamente do modelo americano, prevalece no mercado brasileiro uma concentração de controle empresarial nas mãos de pequenos grupos de controladores, ou seja, o capital acionário brasileiro tem um grau de disseminação bem menor que nos países anglo-saxões.

Estudos têm mostrado que o controle acionário no Brasil tem um alto valor, em função do baixo ativismo e da baixa proteção aos acionistas minoritários oferecida pela legislação societária brasileira (VALADARES, 2000).

Tal situação tem sido apontada pelos participantes do mercado de capitais brasileiro como um grande entrave ao seu desenvolvimento, fato que tem sido reconhecido e que, inclusive, motivou uma série de alterações na lei societária brasileira.

De acordo com as alterações na Lei das Sociedades Anônimas brasileiras, trazidas pela Lei n. 10.303/01, é interessante ressaltar alguns pontos que se refletem diretamente nas possibilidades de participação dos acionistas minoritários na governança das empresas, ou seja:

1. com o novo percentual máximo permitido de emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, ou seja, de 50%, o controle acionário poderá ser exercido com um mínimo de 25% mais uma ações do capital social total, percentual este superior em 5% ao percentual máximo de participação dos fundos de pensão, individualmente, em uma única empresa;

2. o Art. 109, Parágrafo 3º. da Lei dispõe que o Estatuto da Sociedade poderá estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar; isso representa um avanço em termos de proteção aos minoritários, e que contribui significativamente para a melhoria do sistema de governança das companhias brasileiras;

3. o Art. 115, Parágrafo 5º dispõe que, em caso de ciência inequívoca de potencial conflito de interesses, poderá ser convocada assembléia geral para deliberar quanto à existência do conflito de interesses e à respectiva solução, por acionistas que representem 10%, no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea c, da parte final, do art. 123 . Essa assembléia poderá ser convocada por titulares de ações com direito a voto que representem, no mínimo, 5% do capital votante.

Caso a assembléia geral, por maioria de votos, delibere haver conflito de interesses, deverá especificar as matérias nas quais o acionista em situação de conflito ficará impedido de votar. A assembléia especificada poderá delegar, com a concordância das partes, à arbitragem, a solução do conflito;

4. para composição do conselho fiscal, que terá no mínimo três membros e, no máximo, cinco, com respectivos suplentes, fica garantida a indicação de um membro e seu suplente pelos acionistas titulares de ações preferenciais e de um membro e respectivo suplente aos acionistas minoritários com 10% ou mais de ações ordinárias;

5. é facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente 0,5%, no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para fins de sua representatividade (o acionista pode ser representado na assembléia geral por procurador constituído há menos de um ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador poderá ser ainda instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos), obedecidos sempre os requisitos relativos aos pedidos de procuração.

Deduz-se que os fundos de pensão, mesmo impedidos de terem uma participação acionária relevante, poderão, como minoritários, atuar na governança corporativa das empresas, podendo, em certos casos, eleger representantes junto ao conselho de administração e conselho fiscal.

2.7 Fundos de pensão como minoritários e governança corporativa

Ventura (1995, p.1) afirma que:

Alguns fundos de pensão no Brasil já perceberam que a atuação profissional e ética de seus representantes nos conselhos das empresas pode trazer um aumento da rentabilidade e do valor de mercado das empresas em que participam. Perceberam também que, para que isto aconteça, é preciso que esses representantes estejam qualificados para o desempenho das difíceis e complexas funções de conselheiros de empresas e, finalmente, que a atuação de conselheiros qualificados é a única e segura forma de influenciar continuamente na gestão da empresa.

Ventura (1995) complementa que, em virtude disso, já podemos encontrar representantes dos fundos de pensão compondo os conselhos de administração das empresas, principalmente quando pretendem acompanhar mais de perto as suas participações permanentes, monitorando e influenciando a administração dessas companhias.

Essa postura dos fundos de pensão está inserida em um contexto de separação entre propriedade e gestão e de capacitação e profissionalização cada vez maior dos administradores, recrutados e avaliados por critérios de mercado altamente competitivo. Essa postura mais ativa dos fundos, no

monitoramento das empresas, tem as seguintes vantagens, apontadas por Ventura (1993):

- o acompanhamento mais de perto da empresa pelos fundos possibilita melhores decisões de investimento, principalmente a de investimentos adicionais naquela empresa ou de desinvestimento;
- possibilidade de maior proteção à parcela do patrimônio do fundo investida naquele negócio;
- os representantes dos fundos de pensão que ocupam posições na administração da empresa poderão levar contribuições relevantes à orientação dos negócios da empresa;
- ações que fazem parte de blocos, principalmente daqueles que dão direito à participação na administração da empresa têm valores de mercado superiores aos valores de ações isoladas de uma mesma empresa, aumentando com isto o retorno sobre o patrimônio do fundo.

José Luiz Osório, presidente da CVM (2002, p.2) afirma que “para investidores, a análise de práticas de governança corporativa auxilia na decisão de investimento, pois afeta o desempenho da empresa e determina o nível e as formas de influência que os investidores podem ter na companhia.” Então, o risco do investidor se limita ao risco do negócio, dada a minimização do risco financeiro em virtude do monitoramento exercido pelo acionista.

Ventura (1993) argumenta que os fundos de pensão poderão administrar com eficiência as suas participações acionárias permanentes por meio de instrumentos de gestão, que ele classifica em:

INFORMAIS - Demonstrações financeiras e relatórios de atividades da empresa, participações em reuniões com os analistas de mercado de capitais, promovidas pelas Associações Brasileiras de Mercado de Capitais – ABAMECs -,

acompanhamento de notícias e informações pela imprensa e reuniões com executivos da empresa;

FORMAIS - Participação no conselho de administração ou no conselho fiscal da companhia.

Segundo o autor, as primeiras são limitadas, constituindo as segundas a forma ideal de monitoramento a ser exercida pelos fundos. Mesmo porque participar da administração da empresa é um direito que a Lei assegura mesmo ao acionista minoritário e este direito deverá ser exercido, sob pena até de um questionamento por parte dos pensionistas “pelo não exercício de um direito legítimo que, indubitavelmente, contribui com uma administração mais eficiente de seus patrimônios.” (VENTURA, 1993, p.3). Cabe mencionar, inclusive, Resolução da Secretaria de Previdência Complementar determinando aos fundos de pensão, que participam de assembléias gerais das empresas nas quais são acionistas, a divulgação de seus votos nas deliberações das matérias em discussão.

Não obstante essas afirmações, não temos respostas para perguntas como:

- Os fundos de pensão brasileiros estão interessados em deter participações permanentes nas companhias ou apenas participações de curto prazo?
- No caso de participações permanentes, os fundos de pensão têm interesse em monitorar a administração e, conseqüentemente, incorrer nos custos de monitoramento, buscando participações nos órgãos de administração ou no conselho fiscal?
- Os fundos de pensão que têm participação significativa nas empresas têm usado das possibilidades informais de monitoramento ou têm interesse em usar as possibilidades que a Lei societária lhes abre para interferir na gestão das empresas no sentido de obter melhores retornos para seus investimentos?

- Os fundos de pensão brasileiros têm capacitação para monitorar a administração das companhias e de interferir em sua gestão estratégica? Estão dispostos a incorrer em tais custos de monitoramento das empresas?

Em trabalho apresentado no 21º. Congresso Brasileiro de fundos de pensão, intitulado *O novo mercado e o investidor institucional*, a BOVESPA, para fundamentar sua afirmação de que a maioria dos investidores considera a governança corporativa quando decide investir em uma empresa, aponta os seguintes dados apurados pela McKinsey & Company:

1. percentual de investidores dispostos a pagar mais por uma empresa com boa governança:

AMÉRICA LATINA	83%
EUROPA/USA.....	81%
ÁSIA.....	89%

2. prêmio médio que investidores estão dispostos a pagar pela boa governança:

BRASIL.....	22,9%
ALEMANHA.....	20,2%
EUA.....	18,3%
REINO UNIDO.....	17,9%

Sabe-se que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG - tem atuado na formação de equipes destinadas a atuar na governança das empresas. Tais equipes estão sendo colocadas à disposição dos acionistas interessados, em especial dos fundos de previdência privada. Essa iniciativa, além de terceirizar o monitoramento de investimentos, reforça as campanhas que têm sido disseminadas em todo o País no sentido de que as empresas reconstruam suas governanças corporativas, em busca de mais eficiência, qualidade e padrões éticos.

2.8 A gestão dos recursos dos fundos de pensão

A gestão das carteiras dos fundos pode ser realizada por equipes do próprio fundo, podendo ser externa ou mista. A escolha do tipo de gestão leva em conta os custos, que se refletem na sua rentabilidade. Segundo a Secretaria de Previdência Complementar, dados de agosto /2002, 52% das EFPC contratam administração externa para os seus recursos, 25% se apegam à administração interna, e 23% à administração mista.

TABELA 6
Carteira consolidada por tipo de aplicação

DISCRIMINAÇÃO	Dez/95	%	Dez/96	%	Dez/97	%	Dez/98	%	Dez/99	%	Dez/00	%	Dez/01	%
Ações	16.923	29,5	22.162	30,9	24.724	28,5	17.465	19,2	30.259	26,3	30.669	23,6	28.614	18,5
Imóveis	8.548	14,9	9.225	12,9	9.038	10,4	9.684	10,7	10.110	8,8	10.460	8,0	10.554	6,8
Depósitos a prazo	8.367	14,6	6.891	9,6	6.623	7,6	8.818	9,7	5.313	4,6	4.145	3,2	4.822	3,1
Fundos Invest.-RF	6.826	11,9	12.064	16,8	16.729	19,3	20.648	22,8	36.423	31,6	47.710	36,7	62.441	40,4
Fundos Invest.-RV	ND		1.832	2,6	9.302	10,7	9.214	10,2	14.066	12,2	14.881	11,4	16.232	10,5
Emprést.a Particip.	1.067	1,9	1.592	2,2	1.623	1,9	1.740	1,9	1.805	1,6	2.279	1,8	2.742	1,8
Financ. Imobiliário	3.328	5,8	3.688	5,1	3.923	4,5	4.021	4,4	3.868	3,4	3.797	2,9	3.848	2,5
Debêntures	2.992	5,2	3.446	4,8	3.384	3,9	3.229	3,6	2.892	2,5	2.660	2,0	3.201	2,1
Títulos Públicos	2.557	4,4	4.115	5,7	3.240	3,7	5.918	6,5	7.307	6,3	8.588	6,6	17.513	11,3
Outros	1.445	2,5	1.704	2,4	1.878	2,2	2.382	2,6	3.011	2,6	4.687	3,6	4.496	2,9
Oper.c/patrocinado.	5.408	9,4	4.954	6,9	6.396	7,4	7.637	8,4	70	0,1	201	0,2	144	0,1
TOTAL	57.461	100	71.672	100	86.861	100	90.757	100	115.124	100	130.077	100	154.578	100,0

FONTE - ABRAPP – Consolidado Estatístico n.280, 2002, p.1

Com se observa, as aplicações em renda variável apresentaram redução significativa no período. Em dez/95, as aplicações em ações representavam 29,5% da carteira, contra 18,5% em 2.001. Essa redução foi compensada pela maior aplicação nos fundos de renda variável que evoluíram de 2,6% da carteira, em dez/96, para 10,5%, em dez/01.

Por outro lado, a participação dos títulos públicos aumentou de 3,8%, em 1994, para 11,3%, em 2001. Evidencia-se aí a grande importância dos fundos de pensão como demandantes de títulos públicos, dando mais suporte à política fiscal do governo federal em detrimento das possibilidades que representa como mecanismo de capitalização da empresa privada nacional.

A TAB. 6 revela a postura conservadora dos fundos de pensão diante de uma conjuntura de juros elevados, o que privilegia as aplicações de renda fixa, em detrimento das aplicações de renda variável, com reflexos perversos sobre o desenvolvimento do mercado de títulos de renda variável, em especial do mercado de ações.

A TAB. 6 evidencia também um aumento em *outras aplicações*, em virtude de novas operações a que alguns fundos têm se atido, tais como as aplicações em fundos de *private equity* e empresas de *venture capital*, como alternativas de longo prazo (REVISTA da ABRAPP, 2001). Além dessas, outra alternativa se refere à constituição de fundos de investimento em participações ou à formação de SPE que permitiriam aos fundos de pensão, em pequenas parcerias, participar majoritariamente das empresas.

Conforme discutido durante o 22º. Congresso de Entidades de Previdência Privada Complementar (2001), os gestores dos fundos de pensão estão preocupados com alternativas de investimentos rentáveis diante dos prenúncios de redução das taxas de juros no Brasil, o que tornaria desinteressantes as aplicações em renda fixa, as quais ocupam atualmente a maior posição na carteira consolidada dos fundos de pensão.

Assim, é de se esperar que, em um futuro próximo, os fundos de pensão brasileiros, atuando em uma conjuntura de juros mais baixos, dêem preferência para alternativas de investimentos no mercado de ações, ampliando seus horizontes de investimentos para um prazo mais longo, o que implicaria maior preocupação em assumir posições mais consolidadas no capital das empresas e, portanto, atuar mais efetivamente em sua governança corporativa.

2.9 A estrutura de propriedade das empresas no Brasil e no mundo

A estrutura de propriedade das corporações varia entre países, em consequência de vários fatores, como regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições

geográficas e cultura. Como resultado desse processo histórico-institucional, são instituídas diferentes estruturas de governança.

Thomsen e Pedersen², citados por Siffert Filho (1998), em análise da propriedade corporativa em 12 países europeus (Inglaterra, França, Espanha, Alemanha, Itália, Suécia, Holanda, Finlândia, Dinamarca, Noruega, Áustria e Bélgica), Japão e Estados Unidos, em 1990, observam que, em relação ao tamanho e à estrutura de propriedade, quando uma empresa cresce, diminui a probabilidade de o controle acionário permanecer familiar, seja porque os administradores são financeiramente incapazes de suportar o risco da propriedade, seja porque os proprietários não dispõem do conhecimento e/ou da habilidade requeridos para administrar a empresa. Como resultado, há a separação entre a propriedade e o controle administrativo. Poucos são os países que se caracterizam por empresas com propriedade difusa, dentre eles, os anglo-saxões. Países da Europa Continental como França, Alemanha e Itália, entre outros, apresentam uma estrutura de propriedade concentrada.

Valadares (1998) apresenta dados referentes à estrutura de propriedade e controle de empresas brasileiras de capital aberto, constatando a alta concentração da sua propriedade, à semelhança dos países da Europa Continental. Enquanto nos Estados Unidos e na Inglaterra os grandes acionistas, detentores de mais de 5% do capital da empresa, são, em sua maior parte, indivíduos, fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguros, encontramos o Brasil mais próximo, por exemplo, da França e da Alemanha, países em que outras empresas são os principais acionistas diretos, acompanhados por famílias e indivíduos.

Citamos, a seguir, as conclusões da autora sobre as corporações brasileiras:

- existe grande concentração do capital, principalmente do capital votante;

² THOMSEN, S. e PEDERSEN, T. Empirical determinants of corporate ownership structure. In: INAUGURAL CONFERENCE FOR NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS. St. Louis, Proceedings, St. Louis, 1997, p.19.

- verifica-se grande utilização de emissão de ações sem direito a voto, as ações preferenciais, que possibilitam o controle da empresa com um sexto (16,67%) de seu capital total;
- apesar da presença de pirâmide na estrutura de propriedade das empresas brasileiras, o seu objetivo principal não parece ser a manutenção do controle com um menor custo;
- é grande a participação de outras empresas, como acionistas diretos; indiretamente, indivíduos, seguidos de estrangeiros, são os principais acionistas das empresas; estes dois últimos grupos são também os principais controladores indiretos das empresas. (VALADARES, 1998, p.5-17)

O estudo desenvolvido por Siffert Filho (1998), relativamente a mudanças no controle societário das 100 maiores empresas não financeiras na economia brasileira, no período de 1990 a 1997, seguindo a metodologia de Thomsen e Pedersen (1997), mostra que, no período, foram significativas as transformações ocorridas, em especial a redução significativa no número de empresas estatais, em razão das privatizações, redução que tende a aumentar com a continuidade do processo. As empresas privatizadas passaram, em sua grande maioria, a deter um controle compartilhado, em que se fazem presentes fundos de pensão, empresas nacionais e investidores estrangeiros. Constatase, também, um avanço significativo da presença de empresas de propriedade estrangeira e redução acentuada no número de empresas familiares. A propriedade dispersa e a cooperativa não eram, e continuam não sendo, significativas como tipo de governança corporativa no Brasil.

Citamos, a seguir, as constatações de Siffert (1998), ao comparar estruturas de propriedade no Brasil e nos países desenvolvidos:

- o Brasil apresenta uma estrutura de controle societário relativamente semelhante à da Itália, exceto na maior participação da propriedade estrangeira;
- a participação das empresas estrangeiras no Brasil mostra-se elevada em relação aos países desenvolvidos;
- a participação de empresas familiares, apesar de ter se reduzido no período analisado, ainda é significativa, quando comparada com outros países;
- a participação das empresas estatais tem se reduzido drasticamente, mas continua significativa em relação a outros países;
- embora tenha havido crescimento, o controle societário disperso continua ainda pouco representativo no Brasil. (SIFFERT FILHO, 1998, p.90).

Como conclusão, o estudo de Siffert (1998) destaca que as transformações por que vem passando a economia brasileira vêm engendrando um novo ciclo de crescimento, e os reflexos dessas transformações podem ser sentidos na constatação de mudanças no controle societário. Novas formas de governança

corporativa vêm se sobrepondo às tradicionais, em especial aquelas decorrentes do controle compartilhado, ampliação da participação do capital estrangeiro e a relativa redução do controle familiar nacional. No caso dessas empresas, as questões de governança corporativa ganham maior relevo, uma vez que, dada a inevitável separação entre controle e gestão, novos mecanismos de delegação, incentivo e monitoramento sobre o desempenho dos administradores passam a ser desenhados pelos acionistas controladores. Além disso – e mais importante –, são estabelecidos contratos ou acordos entre os controladores, selando, em boa medida, questões de natureza estratégica. Nesse caso, a identidade dos controladores, a natureza da propriedade e seus objetivos estratégicos passam a ser determinantes para a performance competitiva dessas empresas.

A empresa familiar nacional não perdeu nem está ameaçada de perder o seu lugar, mas continua indissolivelmente ligada à pequena empresa e a um grande número de empresas médias, encontrando-se sujeitas a pelo menos três tipos de pressão: uma demanda por profissionalização de sua gestão, maior necessidade de estabelecer alianças estratégicas, a fim de se fortalecerem competitivamente, e, principalmente, a limitação imposta pela sua inadequação a um contexto em que o capital de risco (capital dos acionistas) tende a se tornar uma fonte de recursos não apenas menos onerosa, mas, principalmente, mais adequada como governança financeira para se financiar o investimento, uma vez que são reduzidas as assimetrias informacionais entre os fornecedores de capital e os administradores da empresa.

Segundo Lethbridge (1997, p.3), no sistema de propriedade anglo-saxão,

as participações acionárias são relativamente pulverizadas (nos EUA, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa - *The Economist*, 10/02/96) e bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas...

não havendo necessidade de um monitoramento direto. O mercado, por meio da variação de preços das ações, sinaliza a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. O sistema exige um nível mais

elevado de transparência e uma divulgação periódica de informações, impondo controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada (na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), muitas participações acionárias são de longo prazo. No Japão, por exemplo, entre 50 e 70% das ações de empresas listadas nas bolsas de valores são detidas por outras empresas (Nikkei Weekly, 23/6/1997), no sistema de participações acionárias cruzadas. Na Alemanha, os bancos usam participações acionárias para fortalecer as relações comerciais com clientes. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco... e minimizam a assimetria de informações, ... colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.

Concluindo, Lethbridge (1997, p.3) afirma que

estes tipos de propriedade e formas de monitoramento refletem visões diferentes dos objetivos finais das empresas, o que permite um segundo corte na caracterização dos dois sistemas de governança. No anglo-saxão, o objetivo primordial das empresas tem sido tradicionalmente a criação de valor para os acionistas, enquanto, nos países que se aproximam do modelo nipo-germânico, as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades como os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade (*stakeholders*).

O crescimento acentuado dos fundos de pensão em vários países do mundo tem refletido nas estruturas de propriedade das corporações, bem como nas relações e conflitos gerados por essas estruturas, uma vez que eles representam uma categoria especial de proprietários. Em primeiro lugar, os fundos de pensão, pela sua natureza, constituem proprietários fiduciários, tendo em vista que administram os recursos dos beneficiários do Fundo e se comprometem a fazê-lo da melhor forma possível, no sentido de garantir um fluxo de recursos futuros esperados pelos proprietários fiduciários, de acordo com os seus planos de pensão. Diante das empresas, cujas ações compõem o seu portfólio, eles são considerados acionistas, agentes dos beneficiários. Essa relação sugere conflitos de agência entre os fundos de pensão/acionistas (principais) e os administradores das empresas (agentes). Por outro lado, os administradores desses fundos são agentes dos beneficiários (os principais), o

que sugere também conflitos de agência nas suas relações, os quais não serão objeto de preocupação desta pesquisa.

A presença dos fundos de pensão no capital das empresas brasileiras, principalmente após as privatizações de empresas ocorridas na década de 90, sofreu um impulso significativo e, pressupõe-se, motivará mudanças nos padrões de governança corporativa até então vigentes. Esses fundos de pensão, em defesa de seus interesses, poderão beneficiar as minorias acionárias e induzir as empresas a práticas corporativas voltadas para a criação de valor, que se reverterão em maior crescimento do mercado de capitais brasileiro.

2.10 A separação entre propriedade e gestão nas corporações americanas e os problemas de agência

A história das organizações revela que no mundo das corporações nem sempre os seus proprietários são os que efetivamente controlam os seus ativos, traçam as estratégias de gestão ou tomam as decisões necessárias para o seu desenvolvimento e sobrevivência. Essa constatação se torna mais evidente à medida que as organizações se tornaram maiores em tamanho e complexidade, inseridas em um ambiente cada vez mais competitivo, dinâmico e de relações cada vez mais intrincadas.

Na literatura americana, a clássica obra de Berle e Means (1987), *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*, constitui referência básica para uma grande parte dos trabalhos mais modernos, relacionados com a evolução das relações entre propriedade e gestão. Berle e Means (1987) constataram que, por volta de 1930, nos Estados Unidos, as grandes corporações dominavam a economia e que, em muitas dessas corporações, a propriedade era separada do controle. Grande parte dessas corporações era controlada por administradores que detinham pequenas participações acionárias ou mesmo não dispunham delas. As companhias americanas, em razão de uma grande dispersão acionária, o que lhes possibilitava captar vultosas somas de recursos no mercado de ações, experimentaram crescimento significativo no período.

Essa dispersão acionária ocorreu associada ao desinteresse e à passividade desses pequenos proprietários em relação à gestão dos negócios sociais que passaram a ser confiados aos administradores profissionais.

No prefácio da edição revista, publicada em 1968, trinta e seis anos após a obra original, Berle e Means (1968) constataam que a predominância do capitalismo coletivo, que chamam de *sistema de incorporação acionária*, não havia enfraquecido e que a evolução da sociedade anônima fazia da propriedade de ações a forma dominante pela qual os indivíduos tinham a riqueza representada pela propriedade dedicada à produção (em contraste com a propriedade dedicada ao consumo). Na maioria dessas empresas, a administração continuava desligada da propriedade; os diretores não eram seus *proprietários*, não eram representantes dos acionistas e não eram obrigados a seguir suas instruções. Em contrapartida, os acionistas assumiam uma postura cada vez mais passiva diante do gradativo poder conquistado pelos administradores profissionais.

Os fundos de pensão, isoladamente, não detêm percentuais elevados de participação nas companhias. Isto é uma realidade tanto na economia americana como na brasileira. Na economia americana, na qual predomina um sistema de propriedade difusa do capital acionário, os fundos de pensão detêm percentuais pequenos de participação nas empresas. Os maiores fundos de pensão americanos, que são também os maiores do mundo, tal como o *Califórnia Public of Employees Retirements System (CALPERS)* e o *New York Retirement System*, computam, entre suas maiores participações acionárias, percentuais em torno de 1%.

No Brasil, as participações dos fundos de pensão em ações de empresas estão limitadas a 20% de seus recursos. Isso significa que se um único fundo decidisse investir em uma única empresa poderia atingir um máximo de 20% de participação no seu capital social. Essa posição concentrada, contudo, coloca o fundo em alta vulnerabilidade, expondo-o a níveis muito elevados de risco. Não obstante a limitação nas participações individualizadas, os fundos

têm o poder de se associar e controlar uma ou mais empresas, dado o grande volume de recursos que administram e investem no mercado.

2.10.1 A supremacia dos administradores

A separação entre propriedade e controle nas grandes companhias gera conflitos, considerando que os interesses dos administradores nem sempre estão alinhados com os interesses dos acionistas. Segundo Grinblatt e Titman (1998), os acionistas estão interessados na maximização de suas ações, enquanto os administradores consideram os acionistas como mais um de seus potenciais *constituencies*.

Donaldson e Lorsch³ (1983), citados por Grinblatt e Titman (1998, p.607), sugerem que os altos executivos se vêem como representantes de três grupos de *constituencies*: 1. investidores, incluindo os acionistas e os credores; 2. clientes e fornecedores; 3. empregados. Em suas tomadas de decisões, esses administradores estarão sempre considerando os interesses desses grupos e, não simplesmente maximizando o valor da empresa para os acionistas. Tal atitude se justifica em parte pelo fato de o administrador passar a maior parte de seu tempo lidando com clientes, fornecedores e empregados, construindo relacionamentos pessoais com esses grupos, enquanto o tempo gasto com acionistas individuais é muito menor. Para Jensen e Meckling(1976), a proporção das ações da companhia que o administrador possui também determina a extensão em que os interesses do administrador se desviam dos interesses dos acionistas.

Donaldson e Lorsch (1983), no referido trabalho, já ressaltavam que a interação dos executivos com os acionistas institucionais mostrava-se em franco crescimento. Como agentes dos beneficiários, os administradores dos fundos, em princípio, devem buscar atender aos interesses daqueles, tal como os administradores das corporações devem buscar atender aos interesses de seus proprietários. Contudo, como nessas últimas, surgem nas relações entre

³ DONALDSON, Gordon e LORSCH, Jay. *Decision making at the top: the shape of strategic direction*..New York: Basic Book, 1983.

administradores dos fundos de pensão e os seus beneficiários os conflitos de *agency*, os quais não serão tratados neste trabalho.

2.10.2 A passividade dos acionistas

Conforme ressaltaram Berle e Means (1987), a propriedade difusa, à medida que possibilitou a capitalização de grandes corporações, trouxe, no seu bojo, a passividade crescente dos pequenos proprietários e a concentração do poder de decisão nas mãos dos administradores, na sua maioria com pequena participação acionária.

Essa passividade dos acionistas é que tem justificado o expediente de outorga de mandatos, por esses acionistas a outros, ou mesmo a administradores (as *proxy fights*), além dos problemas do *free rider* e a teoria da assimetria de informações. Uma forma de os pequenos acionistas fazerem valer suas pressões sobre a ineficiência do administrador seria pela representatividade, ou seja, um grupo de acionistas que, se reunidos, representam um percentual significativo das ações da empresa. Assim agindo, constituem um procurador para representá-los nas assembléias da empresa - o que se chama na literatura de *proxy fights* – e, nessa oportunidade, fariam valer os seus interesses. Contudo, tais expedientes têm se mostrado, na experiência americana, extremamente onerosos e nem sempre bem-sucedidos. Embora os benefícios agregados conseguidos com essa atitude possam exceder os seus custos, o acionista que bancou sozinho os custos recebe somente uma fração desses benefícios. Os acionistas remanescentes beneficiados constituem, então, os *free riders*. Assim, nenhum pequeno acionista individualmente toma a iniciativa de monitorar ações da administração que não maximizam valor para os acionistas, tendo em vista que arcaria sozinho com os custos desse monitoramento, ao mesmo tempo em que os benefícios seriam de todos os acionistas remanescentes, considerados os *free riders*.

A passividade dos acionistas diante da autonomia dos administradores origina-se também do problema relacionado com a assimetria de informações. Nos modelos teóricos, como o de Myers e Majluf (1984), relacionados com as

informações privadas, os autores admitem que os administradores da firma ou *insiders* dispõem de informações privadas a respeito das características dos fluxos de retorno ou oportunidades de investimento da firma. Dito de outra forma, administradores podem ter informações que não podem ser diretamente reveladas a respeito de as ações da firma estarem subavaliadas ou superavaliadas.

Partimos da hipótese de que os fundos de pensão, por serem acionistas sofisticados, reúnem condições técnicas e poder financeiro para assumir um comportamento ativo, distintamente de outros acionistas minoritários, junto à administração das empresas. Sua posição de proprietários fiduciários, a busca dos retornos necessários para preservar a integridade do patrimônio dos pensionistas e o pagamento das pensões futuras contratadas os induzem a uma atitude de vigilância sobre a performance das companhias em que investiram seus recursos. Nos Estados Unidos, os grandes fundos de pensão utilizam o expediente de concederem procurações para serem representados nas assembléias gerais de acionistas, as *proxy-fights*, individualmente ou por meio de instituições que se prestam a tal finalidade, as *Proxy Advisory Firms* - PAF. As propostas são encaminhadas à administração das companhias, podendo ser simplesmente aceitas pela administração, levadas à assembléia geral de acionistas e votadas ou não e, ainda, ser ou não aprovadas; caso votadas e aprovadas, aqueles órgãos monitoram a implantação ou a observância da matéria sugerida e aprovada pela assembléia. O monitoramento da administração implica custos, e os fundos de pensão, mais que acionistas minoritários individuais, têm condições de avaliá-los à luz dos benefícios que provavelmente serão auferidos com o monitoramento.

Como acionistas ativos, podemos dizer, em consonância com as teorias das *proxy fights*, do *free rider* e da assimetria de informações, que a ação dos fundos de pensão sobre a governança das companhias pode minimizar muitas das questões relacionadas com aquelas teorias. Vale dizer, os acionistas minoritários são passivos em razão, principalmente, de sua incapacidade para influir nas decisões das assembléias de acionistas (problemas das *proxy-fights*), por não terem condições de assumir custos de monitoramento com os

quais arcaíam sozinhos, sendo que os benefícios se estenderiam a todos os demais acionistas (problema do *free rider*) ou por não deterem informações na mesma quantidade e qualidade que as detidas pelos administradores, ou não terem capacidade para captar as informações gerenciais e estratégicas da companhia (problema da assimetria de informações).

Partindo do princípio de que os fundos de pensão reúnem as condições para serem acionistas ativos, podemos dizer que eles podem minimizar os conflitos de *agency* e reduzir os problemas do *free rider* e da assimetria de informações.

Sobre a passividade dos acionistas, citamos Burkart, Gromb e Panunzi (1997), os quais, desafiando a noção de que a redução do arbítrio da administração pela participação dos acionistas externos é puramente benéfica, admitem que a propriedade dispersa e o resultado do arbítrio administrativo vêm com custos, mas também com benefícios. Isso porque uma estrutura de propriedade dispersa assegura ao administrador que os acionistas interferirão pouco, induzindo-o a mostrar iniciativa; por outro lado, uma estrutura de propriedade concentrada leva a altos níveis de monitoramento e controle, mas torna a administração menos ativa. Sempre que um rígido controle por parte dos acionistas é eficiente *ex post*, ele constitui *ex ante* uma ameaça de expropriação que reduz a iniciativa do administrador para realizar investimentos que contribuam para o valor da firma. Isso porque os administradores são menos inclinados a mostrar iniciativas na busca de projetos de investimento quando os acionistas costumam interferir. Assim, à medida que a iniciativa do administrador contribuir para o valor da firma, haverá um *trade-off* entre os ganhos decorrentes do monitoramento e aqueles decorrentes da iniciativa do administrador.

2.10.3 Os custos do agenciamento

A supremacia dos administradores e a atitude passiva dos proprietários ampliou os incentivos para que os administradores passassem a sobrepor os seus interesses particulares aos da firma e, conseqüentemente, dos acionistas/proprietários. Conflitos de interesses ficam configurados nesse

relacionamento e geram custos, denominados custos de agenciamento ou *agency costs*, que são incorridos tanto pelo principal como pelo agente.

Os custos de agenciamento surgem à medida que as decisões do agente (o administrador) podem beneficiar ou prejudicar o principal (o acionista ou proprietário). Se o principal monitora as decisões do agente, ele pode cobrar decisões que signifiquem aumento de valor para sua propriedade. Se o principal não monitora o agente, este fica livre para decidir e, com certeza, tenderá a sobrepor seus interesses particulares sobre os interesses de quem ele representa, levando à expropriação do valor do principal pelo agente.

Vários estudos e pesquisas foram realizados tendo como marco básico a obra de Berle e Means (1987), abordando as relações e conflitos entre propriedade e gestão em diferentes situações em que a propriedade das corporações é distribuída, ou seja, levando em consideração a natureza dos proprietários. Outra variante desses estudos parte para considerações em torno da natureza das firmas, com o seu marco histórico na obra de Coase (1937). Essa vertente se preocupa com a natureza dos proprietários e as configurações dos relacionamentos e barganhas entre administradores no ambiente interno da firma. A obra de Coase é muito citada pelos estudiosos das questões que envolvem a governança corporativa.

Outra abordagem muito importante, considerada, inclusive, como o ponto inicial para a moderna literatura sobre governança corporativa, é a perspectiva de Jensen e Meckling (1976, p.106), na qual definem as relações de agência

como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas o (os) principal (ais) contratam outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, que envolve delegação de alguma autoridade para tomada de decisão por parte do agente. Se ambas as partes da relação maximizam seus interesses, existem boas razões para se acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. O principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses estabelecendo incentivos apropriados para o agente ou incorrer em custos de monitoramento destinados a limitar um comportamento não desejado por parte do agente. Em algumas situações, ao agente será permitido gastar recursos (*bonding costs*) para garantir que ele não tomará certas atitudes que possam afetar o principal ou assegurar que o principal será compensado se ele tomar tais atitudes.

Jensen e Meckling (1976, p.106) acrescentam:

É geralmente impossível para o principal ou o agente, a custo zero, assegurar que o agente tomará ótimas decisões do ponto de vista do principal. Na maioria das relações de agência, o principal e o agente incorrem em monitoramento e *bonding costs* (não pecuniário mais do que pecuniário), e, em acréscimo, ocorrerá alguma divergência entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal. O dólar equivalente à redução de bem-estar experimentada pelo principal, devido a estas divergências, é também um custo de relações de agência denominado perda residual.

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma de: 1. despesas de monitoramento bancadas pelo principal; 2. gastos de recursos pelo agente (*bonding expenditures*), autorizados pelo principal, para garantir que ele não praticará determinadas ações em prejuízo do principal; 3. perdas residuais, decorrentes do fato de que sempre haverá alguma divergência entre as decisões do agente e aquelas que maximizariam o bem-estar do principal; assim, o dólar equivalente à redução do bem-estar experimentado pelo principal, por causa dessa divergência, é também um custo de agenciamento.

A conclusão básica da teoria da agência é que o valor da firma não pode ser maximizado porque os administradores contam com autonomia que lhes permite expropriar valor para eles mesmos. A existência e o tamanho dos custos de agenciamento dependem da natureza dos custos de monitoramento, do gosto dos administradores para benefícios não pecuniários e da oferta de potenciais administradores que sejam capazes de, por eles mesmos, financiar sua riqueza pessoal.

Os conflitos de agenciamento poderiam ser eliminados se administradores assinassem contratos que especificassem exatamente o que eles poderiam fazer em todos os países do mundo e como os lucros das companhias poderiam ser alocados. Contrapondo-se a isso, Shleifer e Vishny (1997) asseveram que o problema é que as contingências futuras, na sua maioria, são difíceis de descrever e prever e, como resultado, contratos perfeitos são tecnologicamente inviáveis.

Shleifer e Vishny (1997) estudaram a natureza dos conflitos de *agency* nas companhias e analisaram os efeitos de vários arranjos de governança

corporativa nesses conflitos; a maioria das evidências vem de análises do comportamento administrativo nas transações de controle corporativo.

O modelo da teoria da agência prediz que um maior percentual de participação acionária dos administradores diminui o conflito potencial de interesses entre administradores que buscam maximizar objetivos próprios e acionistas externos que buscam maximizar o valor das ações. Vishny e Shleifer (1997) citam pesquisas que comprovam que administradores com participações acionárias insignificantes ou sem participação acionária tendem a expropriar mais os proprietários, expondo a empresa a maiores riscos, na medida em que se preocupam mais com os resultados de curto prazo e tendem a aceitar e aprovar projetos de baixo retorno.

Assim, problemas de agenciamento têm sido contornados por meio da atribuição de participações acionárias aos administradores ou de vários mecanismos amplamente mencionados na literatura, alguns deles relacionados com incentivos ao administrador, denominados *executive compensation packages*, baseados na performance da empresa, que incluem salários-base, bônus e prêmios em ações e opções de compra de ações dentre outros.

O sistema de incentivos à administração ganhou aceitação no mundo corporativo, na crença de sua eficácia para minimizar os custos de agenciamento. Mais recentemente, esse sistema tem sido colocado em xeque, diante dos escândalos corporativos, ocorridos nos Estados Unidos e em outros países desenvolvidos, e que já resultaram em falências de empresas, além de abalar a confiança dos investidores no mercado. Krugman (2002), aponta que, diante das notícias do referidos escândalos corporativos, essas teorias de incentivos precisam ser revistas. Os escândalos revelam as ações criminosas de executivos de companhias abertas que, na ânsia de apresentar uma boa performance para suas empresas e com isso garantir suas altas remunerações e prestígio, levaram suas ações a uma valorização crescente nos pregões das Bolsas de Valores, por meio de manipulações de contas e informações corporativas, mancomunados com empresas de auditoria e outras instituições do mercado de ações, de forma a revelar uma performance empresarial fictícia.

Os fundos de pensão incorrem em perdas residuais decorrentes de uma provável baixa da performance empresarial decorrente dos custos de agenciamento incorridos pelo agente (administrador), perdas que comprometem o negócio do fundo de pensão ou a boa administração dos recursos a ele confiados. No sentido de minimizar essas perdas residuais, os fundos de pensão podem monitorar a administração e têm condições de fazê-lo. Esse monitoramento representa um custo para o principal, o qual será arcado por ele, sendo que os resultados beneficiarão a comunidade de acionistas (principais) - (o problema do *free rider*). Os fundos de pensão, como investidores racionais, estarão dispostos a incorrer nesses custos de agenciamento desde que o benefício por ele proporcionado resulte maior do que os custos.

2.10.4 A assimetria de informações

O problema da assimetria de informações deriva do fato de que os administradores ou *insiders* dispõem de informações privadas a respeito da firma que os investidores externos, *outsiders*, não conhecem bem. Assim, as informações que os administradores têm não apresentam simetria com as informações detidas pelos investidores externos, ou seja, existe uma assimetria de informações entre eles. Em decorrência da assimetria de informações, os investidores externos, para tomarem decisões sobre seus investimentos, utilizam as informações disponibilizadas pela empresa ao mercado e as interpretam, formando um juízo de valor de seu investimento que nem sempre coincide com a realidade. O ideal seria que essa assimetria fosse mínima, à medida que os investidores pudessem estar o tempo todo bem informados sobre a verdadeira situação da companhia, o que faria com que os preços de mercado refletissem com exatidão o seu verdadeiro valor.

A discussão da assimetria de informações nos remete à hipótese do mercado eficiente que admite que o preço de um ativo financeiro em determinado ponto no tempo reflete completamente todas as informações disponíveis que sejam relevantes para o valor do ativo. Germain (1997) aponta que o preço de uma

ação deveria ser igual ao seu valor intrínseco em todas as épocas, o qual é definido como o valor atual de todos os fluxos de caixa que os acionistas esperam receber, com a expectativa de que esses fluxos sejam formados com base em todas as informações disponíveis.

Essa hipótese do mercado eficiente foi consagrada por Michael Jensen que, em 1978, escreveu ser ela “o fato melhor estabelecido em toda a ciência social” (JENSEN, 1997, p.159). Atualmente, a eficiência do mercado voltou a ser alvo de muitas discussões. As informações chegam todos os dias ao mercado, os investidores se apressam em sintetizá-las e levar os preços para os níveis consistentes com as informações que ouviram. Contudo, conforme afirma Barberis (1997), os investidores nem sempre acertam, ou seja, eles nem sempre reagem adequadamente às notícias que recebem. E as evidências recentes têm sugerido que os investidores cometem erros sistemáticos ao processar as informações novas que podem ser exploradas lucrativamente por outras pessoas. Assim, os investidores podem reagir exageradamente ou sub-reagirem às informações, levando os preços dos ativos a se distanciarem de seu valor intrínseco.

Fama⁴ (1991), citado por Germain (1997), discute em que medida a hipótese do mercado eficiente é verdadeira, ou em que proporção todas as informações se refletem nos preços. Segundo ele, a resposta depende da natureza das informações, que podem ser de três tipos: primeiro, o das informações contidas nos preços passados, ou as alterações no preço, que precederam o preço atual de um ativo; segundo, todas as informações públicas, incluindo aquelas contidas nos preços passados, por exemplo, demonstrações financeiras da companhia, demonstrativos de variação de taxas de juros emitidos pelo Banco Central etc.; terceiro, todas as informações públicas e privadas, estas últimas as *insiders information*, com, por exemplo, informações sobre uma aquisição iminente de uma companhia por outra, o que ainda só é do conhecimento da administração da companhia.

⁴ FAMA, E. *Efficient Capital Markets II*, Journal of Finance, 1991.

Para Fama (1991), ainda em citações de Germain (1977), esses três tipos de informação definem as formas de eficiência do mercado, classificadas em forma fraca, ou seja, os preços atuais refletem as informações veiculadas pelos preços passados; a forma semiforte, ou seja, os preços atuais refletem todas as informações publicadas ou conhecidas; e a forma forte, quando os preços atuais refletem as informações públicas e privadas. As informações públicas são rapidamente refletidas nos preços, eliminando a possibilidade de ganhos com a posse delas; quanto às informações privadas, considerando que apenas alguns têm acesso, estes podem auferir ganhos até que o mercado perceba, ou seja, assim que alguém começa a negociar com base em informações privadas, os preços começam a refletir isso, e os demais participantes do mercado inferem, a partir das alterações nos preços, a presença de *insiders* e reagem adequadamente.

Considerando que existem conflitos de interesse entre administradores e acionistas externos, que levam aos problemas de *agency*, a assimetria de informações reflete-se no valor de mercado da companhia, fazendo com que determinadas decisões de administradores possam ter reflexos inesperados sobre o valor de mercado, em razão da interpretação que os investidores dão àquelas decisões. Por exemplo, a decisão de uma emissão de ações novas, tomada pela administração da companhia com o objetivo de melhorar a sua estrutura de capital em razão da assimetria de informações, pode levar os investidores a interpretar a decisão da companhia como um último recurso para obter capital, por estarem esgotadas as suas possibilidades de levantar recursos no mercado. Tal interpretação pode gerar uma queda significativa dos preços de mercado das ações, inviabilizando o processo de emissão planejado.

Grinblatt e Titman (1998) ressaltam que uma distinção deve ser feita entre as decisões da administração que criam valor e decisões que simplesmente sinalizam informações desfavoráveis e resultam em queda nos preços das ações. Segundo os autores, em muitos casos, decisões que criam valor sinalizam informação desfavorável e resultam em declínio nos preços das ações, e decisões que não criam valor sinalizam informação favorável e resultam em aumento nos preços das ações. Por exemplo, a decisão da

administração de não distribuir dividendos em determinado exercício, uma vez que os recursos serão utilizados em projetos de investimento com valor presente líquido positivo, ao ser anunciada, pode representar para os acionistas externos uma informação desfavorável a respeito da capacidade da firma em gerar caixa por intermédio de suas operações.

As companhias, por questões de segurança, buscam, de modo geral, resguardar-se com relação aos seus concorrentes, mantendo sigilo sobre determinadas informações ou mesmo resistindo em divulgá-las. A evidência dos problemas e distorções causados pela assimetria de informações tem motivado as instituições fiscalizadoras do mercado a criar mecanismos que obriguem a divulgação plena de informações de qualidade (*full disclosure*) necessárias para assegurar aos investidores condições para sua tomada de decisões.

Existem estudos, como os de Myers, S.C. e Majluf, N.S. (1984) e Dierkens, N. (1991), sobre o problema da assimetria de informações nos quais os autores buscam evidências sobre os reflexos de determinadas decisões dos administradores, os *insiders*, nos preços de mercado das ações da firma. Isso porque o mercado em que estão os *outsiders*, não detém informações completas sobre o que ocorre na empresa, ou sobre as verdadeiras intenções dos administradores ao tomarem suas decisões. Os *outsiders*, para tomarem suas decisões, ficam na dependência do volume de informações disponibilizado pelas firmas e desenvolvem percepções próprias, que podem ser simétricas ou assimétricas diante da realidade.

Muitas vezes, o administrador revela informações ao mercado esperando uma reação, e ocorre outra. Por exemplo, decisões que maximizam o preço corrente das ações da firma podem não ser as melhores para acionistas que têm interesse no longo prazo. Acionistas que planejam reter suas ações por longo prazo preferem administradores que maximizem o valor esperado das ações em uma data futura, quando esses acionistas planejam vendê-las. Contudo, acionistas que planejam vender suas ações em um futuro mais próximo preferem administradores que tomem iniciativas que melhorem o preço

corrente das ações da firma, independentemente de que isso afete o valor intrínseco ou de longo prazo. Então, há um conflito inerente entre os interesses de acionistas de longo e de curto prazos.

Myers e Majluf (1984) alegam que, uma vez que informações diretas em geral costumam ser imperfeitas ou incompletas, os investidores incorporam, então, evidências indiretas em suas avaliações. Por exemplo, aquisições de ações por um alto executivo de uma firma podem sinalizar que a administração está otimista a respeito do futuro da firma. Em muitos casos, um sinal indireto desse tipo pode proporcionar uma informação mais acreditada do que uma revelação direta, ou seja, conforme lembrado pelos autores, *atitudes falam mais que palavras*.

Dierkens (1991, p.181), pontua que:

os administradores normalmente levam vantagens em relação ao mercado na previsão de eventos específicos da firma, os quais criam uma assimetria de informações entre os administradores da firma e o mercado. O tamanho da assimetria de informações pode variar ao longo da vida da firma. Sua importância aumenta cada vez que a firma acessa os mercados de capitais e, então, os administradores podem ganhar substancialmente, às expensas do mercado, escondendo informações.

A assimetria de informações é considerada alta (baixa) pela autora quando os administradores detêm um montante relativamente grande (pequeno) de informações específicas da firma.

Ainda, nesse estudo, Dierkens (1991) estuda a importância da assimetria de informações para o comportamento da firma durante um processo de emissão de ações, mostrando evidências de que aumentos na assimetria de informações acentuam significativamente a queda no preço de mercado das ações quando do anúncio de uma emissão de ações. Ross (1977), Myers e Majluf (1984) e Miller e Rock (1985) introduziram vários modelos de assimetria de informações que predizem respostas dos preços de mercado a mudanças na estrutura de capital das firmas; outros modelos predizem que o anúncio de uma nova emissão de ações revela informação negativa a respeito da firma e criará, com todas as variáveis constantes, uma queda no valor de mercado da firma.

Sobre a assimetria de informações, Myers e Majluf (1984) mostraram que, se os investidores são menos bem informados sobre o valor dos ativos da companhia do que os *insiders*, isso pode levar a uma depreciação do valor das ações da empresa no mercado. Contudo, como afirmam Grinblatt e Titman (1998), muitas vezes os administradores não podem revelar informações para os acionistas da firma por uma série de razões, tais como:

- a informação pode ser valiosa para os competidores da firma;
- firmas correm o risco de serem processadas pelos investidores se eles fizerem previsões que, mais tarde, se tornem irrealizáveis;
- administradores podem preferir não revelar informações desfavoráveis;
- a informação pode ser difícil de quantificar ou substantivar.

Harris e Raviv (1991) apresentam algumas abordagens teóricas que explicam como a estrutura de capital da firma sinaliza, para os investidores, as informações dos *insiders*. Uma delas é a pesquisa de Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), por meio da qual constata-se que a escolha da estrutura de capital da firma sinaliza para os investidores externos a informação dos *insiders*.

Os fundos de pensão, assim como outros investidores institucionais do mercado, por serem acionistas tecnicamente bem preparados, por hipótese, têm melhores condições de analisar e, inclusive, prever determinadas decisões dos administradores ou *insiders*, por meio de acompanhamento constante e de análise criteriosa das informações disponibilizadas pela firma, além de possíveis contatos pessoais com administradores da firma, o que depende muito da extensão da posição acionária mantida pelo investidor e de seu maior ou menor envolvimento com os negócios da firma. Assim, é de se esperar que a assimetria de informações entre administradores e fundos de pensão é mais baixa do que entre administradores e investidores individuais.

Com este trabalho, buscam-se evidências do papel que a simples presença de fundos de pensão, como acionistas de uma companhia, pode desempenhar na questão da assimetria de informações, quando do evento de um anúncio de emissão de ações.

2.10.5 O problema do *free rider*

Quando se fala em ativismo dos acionistas, surgem discussões a respeito do problema do *free rider* ou do *caroneiro*, expressão que caracteriza a situação dos acionistas passivos que *pegam carona* com aqueles acionistas ativos que arcam com todos os custos do monitoramento, sendo que os benefícios são distribuídos para todos os demais acionistas, inclusive para os passivos, denominados *caroneiros*.

Latham (2002, p.2) observa que

os 100 acionistas de uma firma nos EUA têm um interesse comum em fiscalizar o CEO⁵ mas nenhum tem suficiente incentivo para fazê-lo por conta própria, uma vez que ele obtém somente 1% de qualquer benefício que a fiscalização traz, e essa fiscalização toma tempo e dinheiro. Os outros 99 acionistas seriam *free riders* em seus esforços. Assim, este trabalho de monitoramento tende a não ser feito.

O problema do *free rider* constitui um desincentivo ao ativismo dos acionistas, em especial daqueles que têm posições acionárias pouco significativas, uma vez que os custos do monitoramento, com os quais eles arcarão sozinhos, podem até mesmo ultrapassar os benefícios que auferirão com o monitoramento, os quais serão distribuídos a todos os acionistas, sem exceção. É evidente, então, que o monitoramento da governança corporativa só será interessante se os seus benefícios ultrapassarem os custos. Acionistas com grandes participações acionárias têm mais incentivo para monitorar as empresas, tendo em vista que o problema do *free rider* é minimizado, ou seja, os benefícios do monitoramento podem ultrapassar os seus custos.

Grinblatt e Titman (1998) mencionam o problema do *free rider* nas situações de conflito entre credores antigos da companhia (*seniors*) e os novos credores, levando a companhia a uma situação de subinvestimento ou *underinvestment*,

⁵ Chief Executive Officer - CEO

ou seja, uma situação em que a companhia passaria a descartar projetos bons por falta de recursos. Essa situação cria o problema do *free rider* uma vez que o interesse coletivo dos credores originais é proporcionar fundos adicionais para a firma, mas não é do interesse dos credores menores fazer o mesmo. Cada pequeno credor seria um *free rider* (caroneiro) da decisão dos outros credores para afiançar a firma.

O problema do *free rider* é mencionado também na literatura para explicar porque os acionistas não podem controlar os administradores. Como um grupo, os acionistas externos geralmente não podem forçar os administradores a maximizarem os preços das ações porque a propriedade do capital da companhia é muito difusa. Isso cria o problema denominado *free rider* na medida em que não é do interesse de qualquer acionista individual tomar atitudes que disciplinem um administrador que não maximiza valor, a não ser que seja do interesse de todos os acionistas, como um grupo, remover o referido administrador.

No caso dos investidores institucionais, o problema do *free rider* tem implicações interessantes e pode ser considerado de dois ângulos diferentes:

- se o investidor institucional detém pequena participação em determinada companhia, os custos do monitoramento podem ser muito elevados em relação aos benefícios que serão repartidos por todos os acionistas, o que representa um desestímulo ao seu ativismo;
- se, por hipótese, o investidor institucional detém uma participação significativa na empresa, e o monitoramento se revele interessante em termos de custo/benefício, outros investidores institucionais estarão adquirindo participação naquela companhia, agindo como *free riders*, à custa daqueles outros investidores ativos; isso tem implicações relevantes, dada a natureza da competitividade entre esses investidores institucionais.

Latham (2002, p. 6) aponta que os grandes acionistas são uma espécie de bênção para os pequenos acionistas e que

Eles podem assumir o custo do monitoramento da administração, para benefício de todos os acionistas. Eles podem pagar um prêmio por comprar todas aquelas ações. Mas eles podem extrair valor das companhias, em detrimento dos outros proprietários, seja por meio de *greennmail* (prática de recompra de ações, adotada pela administração de uma companhia, a um preço acima do preço de mercado, em troca de um acordo com o ofertante das ações para a não aquisição da companhia que se tornou alvo de uma tomada de controle), informação privilegiada ou via efeito de se juntar ao time da administração e se beneficiar de várias formas oriundas dos *non-arm's-length transactions with the firm* (transações não alinhadas com os interesses da firma).

2.11 Reações de acionistas e padrões de governança corporativa

A literatura aponta que, no final da década de 80 e início da de 90, as relações de propriedade e gestão começaram a mudar no mundo, crescendo muito significativamente o enfoque na governança das corporações. A grande autonomia conquistada pelos administradores, associada à passividade dos proprietários, gerando altos custos de agenciamento, levou a uma subversão nos objetivos da empresa. Em relação às medidas de desempenho empresarial, os altos executivos e seus incentivos estavam focados em mensurações de desempenho tradicionais tais como vendas ou crescimento de ganhos. Segundo Kaplan (2001), os altos executivos eram tão leais aos empregados e a outros *stakeholders* quanto aos acionistas, e essa lealdade levou à subutilização de recursos.

Considerando as diferentes estruturas de proteção legal aos proprietários minoritários, vigentes nos vários países e, conseqüentemente, as dificuldades que encontraram para monitorar e influenciar o comportamento dos administradores, a reação diante da baixa performance apresentada por muitas corporações veio do próprio mercado. Na década de 80, nos EUA, tomadas hostis de controle acionário ou *takeovers*, e de aquisições alavancadas, os *leverages buyouts*, sem precedentes, seguidas de atividades de reestruturações empresariais, representaram uma predominância do mercado de capitais sobre os executivos corporativos ou uma resposta do mercado às deficiências da governança corporativa. Em alguns casos, os *takeovers* e os *leverages buyouts* reverteram as tendências de diversificação irrefletida das empresas; em outros, os mercados de capitais ajudaram a eliminar a capacidade excedente; em outros, ainda, os mercados de capitais

disciplinaram os executivos que haviam ignorado os acionistas em benefício de outros *stakeholders*.

Conforme apontado por Kaplan (2001), essa reação do mercado, manifestada por meio das tomadas hostis de controle, os *leverages buyouts* e as decorrentes reestruturações de empresas, ocorridas na década de 80, trouxeram um saldo positivo para a governança corporativa, a saber:

1. o grande montante de dívida contraída em uma aquisição alavancada impunha uma disciplina forte à administração da companhia; com essa dívida, não era mais possível que os executivos tratassem o capital dos acionistas como isentos de custos; pelo contrário, o fracasso em gerar retornos suficientes sobre o capital empresarial, para pagar os juros do endividamento, significava inadimplência e possivelmente falência;
2. a aquisição alavancada concedia aos executivos uma participação substancial em ações da companhia adquirida, o que os incentivava a atuar como empreendedores na aquisição e a trabalhar duramente para pagar a dívida e aumentar o valor das ações;
3. os patrocinadores das aquisições alavancadas monitoravam e governavam de perto as companhias que alavancavam.

Sentindo-se ameaçados no seu *statu quo*, os administradores, para se defenderem das aquisições hostis, passaram a criticar a eficiência da legislação e da jurisprudência contra essas aquisições hostis ou alavancadas e a fazer pressão política aberta contra tais práticas do mercado. Vários mecanismos foram utilizados pelos executivos, no sentido de se defenderem dessas reações do mercado. Useem (1996) retrata os mecanismos de defesa mais comuns utilizados por esses executivos. São os seguintes:

- Pílulas envenenadas (*poison pills* ou *shareholder rights plans*) – Se o *board* não aprova uma oferta de compra do controle da firma e o ofertante, ainda assim, procura adquirir a firma, uma política de *poison pills* (pílulas

envenenadas) tipicamente dá aos acionistas (exceto ao adquirente) direitos de comprar ações da companhia ou adquiri-las a um preço com desconto, uma vez que o ofertante já acumulou certo número de ações, diluindo não só o valor das ações, como também o direito de voto.

- Classificação de administradores (*Classified Board*) – Uma companhia com um *classified board* usualmente divide o *board* em três classes; cada ano um terço dos administradores é eleito ou substituído. Esse expediente torna difícil mudar o controle do *board* por meio de votos por procuração, uma vez que se levariam normalmente dois anos para se conseguir a maioria de assentos no *board*;

- Paraquedas dourado ou *golden parachutes* – Acordos de indenização para executivos *seniors* proporcionando-lhes generosos benefícios, em dinheiro ou não, caso eles sejam despedidos ou se demitam após a mudança no controle da firma. Eles não são um mecanismo *antitakeover per se*, mas servem para desencorajar aquisições não desejadas pelo expediente de dar aos executivos suficiente conforto para que montem uma vigorosa resistência às iniciativas de *takeovers*;

- *Fair-price requirements* – Obrigam qualquer adquirente do controle a pagar a todos os acionistas o mais alto preço que ele tenha pago até aquele momento em aquisições de ações daquela empresa. O objetivo do *fair-price requirement* é impedir que os acionistas que venderam suas ações primeiro recebam um preço mais alto do que os demais acionistas. Ou seja, o ofertador deverá estender a todos os acionistas o mesmo preço de compra das ações;

- *Supermajority vote to approve merger* - Voto supermajoritário para aprovar fusões e aquisições, ou seja, cláusulas estatutárias que determinem que 75% ou mais dos acionistas da companhia devem aprovar uma fusão não amigável. Desde que blocos de ações de minoritários possam ser controlados por administradores, diretores e planos de opções dos empregados, apenas uma relativamente pequena minoria poderia aprovar uma aquisição indesejada;

- Eliminação do voto cumulativo ou voto múltiplo – Sob o voto múltiplo, acionistas, ao elegerem administradores, podem reunir uma quantidade de votos equivalente ao número de ações que possuem multiplicado pelo número de membros componentes da administração da companhia. Acionistas dissidentes poderiam, então, concentrar seus votos em um único nome, no sentido de eleger um diretor simpático aos interesses dos acionistas e hostil a uma aquisição indesejada.

Segundo Useem (1993), no final da década de 80, a onda de aquisições alavancadas terminou nos EUA, e as empresas passaram a atuar num patamar mais ativo, ainda ladeadas pelos administradores, os quais, na maioria dos casos, passaram a ser altamente pressionados por mudanças e desafios. Incentivos foram desenvolvidos para mudar a postura da administração, no sentido de reduzir os pesados custos de agenciamento, decorrentes do descaso pelos interesses dos proprietários. Os comitês de remuneração das empresas e os consultores empresariais passaram cada vez mais a aplicar incentivos aos executivos na forma de ações, uso de opções de compra de ações, concessão de ações restritas e outras formas de remuneração com base em títulos de renda variável, no sentido de aumentar a performance da administração.

Esses fatos históricos, nos dizeres de Useem (1993) foram ao longo do tempo formatando um novo modelo de governança corporativa, em que os administradores, pressionados por exigências de performances em suas corporações e diante de ameaças no sentido de perderem seu *statu quo*, passam a arquitetar uma convivência mais harmoniosa, mais alinhada com os interesses dos proprietários e outras partes relacionadas com a atividade empresarial, os *stakeholders*. Essa mudança tem como um de seus importantes agentes uma nova força representada pelos proprietários institucionais, dentre eles os fundos de pensão.

Vêem-se então, mudanças significativas nos modelos de governança corporativa, ocorridas nas últimas décadas do século XX, quando o mercado era o grande balizador da eficiência e eficácia da governança das empresas.

Empresas mal governadas passavam a ser alvos de tomadas de controle, após as quais, seguia-se um período de reestruturação ou mudanças significativas na governança dessas empresa-alvo. Diz a literatura sobre o mercado de controle corporativo que, até a década de 90, o mercado era o grande monitorador das empresas, e empresas com baixa performance eram alvos fáceis dos chamados *piratas corporativos*.

Na década de 90, os administradores passaram a receber fortes incentivos para manter padrões de performance empresarial elevados, ligando esses padrões à remuneração desses executivos. Ao mesmo tempo, a crescente presença de proprietários institucionais, com ênfase nos fundos de pensão, veio trazer um novo componente à estrutura de governança das empresas, tendo em vista que eles vieram com motivações bem maiores para o monitoramento dessa governança empresarial, em defesa do patrimônio de seus principais, os beneficiários dos planos de aposentadoria e pensões.

Segundo Smith (1996, p. 227),

a ampliação da participação acionária dos investidores institucionais e o correspondente declínio do mercado por controle corporativo fizeram com que o foco de atenção se desviasse para o papel e a importância desses investidores institucionais como monitores da administração das corporações.

Atualmente, fatos novos vêm anuviar a governança corporativa: os escândalos ocorridos nos EUA geraram uma crise generalizada de confiança no mercado corporativo, e executivos manipularam informações e forjaram resultados irreais para aparentar boa performance das suas empresas, gerando um valor de mercado totalmente distorcido. Nessas manipulações, muitos executivos, em razão das informações assimétricas e da convivência com empresas de auditoria, continuam a expropriar valor dos proprietários.

O sentimento atual é de que a mão do governo precisará intervir para estancar as práticas não equitativas do mercado corporativo e punir exemplarmente os executivos envolvidos nas fraudes. Abre-se um espaço para a discussão de novos mecanismos de monitoramento da administração, buscando-se, agora, novos mecanismos legais que possam conter a ganância pelos lucros fáceis.

2.12 A governança corporativa no mundo moderno⁶

Governança corporativa é um assunto novo que tem despertado grande interesse no mundo e, mais recentemente, também no Brasil, representando um campo aberto para estudos e pesquisas. O crescimento significativo das empresas e a complexidade e a amplitude de suas relações têm levado a constatações que desafiam a lógica da relação propriedade/controle.

A teoria que trata das questões de governança corporativa despertou interesse nos anos 30, nos EUA, quando Berle e Means (1932) apresentaram questões relacionadas com o custo de agenciamento e, na mesma época, Coase (1937) mostrou também os princípios da economia dos custos de transações, destacando o papel exercido pelas instituições em relação ao desenvolvimento econômico. Após a obra de Berle e Means (1932), muitos autores têm abordado a governança corporativa e suas várias vertentes, as quais decorrem das diferenças de cultura e organização dos países no mundo.

A partir da década de 70, o assunto passou a ser explorado nos meios acadêmicos e financeiros e vem ganhando significativa importância no turbulento mundo das organizações modernas, sendo vários os conceitos apresentados pelos autores sobre governança corporativa, contemplando diferentes abordagens.

Turnbull (1997, p. 180) afirma que “a governança corporativa descreve todas as influências que afetam os processos institucionais, incluindo aquelas para indicação dos controladores e/ou reguladores, envolvidos na organização da produção e venda de bens e serviços”. Ressalta o autor que vários são os enfoques dados à governança corporativa, em razão do ponto de vista pelo qual esses autores vêem a firma, sendo que a maioria das pesquisas teóricas e práticas sobre o tema tem focalizado, mais fortemente, países como a Inglaterra e os EUA.

⁶ Item fundamentado em: TURNBULL, Shan. Corporate governance: its scope concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 4, Oct. 1997, p. 184-193.

Hawley e Williams⁷, citados por Turnbull (1997), em trabalho de revisão da literatura sobre governança corporativa nos EUA, identificam quatro modelos de controle de governança corporativa, a saber:

1. o modelo simples de finanças, segundo o qual “o problema central da governança corporativa está em construir regras e incentivos (isto é, contratos implícitos e explícitos) para efetivamente alinhar o comportamento de administradores (agentes) com os desejos dos principais (proprietários)” (HAWLEY E WILLIAMS, 1996, p. 21);
2. o modelo do gerente (*stewardship*), segundo o qual, “administradores são bons gerentes das corporações e diligentemente trabalham para atingir altos níveis de lucros das companhias e retorno para os acionistas” (DONALDSON e DAVIS, 1994, p.151);
3. o modelo do *stakeholder*, proposto por Blair (1995), sugere que a meta dos diretores e administradores seja a maximização da criação de riqueza total pela firma e a chave para se alcançar, isto é, escutar e dar poder a quem tem uma participação ou controle críticos na firma, especialmente seus insumos (especificamente capital humano) e alinhar os interesses desses *stakeholders* críticos com o interesse dos acionistas passivos. A respeito disso, Porter⁸, também citado por Turnbull (1997), recomenda às corporações dos EUA que preservem os proprietários permanentes ou de longo prazo, concedam-lhes voz ativa na governança (isto é, relacionamento com investidores) e nomeiem proprietários importantes, clientes, fornecedores, empregados e representantes da comunidade para o *board* de diretores;

⁷ HAWLEY, J.P. E WILLIAMS, A.T.. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Working paper, Saint Mary's College of California, School of Economics and Business Administration, 1996.

⁸ PORTER, M. E.. *Capital choices: changing the way America invests in industry*, A research report presented to the council on competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School, Boston, 1992.

4. o modelo político “reconhece que a alocação do poder sobre a companhia, privilégios e lucros entre proprietários, administradores e outros *stakeholders* é determinada pelo modo como os governantes favorecem seus vários constituintes”;
5. outros modelos citados por Turnbull são baseados: a) na cultura organizacional, em que, segundo Hollingsworth, Schmitter e Streeck (1994), as transações (corporativas) são conduzidas na base da crença e confiança mútuas, sustentáveis por meio de relações informais estáveis, preferenciais e obrigações mútuas. Elas podem ser colocadas juntas ou pelo valor de consenso ou dependência de recursos, isto é, por intermédio de *cultura* e *comunidade* ou de unidades dominantes impondo dependência às outras; essa abordagem tem elementos que a inserem no modelo de *stewardship*; b) no poder, ou seja, na habilidade de indivíduos ou grupos para empreender ações, que é o conceito mais importante, ponto de vista que tem relação com a teoria da dependência de recursos, desenvolvida por Pfeffer (1972), Pfeffer e Leong (1977) e Pfeffer e Salacik (1978). Sempre que acionistas, diretores, administradores ou quaisquer outros *stakeholder* têm conhecimento e desejo de agir, isso só será viável caso eles também detenham o poder para agir, sendo que o poder dos acionistas para agir é parte do modelo político de governança corporativa; e c) na análise cibernética, que está associada às informações e arquitetura do controle nas instituições sociais. Segundo essa abordagem, para desempenhar tarefas que excedam a capacidade de um computador, dois ou mais computadores podem ser conectados juntos, da mesma forma que humanos resolvem muitas tarefas demandadas pelo trabalho em equipe, grupos, alianças e redes. As considerações cibernéticas não podem ser ignoradas no entendimento ou desenho de equipes, divisões, na necessidade de um ou mais *boards* e suas estruturas, ou na arquitetura de alianças externas com *stakeholders*. O conceito cibernético de *feedback* é uma condição precedente à *self-regulation* ou *self-governance*.

Shleifer e Vishny (1996), em pesquisa semelhante à de Hawley e Williams (1996), não se restringiram às firmas dos EUA. Contudo, seu escopo se limitou ao modelo ou abordagem financeira, consistentemente com a definição e o enfoque que tais autores atribuem à governança corporativa, ou seja, o enfoque financeiro. Segundo eles, governança corporativa é definida como a maneira pela qual os ofertadores de fundos para as corporações asseguram a eles mesmos o retorno sobre seus investimentos. Sua perspectiva de governança corporativa está estreitamente associada à da teoria do agenciamento, no sentido de que eles procuram conhecer como os investidores fazem com que os administradores devolvam o seu dinheiro.

Governança corporativa, segundo o glossário da Wharton School et al. (1997), pode ser definida como o conjunto de regras e procedimentos para garantir que uma companhia seja administrada adequadamente, que os diretores certos sejam nomeados com suas regras definidas e que os diretores se comportem apropriadamente, segundo a lei e a melhor prática. O modo como as companhias são conduzidas varia amplamente entre os países e não existe um modelo universal simples que possa ser seguido.

Segundo Siffert Filho (1998, p.124),

governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

Citando Thomsen e Pedersen⁹, Siffert Filho (1998) afirma que a estrutura de propriedade de uma firma é um dos principais determinantes da governança corporativa e, de acordo com Williamson (1996), são seis as razões para isto:

1. a concentração de propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, isto é, farão valer sua voz, em vez de possuírem estratégias de saída;

⁹ THOMSEN, S. e PEDERSEN, T. *European models of corporate governance*. Denmark: institute of international economics and management. Copenhagen Business School, 1995 (Working Paper, p.4)

2. o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos com que contam para maximizar o valor para os acionistas, em vez de desenvolverem seus próprios objetivos;
3. a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades; como exemplo, citemos as empresas estatais, que seguem, em boa medida, diretrizes políticas;
4. segundo a teoria de finanças, os acionistas/proprietários que têm portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;
5. a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações;
6. as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

Segundo a Enciclopédia de Governança Corporativa, disponível em (<http://www.encycogov.com/whatIsCorpgocv.asp>), o tema tem diferentes definições que refletem basicamente o especial interesse que diferentes pessoas têm em relação a ele. Transcrevemos abaixo a tradução das definições apresentadas:

1. “governança corporativa é um campo da economia que investiga como assegurar/motivar a administração eficiente de corporações através do uso de mecanismos de incentivos, tais como contratos, desenhos organizacionais e legislação. Isto é freqüentemente limitado por questões de melhoria de performance financeira, por exemplo, como os proprietários da companhia podem assegurar/motivar os

administradores no sentido de que os mesmos obtenham uma taxa de retorno competitiva” (MATHIESEN, 2002);

2. “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais fornecedores de recursos para as companhias assegurem a si mesmos a obtenção do retorno para seus investimentos” (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p.737)
3. “governança corporativa é o sistema através do qual os negócios corporativos são dirigidos e controlados. A estrutura de governança corporativa especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre diferentes participantes das companhias, tais como conselhos de administração (*boards*), administradores, acionistas e outros *stakeholders*, e detalha as regras e procedimentos para a tomada de decisões nos negócios corporativos. Ao realizar isto, ela também propicia a estrutura através da qual os objetivos da companhia são colocados e os meios de atingir estes objetivos e monitorar a performance” (OCDE, 1999);
4. “governança corporativa pode ser definida como as relações de uma companhia com seus acionistas ou, mais amplamente, suas relações com a sociedade. (FINANCIAL TIMES, 1997);
5. “governança corporativa diz respeito à promoção da integridade, transparência e prestação de contas que se faz da companhia”. (WORLD BANK, 1999);
6. “alguns comentaristas têm uma visão estreita do termo e dizem que ela (governança corporativa) é um termo extravagante para definir a maneira através da qual diretores e auditores manipulam suas responsabilidades perante os acionistas. Outros usam a expressão com se ela fosse sinônimo de democracia dos acionistas. Governança corporativa é um tópico recentemente concebido, ainda mal definido e, conseqüentemente, nebuloso em seus entornos [...] governança corporativa como um assunto, ou um objetivo, ou um regime a ser

seguido para o benefício de acionistas, empregados, clientes, banqueiros e, na verdade, para a reputação e posicionamento de nossa nação e de sua economia”. (MAW ET al., 1994, p.1).

Uma vez que nosso objeto de estudo se refere ao ativismo dos fundos de pensão na governança corporativa, estamos considerando-a inserida no modelo simples de finanças de Hawley e Williams¹⁰, citado por Turnbull (1997) e enfocado por Shleiffer e Vishny (1997, p. 737), que assim a definem: “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais fornecedores de recursos para as companhias, asseguram a si mesmos a obtenção do retorno para seus investimentos.”

2.13 O poder dos investidores institucionais no processo de realinhamento entre administradores e proprietários

Conforme apontado por Useem (1993), o poder dos investidores institucionais nos EUA cresceu rapidamente no período pós-guerra. Dados revelam que o valor de mercado das ações de propriedade dos institucionais e negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange - NYSE) subiu de US\$ 31 bilhões, em 1955, para US\$ 440 bilhões, em 1980. As ações negociadas pelos investidores institucionais representavam 15% dos negócios com as melhores ações negociadas na NYSE; em 1980, esse valor subiu para 35%. De 1979 para 1980, a proporção de ações nas mãos dos institucionais subiu de 31 para 33% e, durante os seis anos subseqüentes, ela subiu outros 10 pontos percentuais. Muitas companhias achavam que a maioria de suas ações estivessem nas mãos de investidores institucionais e, no final da década de 80, por exemplo, os investidores institucionais detinham 52% das ações da General Electric, 59% da Johnson & Jonhson, 71% da Digital Equipment, 83% da Intel e 84% da Dyton Hudson

¹⁰ HAWLEY, J.P. E WILLIAMS, A.T.. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Working paper, Saint Mary's College of California, school of economic and business administration, 1996.

O resultado, conforme abordado por Useem (1993) foi a redescoberta dos direitos dos acionistas e a emergência de uma nova concepção do desenho organizacional. Segundo ele, as crescentes taxas de *turnover* na propriedade das companhias, *buyouts* de companhias públicas e concentração de propriedade dos investidores institucionais colocaram mais poder nas mãos dos proprietários e menos nas dos administradores. As empresas passaram a experimentar diversos tipos de pressões para se tornarem mais responsáveis pelos interesses e demandas dos acionistas.

É certo que as referidas tendências vêm se verificando em todo o mundo. Os investidores institucionais, dentre eles os fundos de pensão, têm sido apontados como agentes do realinhamento entre administradores e proprietários, em busca de melhores padrões de governança, principalmente no seu sentido financeiro. Nos Estados Unidos, os fundos de pensão, apesar de deterem percentuais pequenos de ações de cada companhia em suas carteiras de investimentos, por causa da estrutura de propriedade difusa ali vigente, exercem um monitoramento ativo sobre as companhias, utilizando mecanismos apropriados de monitoramento direto e indireto, agindo isoladamente ou por meio de entidades de classe que monitoram companhias com baixa performance ou não, encaminhando propostas de mudanças para apreciação dos *boards*.

Esse crescente ativismo dos investidores institucionais e, dentre eles, dos fundos de pensão, segundo Lessing (1998), deve-se parcialmente ao fato de se tornar muito difícil para as instituições, que se encontram inconformadas com a governança corporativa de uma companhia, simplesmente vender o investimento (*fazer o caminho de Wall Street*), em virtude do tamanho de suas participações acionárias, o que poderia não garantir um preço satisfatório. Além do mais, as ações poderiam estar, naquele momento, negociadas a um valor abaixo daquele de seus ativos, tornando a venda sem atrativos. Dessa forma, é grande a pressão para que as instituições se tornem envolvidas e façam alguma coisa quando ocorrem problemas com a governança corporativa das empresas em que investem.

2.14 O monitoramento da governança corporativa

Lessing (1998, p.377), em seu estudo sobre a cooperação entre investidores institucionais em consideração à governança corporativa, afirma que

diversos mecanismos compensatórios da separação entre propriedade e gestão são hoje reconhecidos, tais como as leis relacionadas com as obrigações fiduciárias, o mercado de controle corporativo, as disposições relativas ao *disclosure*, a proteção aos acionistas minoritários, as compensações ou incentivos aos executivos, os diretores independentes e, principalmente, a grande pressão dos grandes acionistas. Nenhum desses mecanismos assegura uma resposta completa, mas parece que o ativismo dos acionistas tem se tornado o mais importante mecanismo disciplinador nos EUA, nos últimos dez anos. Grandes fundos de pensão, como o CALPERS, têm pressionado os *boards* e administradores de firmas para que melhorem sua baixa performance, sob pena de perderem o voto dos acionistas.

O monitoramento constitui a atividade por meio da qual o principal, no caso o acionista ou proprietário, busca assegurar-se de que o agente (o administrador) estará agindo de acordo com os seus interesses.

O monitoramento do agente, ou do administrador é atividade que gera custos para o principal. No caso das companhias de capital difuso, a legislação, em muitos países, não ampara pequenos proprietários que queiram monitorar as atividades do administrador. A eficácia do monitoramento está ligada a altos custos, que normalmente teriam de ser arcados por um grande proprietário ou por um grupo deles. Quanto aos benefícios, recairiam indistintamente sobre todos os proprietários (o problema do *free-rider*). Esse problema constitui um incentivo ao não monitoramento das companhias pelos fundos de pensão, ou melhor, o monitoramento existiria desde que os seus benefícios ultrapassassem os seus custos. Assim, é natural que muitos fundos não queiram exercer o monitoramento e prefiram adotar estratégias de saída.

Na perspectiva de Berle e Means (1987), uma estrutura de propriedade dispersa assegura aos administradores que os acionistas vão interferir pouco, induzindo-os a mostrarem iniciativa. Ao contrário, uma estrutura de propriedade concentrada leva a altos níveis de monitoramento e controle, mas rende menos atividade por parte dos administradores. Assim, a estrutura de propriedade é um instrumento para resolver os *trade-offs* entre controle e iniciativa, porque determina incentivos aos acionistas para monitorar.

Investidores institucionais ou instituições administradoras de carteiras de títulos que detêm posições significativas no capital das companhias seriam capazes de exercer, com mais competência e propriedade, as atividades de monitoramento da administração, considerando sua capacidade técnica e conhecimento do mercado. Contudo, o monitoramento tem custos, e o acionista nem sempre detém as mesmas informações que o agente, ou seja, existe uma assimetria de informação entre eles.

Uma forma de diluir os custos do monitoramento seria pela união ou cooperação entre vários acionistas, que atuariam como um bloco de pressão sobre a administração das companhias. Sobre a cooperação entre investidores institucionais, Lessing (1998) admite que essa cooperação ainda não é significativa na Austrália porque é onerosa e sofre restrições legais à sua prática. Além disso, afirma que os investidores institucionais na Austrália têm se mostrado relutantes em seu envolvimento ativo na governança das companhias nas quais investem por várias razões, incluindo o problema do *free-rider*, as considerações políticas, os dispositivos legais relacionados com informações privilegiadas, o perigo de serem vistos como *shadow directors* e a natureza da competição entre as instituições.

Useem (1993) mostra como o contínuo crescimento do patrimônio dos fundos de pensão e a busca por investimentos mais rentáveis fizeram com que essas instituições iniciassem um processo de pressão sobre as administrações das companhias, criando instrumentos diretos e indiretos que as monitorassem, visando à sua melhor performance. Esses mecanismos foram sendo institucionalizados e acabaram por beneficiar as empresas, à medida que, aos poucos, foram introduzindo uma cultura de observância de princípios e regras de boa governança corporativa.

Sendo assim, o ativismo dos fundos de pensão é considerado uma força propulsora para as boas práticas de governança corporativa que vêm sendo buscadas no mundo inteiro, sendo visto como um mecanismo saudável para a boa performance das organizações em um ambiente globalizado e competitivo.

O nosso principal interesse com este trabalho é identificar se a presença dos fundos de pensão brasileiros no capital das companhias traz algum impacto na governança das mesmas, tendo em vista que eles podem minimizar os conflitos de *agency* e reduzir os problemas do *free rider* e da assimetria de informações. Para tanto, supomos que os fundos de pensão brasileiros são acionistas ativos, interessados em monitorar a administração visando o melhor retorno para seus investimentos.

Vários são os mecanismos existentes para a monitoração da governança de uma companhia, alguns mais e outros menos efetivos, classificados como instrumentos de monitoramento diretos, os mais efetivos, e indiretos. Ventura (1993) classifica os instrumentos de gestão de participação acionária permanente em: 1. informais, mais limitados, que englobam: demonstrações financeiras e relatórios de atividades da empresa, reuniões de analistas de mercado de capitais, divulgação de notícias e informações pela imprensa e reuniões com os executivos da empresa; 2. formais, os mais eficientes, ou seja, conselho fiscal e conselho de administração.

2.14.1 O monitoramento indireto

O monitoramento indireto, ou por meio de instrumentos informais, na classificação de Ventura (2001), é realizado por intermédio do acompanhamento sistemático das informações oferecidas pelas corporações ao mercado. A divulgação de um volume de informações sobre a companhia e seus administradores é determinada por normas emanadas dos órgãos de fiscalização e controle do mercado, tais como a Security Exchange Commission - SEC -, nos EUA, e a CVM, no Brasil. Além desse volume, a revelação de informações adicionais fica a critério da administração da companhia, que analisa a sua conveniência e riscos diante dos concorrentes. A quantidade e a qualidade das informações reveladas, além das informações obrigatórias, é uma decisão estratégica da administração da companhia, que pode ou não lhe agregar valor.

A questão das informações reveladas pelas companhias, tanto as obrigatórias como as facultativas, têm gerado polêmicas no mundo corporativo, principalmente nos EUA. A imprensa atual, escrita e falada, está repleta de *cases* envolvendo grandes empresas e seus administradores, como a ENRON, XEROX, TYCO e WORLDCOM que, mancomunadas com as empresas de auditoria externa e analistas de mercado, manipularam as informações das demonstrações financeiras, omitindo ou falseando dados com o objetivo de apresentar resultados sobre o desempenho das empresas. Coniventes com os administradores, estão as empresas especializadas e certificadas como auditores independentes, bem como os analistas de investimento que não deram o tratamento correto e ético à informação corporativa.

Até então, a preocupação dos agentes do mercado era com a quantidade de informações, até que os órgãos reguladores forçaram uma política mínima de *disclosure* de companhias abertas ou com ações nas mãos de acionistas externos. Posteriormente, a preocupação passou a ser com a qualidade das informações, buscando um tratamento adequado aos relatórios da administração, no sentido de que espelhassem, o mais fielmente possível, a realidade econômico-financeira da empresa. Mais uma vez, a autoridade pública interferiu obrigando a certificação das informações por intermédio de firmas de auditoria externa independentes, capazes de avaliar, com isenção, as contas corporativas.

Diante dos escândalos ligados à simulação de fatos e sua contabilização, para darem origem a resultados contábeis não verdadeiros, algumas grandes empresas, principalmente dos EUA, e também já em outros países, vêm provocando uma crise de confiança nos investidores que, desafortunadamente, sofreram perdas em seus patrimônios, algumas, talvez, irreparáveis. A crise põe em xeque, além de importantes questões éticas, a fragilidade dos mecanismos indiretos de monitoramento da governança corporativa adotados no mundo. O papel dos auditores independentes, tidos como guardiões da qualidade das informações contábeis divulgadas pelas companhias abertas, está seriamente ameaçado. Isso porque ficou evidente o risco de *rupturas éticas* por parte das empresas de auditoria, conforme definiu Irineu de Mula,

vice-presidente do Conselho Federal de Contabilidade, na Gazeta Mercantil (01.07.2002, p. A-14). Segundo ele, os escândalos nos EUA

representam o resultado da cultura de auto-regulação dos mercados mais desenvolvidos. Como não haveria gente suficiente para investigar tudo “tintim por tintim”, as próprias auditorias ficaram encarregadas de fiscalizar. Os órgãos de fiscalização entrariam só em casos mais graves, detectados pelos próprios auditores.

A sucessão de escândalos envolvendo questões éticas vem merecendo uma reflexão por parte dos órgãos de regulação do mercado a respeito da aplicação de princípios contábeis, normas e padrões de auditoria, eficiência da fiscalização dos órgãos de cúpula do mercado e outras questões ligadas ao *enforcement*. Questiona-se, inclusive, a regulação do controle corporativo, deixada muito ao sabor do mercado. Sobre o assunto, é muito interessante a manifestação de Krugman (2002, p.B9), em que apresenta, como diz ele, um pano de fundo para a onda de escândalos no mundo dos negócios americanos:

Permitam-me ser claro. [...] Não estou falando de moralidade, mas, sim, de teoria da administração. Como pessoas, os líderes empresariais não são hoje piores (ou melhores) do que sempre foram. O que mudou foram os incentivos. Agora, à medida que cada dia traz um novo escândalo de negócios, podemos ver o defeito fatal da teoria: um sistema que oferece recompensas suntuosas aos executivos pelo sucesso, faz com que esses executivos, os quais controlam boa parte da informação disponível para pessoas de fora da empresa, se sintam tentados a falsificar a aparência de um bom desempenho. Contabilidade agressiva, transações fictícias para inflar o faturamento, o que quer que seja necessário. É verdade que, com o tempo, não se pode escapar da realidade. Mas poucos anos de realizações ilusórias podem propiciar imensa riqueza a um executivo. Todos serão consolados em suas aposentadorias prematuras pelas contas de poupança na casa dos nove algarismos que acumularam.

Para encerrar, Krugman (2002, p.B9) diz que Washington parece determinada a validar o julgamento bastante apolítico da *Corporate Governance*, que afirma, sem hesitar, que “de qualquer forma, dado o poder dos *lobbies* corporativos, controle governamental muitas vezes equivale, na prática, a controle corporativo”.

Ricupero (2002, p. B2) fala sobre

a morte de um deus, não o mercado em si, mas o seu endeusamento além de toda medida, que perece, neste momento, sob os golpes acumulados dos escândalos, dos naufrágios e das loucuras que se sucedem em Wall Street: Enron, Anderson, Merrill Lynch, Global Crossing, Adelphi, Dynegy, Tyco, Imclone, Xerox, WorldCom, Qwest e Merck e

Squibb. É difícil imaginar que sobre, depois disso, alguma credibilidade à tese da capacidade de auto-regulação de um mercado que se mostrou inepto, quer para prevenir a ocorrência extraordinária de fraudes, imposturas e mistificações, quer para denunciá-las, uma vez ocorridas.

Segundo Ricupero (2002, p.B2), uma consulta à história mostra que isso não é a crise final do capitalismo nem mesmo uma crise sem precedentes. Ele mostra que

é sempre o Estado, o governo e a política que socorrem os mercados ameaçados por seus próprios excessos e lhes asseguram a sobrevivência ao dotá-los das leis e regulamentos exigidos pela evolução dos tempos. Não foi à toa que a Bolsa reagiu com ceticismo ao discurso do presidente George W. Bush, tentando restabelecer a confiança dos investidores. Parece que no seu discurso foram omitidas as três causas principais da proliferação de escândalos, ou seja: 1^a.) o fracasso dos conselhos de administração em proteger os acionistas; 2^a.) os excessos da desregulamentação, que facilitaram os conflitos de interesse, ao permitir, por exemplo, a confusão de funções de banco comercial e de investimentos ou auditoria e consultoria; 3^a.) o abuso das opções de compra *stock options*, criadas com o objetivo de fazer com que o interesse dos executivos coincidissem com o dos acionistas, mas que acabou por gerar incentivos quase irresistíveis para inflar fraudulentamente os lucros.

Esses escândalos corporativos mostram a vulnerabilidade do sistema de auto-regulação, que deixa aos próprios agentes do mercado a tarefa de regulá-lo. A história tem mostrado, nos EUA, que a intervenção da autoridade é uma realidade nos momentos de crises de confiança no mundo corporativo.

Os escândalos corporativos provocaram prejuízos significativos aos investidores, principalmente os institucionais, que, nos EUA detêm participações minoritárias em inúmeras empresas e que, quando muito, examinam as demonstrações financeiras das companhias uma vez a cada semestre. Criam também questionamentos sérios sobre a eficácia desses mecanismos indiretos de monitoramento das companhias. Novos mecanismos precisarão ser criados para minimizar o problema da assimetria de informações e, na sua esteira, os mecanismos para minimizar os custos de *agency*, até então supostamente contornados por meio dos sistemas de incentivos à administração, no sentido de que ela dê aos acionistas os retornos que eles desejam.

Em muitas circunstâncias, um único proprietário não tem participação suficiente para exercer um monitoramento mais efetivo. Contudo, entidades de classe ou mesmo empresas de consultoria ou prestadoras de serviços especializados em

assuntos de governança corporativa, como as *CMFs*, disponíveis em <http://www.corpmon.com/collectiveAction.htm> podem agir como representantes de interesses conjuntos, permitindo um monitoramento eficiente.

Nos mercados desenvolvidos, existem inúmeras entidades que congregam as instituições por classes de atividade e que buscam representar interesses do grupo fazendo *lobby* junto ao governo, a instituições públicas e particulares, ao mesmo tempo em que fazem um trabalho de *marketing*, no sentido de despertar a confiança do mercado ou de seus agentes. Nos EUA, podemos citar como exemplo o Institutional Shareholders Services – ISS –, o Council of Institutional Investors – CII –, disponível em <http://www.cii.org/corp_governance.htm>, as PAFs, o Investor Responsibility Research Center – IRRC – e o Global Corporate Fórum – GCF. No UK, o PIRC – Corporate Governance Service –, disponível em <<http://www.pirc.co.uk/cgserv.htm>> e outros. No Brasil, podemos citar órgãos como ABRASCA, ABAMEC, CNBV, ANIMEC, ANDIMA, ANBID, IBCG, etc, que já começam a se interessar por questões de governança corporativa, especialmente no que se refere à observância de suas melhores práticas. Os fundos de pensão no Brasil têm como sua associação de classe a ABRAPP.

As associações de companhias ou investidores nesses organismos lhes conferem certo *status*, tendo em vista que são obrigadas a se submeter a determinadas regras para se filiarem a eles, bem como para manter essa filiação. Além do mais, e o que é mais importante, essas entidades têm maior poder para reivindicações e envolvimento nas questões de interesse de seus associados. A filiação de um investidor ou empresa a um ou a alguns desses organismos lhes possibilita, também, por intermédio da associação, maior força nas reivindicações de interesse.

2.14.2 O monitoramento direto

O monitoramento direto requer uma participação mais incisiva do acionista nos órgãos de administração da companhia, que se envolvem diretamente no processo de formulação de estratégias ou de tomada de decisões corporativas.

Existem vários caminhos para essa participação, alguns mais difíceis, outros menos. As dificuldades variam em proporção direta ao tamanho da participação acionária do acionista interessado no monitoramento. Se a posição é significativa, isso pode garantir uma participação do acionista nos órgãos da administração, permitindo-lhe monitorar diretamente a companhia, minimizando-lhes os custos de *agency*, o problema do *free rider* e livrando-o dos custos inerentes à assimetria de informações.

A participação política dos acionistas, que não os controladores, nos órgãos de decisão da companhia depende muito do ordenamento legal societário prevalecente no país. No Brasil, por exemplo, as decisões são tomadas pela maioria de votos, garantindo-se, em algumas circunstâncias, o direito do voto separadamente de acionistas minoritários ou, mesmo, de acionistas preferenciais. A legislação contempla também o sistema do voto múltiplo para eleição de administradores, o que permite aos acionistas proprietários de um pequeno percentual de ações, mas determinado pela lei, ao solicitarem a instalação do processo de voto múltiplo, acumular seus votos em um único candidato, que será o seu representante no órgão de administração. Além do mais, os acionistas podem utilizar o sistema de procuração para aumentar o seu poder de voto nas decisões da assembléia de acionistas.

Os fundos de pensão no Brasil, por limitações legais, não detêm participação maior que 20% em uma mesma empresa, o que, na maioria das vezes, dada a alta concentração da propriedade no País, impede os acionistas não de participar e votar nas assembléias de acionistas, mas de ocupar cargos na administração, se a companhia tiver o seu capital pouco difuso.

Existem mecanismos de monitoramento direto, muito utilizados nos EUA, que são representados pelo encaminhamento de propostas por acionistas ou grupo de acionistas, por si ou por intermédio de instituições que prestam esses serviços, aos órgãos de administração, propondo ações operacionais ou políticas às companhias. Nesse país, os fundos de pensão têm utilizado esses expedientes, encaminhando suas propostas às companhias-alvo, cujas ações fazem parte de seu portfólio, diretamente ou por intermédio de órgãos de classe representativos dos interesses desses investidores. Essas propostas são encaminhadas e acompanhadas no sentido de apurar se foram aceitas de imediato, se foram levadas à apreciação da assembléia geral, se foram votadas e qual o percentual de votos favoráveis, se foram aprovadas e, finalmente, se foram efetivamente adotadas pela companhia. A adoção de determinadas propostas pela companhia denuncia a efetividade do monitoramento exercido pelo acionista ativo.

Em sua pesquisa sobre o papel dos investidores institucionais na governança corporativa na Austrália, Ramsay, Stapledon e Fong (2000) elencam as formas de envolvimento desses investidores na governança corporativa, por meio de:

1. exercício do direito de voto nas assembléias de acionistas;
2. delegação, pelos clientes, dos seus direitos de voto;
3. exercício do direito de voto ou de abstenção de votar, em determinadas circunstâncias;
4. consulta prévia ao cliente antes de votar, informando-o antecipadamente sobre os assuntos de importância colocados em pauta;
5. votação contra a administração (as recomendações da administração);
6. informação à administração ou ao *board*, com antecedência, sobre o voto contra, o que pode provocar entendimentos prévios entre eles;
7. estabelecimento do voto compulsório para os investidores institucionais, principalmente em assuntos que podem afetar o valor dos planos de investimentos (esse assunto, segundo os autores, é muito controvertido, tanto nos EUA como no UK);
8. voto confidencial, cuja instituição pode aliviar muito os conflitos de interesses, entre acionistas e administradores;

9. monitoramento das companhias objeto dos investimentos, sendo que alguns investidores institucionais têm sistemas formais para identificar especificamente companhias com problemas de governança, por exemplo, reuniões diárias com os analistas para trocarem informações;
10. comunicações freqüentes com as companhias para discussão das condições econômico-financeiras, planejamento estratégico e assuntos administrativos.

Na mesma pesquisa, Ramsay, Stapledon e Fong (2000), por meio de entrevistas com administradores de investidores institucionais, constataam os seguintes pontos:

- os investidores institucionais não classificam suas intervenções nas companhias como *intervenção* mas como um *diálogo saudável*;
- os assuntos nos quais os investidores institucionais têm interferido são variados, sendo citados pelos autores os conflitos potenciais de interesses no *board*, a respeito de transações da firma, propostas de pagamento de dividendos/reinvestimento, compras de empresas, reestruturação do *board*, esquemas de opções de ações para administradores, benefícios para diretores não executivos ou falta de clareza dos esquemas de benefícios para empregados, diretores, ou por questões de baixa performance financeira da companhia etc;
- os contatos com a companhia variam, sendo feitos com o CEO ou com diretores, individualmente ou em conjunto; do lado do investidor, normalmente os contatos são feitos pelo administrador ou, em determinadas circunstâncias, pelo analista responsável pela companhia;
- quando perguntados sobre as razões da intervenção, ao invés de estratégias de saída o *caminho de Wall Street*, alguns investidores citaram o problema da dificuldade da venda de uma vez, a preços razoáveis, de grandes quantidades de ações (quando a participação é significativa), outras vezes, as ações estão sendo negociadas a preços abaixo do valor de seus ativos tangíveis,

inviabilizando a venda; outros responderam que as intervenções, em outras ocasiões, têm resultado em melhoria nos preços das ações no mercado, sinalizando que é melhor para a companhia *conversar* que *vender*. Em geral, os investidores institucionais passivos, ou seja, que investem em fundos indexados, não têm incentivos para intervir nas companhias, agindo como *free riders*, ou seja, não gastam recursos com intervenções e compram ações de companhias que estão sendo alvo de compra por seus competidores ativos;

- a respeito de barreiras encontradas pelos investidores institucionais ativos, são mencionadas as barreiras legais, em geral as que impõem limites aos percentuais de participação nas companhias e instituição de voto coletivo ou discutido previamente entre os investidores institucionais. Outra barreira diz respeito à possibilidade de os investidores institucionais se envolverem com *insider information*, por causa dos problemas que elas podem gerar, fato que pode se constituir em um desincentivo ao monitoramento. Outra barreira se refere ao fato de que o monitoramento pode gerar a figura do *shadow.director* ou daquela pessoa que não é formalmente um diretor da companhia, mas que influencia nas decisões dos diretores;

- outras barreiras seriam: a) restrição do poder de voto dos investidores institucionais sem que seja obtido previamente um consenso entre todos os proprietários dos ativos que administram, quando, por exemplo, da eleição de administradores; b) período mínimo que deve ser obedecido entre a data da convocação e a realização da assembléia geral; c) período máximo para a entrega à companhia das procurações para voto nas assembléias gerais;

- como barreiras econômicas são citadas: os custos do monitoramento e o problema do *free-rider*, bem como os potenciais conflitos de interesse entre os investidores e as companhias das quais têm ações (por exemplo, um investidor institucional que detém ações de um banco e, ao mesmo tempo, usa os serviços daquele banco);

- como barreiras práticas são citadas: a) a possibilidade de os administradores da companhia não revelarem todas as informações que teriam impactado a

decisão de intervenção na companhia; b) dificuldades de os investidores se reunirem para discutir sobre as companhias das quais têm ações; c) requisitos para consultar os clientes (dos investidores institucionais), para efeito de representá-los perante as companhias.

2.15 Pesquisas sobre ativismo de investidores institucionais e performance empresarial

Muitos autores têm buscado respostas a questões que indicam se o ativismo de acionistas é um mecanismo efetivo de monitoramento e se essa efetividade é limitada por constrangimentos oriundos do comportamento institucional. Para tanto, tem-se realizado análises empíricas de firmas submetidas ao ativismo de acionistas, na tentativa de encontrar respostas para tais questões. Com esse propósito, Smith (1996), analisando 51 firmas componentes da carteira de investimentos do *California Public Employees' Retirements System* – CALPERS –, examina as características das firmas cujos acionistas induzem ao ativismo e estuda os seus efeitos na estrutura de governança, na riqueza dos acionistas e na performance operacional das firmas-alvo, no período de 1987 a 1993. Como resultado, verificou que o tamanho da firma e o nível de proprietários institucionais são variáveis diretamente relacionadas com a probabilidade de serem alvos do ativismo de acionistas. Os resultados evidenciam também que 72% das firmas-alvo do ativismo de acionistas, no período posterior a 1988, adotaram propostas de mudanças ou fizeram mudanças resultantes de acordos com o CALPERS. A riqueza dos acionistas aumenta para as firmas que adotam ou concordam com as propostas de mudanças e diminui para as firmas que resistem a elas. Contudo, o autor não encontrou alterações significativas na performance operacional das firmas-alvo. As evidências indicaram que o ativismo dos acionistas é amplamente bem-sucedido na mudança da estrutura de governança e, quando assim acontece, resulta em um aumento estatisticamente significativo na riqueza dos acionistas. Contudo, se a origem do aumento da riqueza é a melhoria da performance, isso não é estatisticamente significativo. Em suma, o ativismo parece ser benéfico para o CALPERS, considerando que o aumento de valor das ações objeto de seu ativismo é de quase US\$ 19 milhões, para o período de 1987 a

1993, enquanto os custos estimados do ativismo, no mesmo período, foram de aproximadamente US\$ 3,5 milhões.

Wahal (1996) estudou a eficácia do ativismo dos fundos de pensão examinando todas as firmas-alvo de ativismo pelos nove maiores fundos dos EUA, no período de 1987 a 1993. Ela constatou um movimento de propostas relacionadas com os *takeovers*, no final de 1980, para propostas referentes à governança, em 1990. Para a maioria das firmas, não ocorreram retornos anormais durante o tempo-alvo do ativismo. Contudo, o subconjunto de firmas não submetidas ao ativismo, experimentou expressivo efeito positivo na riqueza. Não há evidências significativas de que os esforços de ativismo institucional para promover mudanças organizacionais por meio de negociações com altos executivos estejam associados com ganhos nos preços das ações das firmas-alvo ou não se constatam evidências quanto a melhorias a longo prazo, tanto em relação a preço das ações quanto a medidas contábeis de performance no período pós-ativismo. Conjuntamente, os resultados colocam dúvidas quanto à efetividade do ativismo dos fundos de pensão como um substitutivo para um ativo mercado de controle corporativo.

Karpoff, Malatesta e Walking (1996) constatarem que as firmas que atraem propostas de governança têm baixa performance, medida pela taxa de valor de mercado/valor nominal, retorno operacional e crescimento de vendas. Existem poucas evidências de que os retornos operacionais melhoram depois das propostas, e essas também têm efeitos insignificantes sobre o valor das ações da companhia e sobre o *turnover* de administradores. Propostas que recebem votos da maioria dos acionistas tipicamente não levam a aumentos nos preços das ações ou a mudanças perceptíveis nas políticas da firma, ou seja, as propostas são direcionadas para firmas com baixa performance. Poucas evidências foram encontradas quanto ao fato de que as propostas de acionistas engendram mudanças nas políticas da firma. Propostas apoiadas por institucionais têm efeitos insignificantes sobre os preços das ações. A maioria das evidências indica que as propostas têm pouco efeito na performance operacional.

Strickland, Wiles e Zenner¹¹, citados por Karpoff et al. (1996), relatam que firmas que foram pressionadas por intermédio da United Shareholders Association e que negociaram acordos com o grupo também experimentaram retornos médios positivos sobre as ações.

Um princípio central do ativismo, citado por Karpoff (1996), considera que as propostas melhoram os conflitos de *agency* entre acionistas e administradores e pressionam os administradores a adotarem políticas de aumento de valor. Ryan¹², Gordon¹³ e Pozen¹⁴, também citados por Karpoff, por exemplo, argumentam que propostas de acionistas podem encorajar os administradores a fazerem mudanças específicas de melhoria de valor. Black (1992) e Pound (1992) argumentam que as iniciativas de acionistas, provavelmente incluindo propostas de governança corporativa, oferecem uma forma de influenciar as políticas da companhia com menor rancor e poucos custos do que os que estão associados com tomadas de controle hostis e contestações de decisões por meio de procuração. Assim, é evidente que algumas formas de ativismo de acionistas estão associadas ao aumento do valor da firma.

Black¹⁵, citado por Ramsey, Stapledon e Fong (2000, p.5) aponta que quase todos os estudos focalizam o ativismo visível. Contudo, o ativismo invisível também ocorre nos EUA, mas definir o seu impacto é muito difícil. É inteiramente plausível que o ativismo invisível seja mais efetivo que o visível. No UK, as instituições têm enfatizado que suas intervenções mais efetivas têm ocorrido fora do enfoque público.

¹¹ STRICKLAND, Deon, WILES, Kenneth W. e ZENNER, Marc. *A requiem for the USA: is small shareholder monitoring effective?* Journal of Financial Economics, 40, p.319-338, 1996.

¹² RYAN, Patrick J.. *Rule 14 a – 8, Institutional shareholder proposals, and corporate democracy*, Georgia Law Review, p.23, 97-184, 1988.

¹³ GORDON, Lilli. *New deal for shareholders*. The Wall Street Journal, Feb. 4, 1993.

¹⁴ POZEN, Robert C.. *Institutional investors: the reluctant activists*. Harvard Business Review, Jan. – Feb, p. 140-149, 1994.

¹⁵ BLACK, B.S.. *Shareholder activism and corporate governance in the United States*. In P. Newman (ed), The New Palgrave dictionary of economics and the law, v. 3, p. 459, Stockton Press, New York, 1998.

John e Klein¹⁶, citados por Karpoff (1996, p.369) argumentam que as propostas de acionistas podem levar os administradores a melhorarem as operações da firma, porque elas constituem uma forma de “... participação de acionistas que não são dominados pelos administradores”.

Outra visão mais pessimista considera que as propostas de acionistas são improváveis de causar mudanças organizacionais ou políticas significativas. Além do mais, as propostas teriam efeitos negligenciáveis sobre a performance e valor da firma. Essa visão é refletida nas observações de Jensen (1993) de que sistemas de controle interno, os quais incluem propostas de acionistas de companhias privadas, freqüentemente falham em fazer os administradores maximizarem valor.

Outros autores consideram que o ativismo de acionistas tende a estragar a administração da firma, degradar a performance e diminuir o valor da firma. Wohlstetter (1993) afirma que a maioria dos acionistas ativistas e administradores de fundos de pensão não têm nem ferramentas nem experiência para melhorar as decisões dos administradores. Ativistas tentam influenciar as decisões corporativas, além de tenderem a romper as operações da firma. Lipton e Rosenblum (1991) argumentam que, embora bem-intencionadas, iniciativas podem magoar administradores e prejudicar suas habilidades para administrar efetivamente.

Refletindo ainda outra visão, Romano (1993) e Saxton (1994) observam que investidores institucionais privados ultimamente têm sido submetidos a controle político, e algumas vezes apresentam objetivos outros que não a maximização de valor. É possível que as instituições privadas usem as propostas relacionadas com a governança corporativa para ganhar influência sobre as decisões das firmas-alvo e para induzir as firmas a perseguir motivações políticas, decrescendo o valor dos investimentos. Se tal visão é correta, propostas de governança corporativa esposadas especificamente por

¹⁶ JONH, Kose e KLEIN, April. *Shareholder proposals and corporate governance*, Working paper (New York University, New York, NY), 1995.

instituições privadas tenderão a diminuir o valor e a performance operacional das firmas.

Ramsay, Stapledon e Fong (2000) realizaram um trabalho ressaltando o papel dos investidores institucionais (fundos de investimentos administrados por bancos) na governança corporativa na Austrália, por meio de entrevistas com representantes de 12 desses investidores, analisando a visão deles com relação a um elenco de pontos-chave relacionados com assuntos de governança corporativa. Dentre esses pontos, podemos destacar suas atitudes quanto ao exercício de direitos de voto, formas de envolvimento em ativismos e barreiras encontradas nas tentativas de seu envolvimento na governança corporativa. O estudo constata que a participação dos investidores institucionais tem crescido significativamente, bem como a sua importância como *players* na governança corporativa. Contudo, há limites para os resultados esperados dessa participação, e as barreiras econômicas e práticas devem ser levadas em conta. Também, deve-se ter em mente que existem outras forças trabalhando na área da governança corporativa, inclusive o mercado de controle corporativo, monitorado por diretores independentes, não executivos, e esquemas de remuneração de executivos baseados em performance. Isto é, o ativismo dos investidores institucionais é um dos diversos mecanismos que operam para alinhar os interesses de administradores e acionistas.

O referido estudo revela que os investidores institucionais mantêm contatos rotineiros com as companhias das quais eles detêm ações. Esse contato é, na maioria das vezes, com o CEO e em nível de administradores *seniors*; alguns investidores institucionais acreditam que o diálogo com diretores independentes, não executivos, seria um recurso útil para o processo de governança corporativa. Revela também que, quando os investidores institucionais estão insatisfeitos com a performance da governança da companhia, eles têm três opções: vender as ações, intervir ou não fazer coisa alguma. Razões para intervir, mais do que vender, comumente giram em torno do preço das ações. Se a quantidade de ações que possuem é grande, torna-se difícil a venda de todas de uma vez a um preço razoável; se as ações da

companhia estão sendo negociadas a um preço abaixo do valor líquido de seus ativos tangíveis, a venda também não é recomendável. Finalmente, se o investidor institucional pensa que a intervenção levará a um aumento no preço das ações, ele decide intervir em lugar de vender.

Faccio e Lasfer (2000) analisam o papel do monitoramento dos fundos de pensão ocupacionais (fundos organizados e patrocinados por empregadores e esquemas de pensão individual oferecidos por instituições financeiras), a maior categoria de acionistas da Grã-Bretanha, tomando como hipótese o fato de que é esperado que esses fundos monitorem as companhias, das quais são acionistas por causa de seus objetivos, estrutura e, sobretudo, da posse de ações. Como resultado, eles observaram que o valor agregado por esses fundos é negligenciável, e o fato de eles serem acionistas das companhias não as leva a observar o código das melhores práticas ou a melhorar a sua performance, a despeito das estratégias de participação permanente desses acionistas. O resultado encontrado por eles deixa dúvidas com relação ao papel do monitoramento pelos fundos de pensão, os quais são considerados, em teoria, os principais promotores da governança corporativa na Grã-Bretanha. Além do mais, eles comprovam que, embora seja relativamente pobre a performance das companhias nas quais os fundos investem, os fundos não optam por uma estratégia de saída.

Faccio e Lasfer (2000) citam Del Guercio e Hawkins¹⁷, que mostram que o nível de monitoramento pelos fundos de pensão depende significativamente da forma como seus ativos são administrados. Os ativos dos fundos de pensão da Grã-Bretanha são administrados de três formas diferentes: auto-administrados, administrados externamente e segurados (os fundos são investidos em políticas de seguros ou administrados com envolvimento de seguradoras). Os autores, seguindo observações de vários pesquisadores, esperam que os grandes fundos de pensão que têm posição acionária grande em determinadas empresas sejam ativos no monitoramento. Também, fundos que administram internamente seus ativos têm mais incentivos para o monitoramento do que

¹⁷ DEL GUERCIO, D. and HAWKINS, J. *The motivation and impact of pension fund activism*. *Journal of Finance Economics* (forthcoming).

aqueles que entregam a administração para terceiros, uma vez que estes últimos não podem tirar proveito de seus esforços de ativismo.

Como conclusão dos resultados dos trabalhos que enfocam a eficácia do monitoramento dos investidores institucionais, dentre eles os fundos de pensão, sobre as companhias, podemos dizer que eles deixam dúvidas quanto a essa eficácia, principalmente quando se trata de melhoria de performance. A maioria constata que o ativismo dos investidores institucionais traz uma melhoria na governança das companhias mas, em geral, não revelam, como se espera, evidências significativas sobre a melhoria da performance empresarial. O estudo de Smith (1996) mostra uma relação positiva entre ativismo dos investidores institucionais e a riqueza dos acionistas, mas não fica claro se esse aumento de riqueza decorre de uma melhoria de performance empresarial.

CAPÍTULO 3

METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Método e técnica da pesquisa

Procuramos, nesta pesquisa, encontrar evidências de influências da presença de fundos de pensão na governança das companhias abertas, negociadas na BOVESPA. A moderna teoria das finanças revela que os fundos de pensão, em razão de sua condição de acionistas diferenciados dos demais, especialmente os minoritários, reúnem condições para exercer um monitoramento sobre a governança corporativa dessas companhias, em busca de melhor performance e, conseqüentemente, assegurar um retorno para seus investimentos. O exercício desse monitoramento leva os administradores a minimizarem a expropriação de valor dos proprietários, ou seja, minimizar os conflitos de *agency* e os problemas do *free rider*, bem como reduzir o nível de assimetria de informações entre a empresa e o mercado.

Realizamos uma pesquisa exploratória, utilizando dados secundários, ou seja, “dados já existentes, anteriormente colhidos por outro pesquisador ou por outra instituição; dados de segunda mão”, nos dizeres de Abramo (1979, p.37).

O método de pesquisa adotado foi o denominado por Gil (1991) método descritivo, ou seja, método que tem como objetivo primordial descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis. Por intermédio do método descritivo, procuramos relatar o impacto das variáveis explicativas - concentração do controle acionário, presença de investidores institucionais entre controladores da companhia e dos fundos de pensão também entre esses controladores - sobre as variações anormais nos preços de mercado de ações de companhias abertas - retornos anormais -, após o anúncio de emissões de ações novas no mercado – variável explicada -, identificando nessas relações uma possível influência da presença desses acionistas pressupostamente ativos na redução dos conflitos de *agency* e do problema do *free rider*, bem como na redução do nível de assimetria de informações.

A técnica de pesquisa utilizada foi a *ex post facto*, ou seja, foram analisados dados ocorridos no passado, estabelecendo-se relações entre eles e buscando

identificar padrões de comportamento, os quais, esperamos, possam se repetir no futuro. Segundo Gil (1991), a pesquisa *ex post facto* representa um experimento que se realiza depois dos fatos acontecidos, e quase todos os trabalhos destinados à investigação de determinantes econômicas e sociais do comportamento de grandes aglomerados sociais fundamentam-se numa lógica desse tipo.

3.2 O universo da pesquisa e as unidades de observação

A nossa intenção inicial neste trabalho era selecionar, dentre todas as companhias abertas, registradas na BOVESPA, aquelas que apresentassem fundos de pensão entre seus acionistas. Contudo, tais informações não se encontram disponíveis da forma como era esperada. Entidades como a própria BOVESPA, a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e a ABRAPP não dispõem desses dados ou, quando muito, são apresentados de forma incompleta. Enfim, para obter os dados de forma ideal, teríamos de consultar as relações de acionistas de cada uma dessas companhias e delas extrair a participação, grande ou pequena, dos diversos investidores institucionais e dos fundos de pensão. Para essa tarefa, muito exaustiva, teríamos que realizar contatos individuais com cada uma dessas companhias, na expectativa de merecer a sua receptividade.

Sendo assim, a opção foi utilizar os dados dos Informativos Anuais das Companhias Abertas – IANs -, relativos ao período de 1997 a 2001, ou seja, dados relativos a 31 de dezembro de cada ano, disponíveis para divulgação pública, inclusive na *Internet*. Os dados foram retirados do IAN, Grupo 3 – Distribuição do Capital Social, 2 – Posição Acionária – Ações ON, contemplando as posições acionárias dos acionistas com mais de 5% de ações com direito a voto. Essas informações foram capturadas do banco de dados da ECONOMÁTICA, na Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG, ou seja, dados relativos à participação dos três maiores acionistas da companhia, dos investidores institucionais e dos fundos de pensão.

É importante frisar que a participação dos investidores institucionais e dos fundos de pensão nas companhias, fora do conjunto de controladores, ou dos acionistas com posições superiores a 5% de ações ordinárias, não foram contempladas.

Complementando esses dados, foram utilizados também, e principalmente, os retornos anormais apurados quando de processos de emissão de ações novas de companhias abertas, registradas na BOVESPA, no período de 1996 a 2001, resultantes do tratamento estatístico de dados levado a cabo em Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002). Nestes estudos, os autores verificaram as conseqüências sobre os preços das ações da posse assimétrica de informações por parte dos investidores, em relação às companhias, quando do lançamento de ações novas, utilizando o método estatístico denominado estudo de eventos, que consiste basicamente na observação do comportamento de variáveis antes e após a ocorrência de determinado evento, para detectar possíveis influências deste naquelas.

Para efeito de utilização dos dados apurados por Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002), foi necessário considerar todas as companhias integrantes de suas amostras (59 companhias), ou seja, companhias abertas que fizeram emissões de ações novas (134 processos de emissões novas) no período de 1996 a 2001, e que efetivamente utilizaram o mercado de ações como fonte de recursos para sua capitalização no período. Sendo assim, os demais dados, referentes ao controle acionário e à presença dos investidores institucionais e dos fundos de pensão foram apurados também para a mesma base de dados usada pelos autores para apuração dos retornos anormais.

O ANEXO A apresenta as 59 companhias (1.^a coluna) e os respectivos 134 eventos (emissões de ações, aprovadas pelas respectivas assembléias gerais de acionistas), conforme as datas indicadas na 2.^a coluna, com os retornos anormais apurados por Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002) em suas pesquisas (última coluna). Para cada companhia, por meio da ECONOMÁTICA, apuramos o percentual de participação do maior acionista (Acion.1), dos dois (Acion.2) e dos três maiores (Acion.3), bem como a

participação dos fundos de pensão (% FP) dentre os acionistas detentores de 5% ou mais das ações ordinárias componentes do capital social.

As unidades de observação foram, portanto, as seguintes:

1. companhias abertas integrantes da base de dados de Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002), ou seja, companhias abertas que realizaram emissões de ações novas no período de 1996 a 2001;
2. percentuais de participação no capital votante (ações ON) de investidores institucionais e de fundos de pensão presentes entre os acionistas controladores das companhias referidas no item 1, de 1996 a 2001;
3. posições acionárias, em percentuais do total de ações com direito a voto, dos três maiores acionistas da companhia;
4. retornos anormais apurados quando do lançamento de ações novas no mercado pelas companhias, totalizando 134 observações, referentes aos processos de emissão verificados no período de 1996 a 2001.

Ressaltamos que os retornos anormais apurados pelos autores foram considerados neste trabalho como variáveis dependentes ou explicadas, sendo, as demais (participação percentual no capital votante do: maior acionista, dos dois maiores, dos três maiores e dos fundos de pensão), variáveis independentes ou explicativas. A ocorrência de retornos anormais positivos ou negativos diante do evento nos dá uma medida de como esse evento impactou as decisões dos investidores. Na presente pesquisa, buscamos evidências do grau e sentido do relacionamento entre a variação destes retornos anormais e a presença de acionistas controladores, investidores institucionais e fundos de pensão, para o que formulamos três hipóteses, mais adiante delineadas.

3.2.1 O Estudo de Eventos

Conforme já mencionado, os retornos anormais foram calculados por Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002), por meio do método denominado estudo de eventos que, segundo Paxson e Wood¹⁸, citados por Soares, Rostagno e Soares (2002), descreve um desenho de pesquisa empírica largamente utilizado nas áreas de finanças e contabilidade, em que se estudam os impactos de eventos econômicos ou financeiros específicos no comportamento dos mercados de títulos; o evento é utilizado como critério de amostragem e o objetivo da pesquisa é a identificação de fluxos de informação e comportamento do mercado, tanto antes quanto depois do evento.

Para avaliar o impacto do evento sobre o retorno, ou o retorno anormal, deve-se medir o retorno normal esperado como se o evento não tivesse acontecido. Em seguida, compara-se esse retorno normal esperado com o retorno real, após a ocorrência do evento, sendo a diferença entre os dois denominada retorno anormal. Assim, para cada título i e data do evento t , pode-se definir o retorno anormal como:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t)$$

em que:

AR_{it} representa o retorno anormal;

R_{it} é o retorno real observado do título i no tempo t ;

$E(R_{it})$ é a expectativa de retorno do título i , no tempo t ;

X_t representa o conjunto de informações de que dispunha o mercado para precificações no momento t .

A forma de cálculo do retorno normal esperado, ou o retorno do título caso o evento não tenha ocorrido, é um dos pontos mais importantes do estudo de eventos, uma vez que é com base na comparação entre esses retornos

¹⁸ PAXSON, D., WOOD, D.. *Blackwell Enciclopedic Dictionary of Finance*. Massachusetts: Blackwell Publishers, 1998.

normais e os retornos reais observados que o pesquisador verifica a existência de retornos anormais e infere sobre a influência do evento nos preços dos títulos.

O pesquisador deve, então, estimar quais seriam os retornos normais ou os retornos esperados caso o evento não tivesse ocorrido para compará-los com os retornos reais ou os retornos efetivamente observados após a ocorrência do evento.

Explicam Soares, Rostagno e Soares (2002) que as duas formas mais utilizadas para o cálculo do retorno normal, segundo MacKinley¹⁹, são os modelos de retorno médio constante no tempo, e de mercado, em que se pressupõe uma relação linear estável entre o retorno de mercado e o retorno do título. Os parâmetros do modelo devem ser estimados utilizando um subconjunto de dados conhecido como janela de estimação.

Em um estudo de eventos, utilizando-se dados diários e o modelo de mercado para mensuração dos retornos normais, pode-se utilizar como janela de estimação do evento períodos de 30, 60, 90, 120 dias anteriores ao evento, ou qualquer outro período de tempo, dependendo do que está sendo testado. O período do evento não é incluído na janela de estimação para prevenir as suas influências na estimação do parâmetro.

Reproduzimos na FIG.2 desenho do método, apresentado no trabalho de Soares, Rostagno e Soares (2002), o qual nos dá uma visão muito clara das fases do estudo de eventos:

¹⁹ MACKINLAY, A.. *Event Studies in Economics and Finance*. Journal of Economic Literature, v.35, p.13-39, março, 1997.

A assimetria de informações entre os agentes do mercado decorre do fato de que não existe completa transparência de informações entre os agentes do mercado e, portanto, eles trabalham muito com base nas suas expectativas, delineadas diante das informações que lhes são reveladas. Dessa forma, quanto maior o empenho das empresas em transmitir informações ao mercado (*disclosure*), menores serão os níveis de assimetria informacional entre ela e os investidores.

Estudos como o de Dierkens (1991) apontam que quando do anúncio de novas emissões de ações, em virtude da assimetria de informações entre a empresa e o mercado, os preços de mercado das ações podem sofrer impactos negativos. Isso porque os investidores pensam que a companhia, ao fazer nova emissão de ações, teria esgotado todas as suas alternativas de captação de recursos, estando exposta a alto nível de risco.

Para efeito deste trabalho, os retornos anormais apurados por Garcia (2002) e Bertucci e Garcia (2002) foram considerados como variáveis dependentes ou explicadas, sendo as variáveis independentes ou explicativas, representadas por:

- acionistas controladores, considerando, isoladamente, o maior deles, os dois maiores e, finalmente, os três maiores acionistas;
- investidores institucionais presentes entre os maiores acionistas ou acionistas com mais de 5% das ações ordinárias;
- fundos de pensão, presentes entre os maiores acionistas ou entre os acionistas com mais de 5% das ações ordinárias.

Organizados os dados, estabelecidas as hipóteses e feitas as regressões e correlações, foi utilizada a metodologia dos testes de significância para a comprovação das referidas hipóteses. Segundo Stevenson (1986), o teste de significância é um dos ramos principais da inferência estatística, e seu objetivo

é decidir se determinada afirmação sobre um parâmetro populacional é verdadeira. A afirmação sobre um parâmetro populacional é denominada hipótese, que será comprovada ou não por meio dos testes estatísticos.

Para Abramo (1979, p. 50), se o problema é, em essência, a pergunta principal da pesquisa, “a formulação da hipótese é a elaboração formal, prévia e antecipada da principal resposta da pesquisa, condicionada à sua comprovação empírica”.

Para Goode e Hatt²⁰, citados por Abramo (1979, p. 75),

a verificação da hipótese de pesquisa consiste na observação e na análise de informações que permitam dizer se a afirmação contida na hipótese é ou não verdadeira. Assim, quando o pesquisador planeja uma pesquisa a partir de uma hipótese, já deve incluir, no projeto de pesquisa, a indicação dos procedimentos que adotará para a verificação da hipótese, ou seja, quais dados serão colhidos e como serão analisados ou, em outras palavras, o que vai ser observado e como serão feitas a observação e a interpretação. Essa indicação metodológica também é chamada plano de prova da hipótese.

Essas avaliações ou afirmações sobre esses parâmetros populacionais constituem as hipóteses de trabalho, que deverão ser testadas.

3.3.1 Definições de Hipóteses

1. Conflitos de agência e *free riders* em presença de acionistas controladores

Os conflitos de *agency* surgem à medida que os proprietários ou os acionistas das companhias, os principais, nem sempre são os que as administram, tarefa que é delegada a administradores profissionais, os agentes. Sendo assim, surgem conflitos de interesse - em especial os relacionados com a expropriação de valor dos principais pelos agentes - denominados conflitos de *agency*. Estes conflitos variam em intensidade, dependendo do grau de difusão do capital; da existência de acionistas controladores; do monitoramento efetivo da administração; da propriedade de ações, em maior ou menor quantidade, pelos administradores e dos esquemas de incentivos concedidos pelos proprietários aos administradores dentre outros.

²⁰ GOODE, W.J. e HATT, P. K.. *Métodos em pesquisa social*. São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1968, p.98.

Estudos indicam que, quanto maior a concentração do capital acionário, menor a incidência de conflitos de *agency*, considerando que o volume de recursos investidos pelos acionistas naquela empresa constitui um grande incentivo ao monitoramento da mesma por eles; em muitas empresas, inclusive, as denominadas empresas familiares, os próprios acionistas controladores são os administradores. Shleifer e Vishny (1997, p. 753) afirmam que, “se a proteção legal não oferece suficiente direito de controle para pequenos investidores, induzindo-os a retirarem seu dinheiro da companhia, então talvez os investidores possam obter um direito de controle mais efetivo sendo grandes”. E, ainda,

quando os direitos de controle estão concentrados nas mãos de um pequeno número de investidores, correndo um alto risco associado ao fluxo de caixa coletivo, ações conjuntas por parte destes investidores são muito mais fáceis de serem empreendidas do que se os direitos de controle, tais como o direito de voto, estiverem pulverizados entre muitos destes investidores.

O problema do *free rider* representa um desincentivo ao monitoramento da administração pelos acionistas, considerando que esse monitoramento tem custos que penalizam os acionistas ativos ou que exercem o monitoramento, sendo que os benefícios decorrentes são distribuídos indistintamente entre todos os acionistas.

É de se supor, portanto, que existe um ponto de equilíbrio entre benefícios e custos do monitoramento que vai indicar a quantidade mínima de ações possuídas que iguala os benefícios adicionais, que elas irão oferecer ao seu proprietário, com o custo incorrido com o monitoramento. É natural que essa quantidade pareça suficientemente grande para um acionista minoritário, mas pode se mostrar não tão grande para um grande acionista ou para um investidor institucional, como um fundo de pensão. Portanto, a presença de grandes acionistas no capital das companhias nos leva a concluir que os custos do monitoramento por esses proprietários não superarão os benefícios.

Nessa perspectiva, pretendemos testar, como primeira hipótese, se a presença dos acionistas controladores minimiza os conflitos de *agency* e reduz o problema do *free rider*, investigando o maior interesse do mercado pelas ações

daquela companhia. Para isso, confrontamos a participação dos três maiores acionistas das companhias da amostra com os retornos anormais encontrados quando dos processos de emissão de ações novas por aquelas companhias no período, para testar se a ocorrência de maior concentração de capital nas companhias tem influência no nível de retornos anormais verificados quando da emissão de ações pelas mesmas, no período de 1996 a 2001.

HIPÓTESE 1 - Quanto maior a concentração do capital da companhia, considerando o maior risco em que estão envolvidos os grandes controladores, bem como a sua maior capacidade e condições para o exercício de um monitoramento da governança das companhias, menores os conflitos de *agency* e os problemas do *free rider*, refletidos em menores níveis de assimetria de informações, medida pelos retornos anormais verificados quando da emissão de novas ações.

Para a comprovação dessa hipótese, utilizamos o modelo de regressão simples, considerando os retornos anormais como a variável dependente ou explicada e os percentuais de participação do maior acionista, dos dois maiores acionistas e dos três maiores acionistas como as variáveis independentes, regredidas individualmente.

2. Conflitos de agência e *free riders* em presença de fundos de pensão

Nossa segunda hipótese é a de que uma vez que a presença dos fundos de pensão sinaliza uma redução dos conflitos de *agency* e dos problemas do *free rider*, ela pode reduzir a assimetria de informações entre a empresa e os investidores, fazendo com que esses últimos tenham suas expectativas alteradas com relação à situação presente e futura da empresa. Ou seja, queremos investigar se a presença dos fundos de pensão nas companhias impacta o problema da assimetria negativa, medida pela volatilidade dos preços de mercado das ações quando de um processo de emissão de ações novas, empreendido pela companhia.

Os fundos de pensão são obrigados a investir parte de suas reservas em ações de companhias abertas, sendo a participação individual em cada companhia limitada a 20% do seu capital. Assumem, portanto, a condição de principais minoritários sujeitos à expropriação de valor por parte dos administradores, envolvendo-se nos conflitos de *agency*. Contudo, os fundos de pensão diferenciam-se dos acionistas comuns, passivos, tendo em vista o seu porte, a sua capacidade financeira e técnica, além do seu comprometimento com os recursos administrados, que precisam ser muito bem remunerados. Partimos do pressuposto racional de que os fundos de pensão, para atingirem seus objetivos, monitoram as empresas alvo de seus investimentos, fazendo um *benchmarking* dos seus padrões de governança corporativa, no sentido de adotarem estratégias de longo prazo de participação nessas empresas ou, alternativamente, buscarem estratégias de saída, vendendo seus títulos. Quanto aos custos desse monitoramento, estes podem ser minimizados, considerando a capacidade e a estrutura técnica detida pelos fundos de pensão, inerentes ao seu negócio, aliadas à possibilidade do exercício de um monitoramento direto e, portanto, mais eficaz, por meio de seu acento no *board*.

De acordo com essas afirmações, partimos do princípio de que a presença dos fundos de pensão nas empresas induz a se pensar racionalmente nos mesmos como acionistas ativos e capazes de interagir ou dialogar com a administração das companhias, em igualdade de condições. Portanto, capazes de minimizar conflitos de *agency*. Conforme asseveram Shleifer e Vishny (1997, p. 755) “a efetividade dos grandes acionistas, então, está intimamente ligada com suas habilidades para defender os seus direitos”.

A minimização dos conflitos de *agency* pode ser percebida pelo mercado, que se sentiria mais protegido sabendo que as decisões dos administradores, principalmente aquelas sobre as quais existe um alto nível de assimetria de informações entre a empresa e o mercado, passariam pelo crivo dos fundos de pensão, que, com sua permanência na empresa, levam o mercado a pensar que as referidas decisões são acertadas. Mais claramente, podemos dizer que o mercado pensa que a permanência dos fundos de pensão na companhia

indica que os administradores não estariam expropriando valor dos acionistas, que bons projetos estariam sendo empreendidos e que existem boas perspectivas de desempenho futuro da empresa.

Com relação à assimetria de informações, presume-se que a presença dos fundos de pensão no capital das companhias abertas traz um conteúdo informacional significativo para o mercado, sendo que suas estratégias (compra, retenção ou venda) são copiadas pelos demais participantes, que acreditam serem aqueles fundos melhor informados ou mais capacitados para apreender as informações do que os demais participantes do mercado, considerando suas características diferenciadas. Assim, é racional que os participantes do mercado formem expectativas sobre o comportamento das companhias, embasados nas ações dos fundos de pensão e de outros investidores institucionais. Queremos buscar evidências de que a presença dos fundos de pensão reduz a assimetria de informações entre os agentes do mercado, e suas atitudes orientam as expectativas dos demais investidores sobre o futuro das empresas.

Para quantificar e avaliar essa redução na assimetria de informações, analisamos se a presença dos fundos de pensão impacta os preços de mercado das ações por ocasião de anúncio de uma emissão de novas ações da companhia, impacto este refletido na menor volatilidade em seus preços de mercado quando desse evento.

HIPÓTESE 2 - A presença dos fundos de pensão entre os acionistas controladores da companhia, considerando seu poder econômico, seu conhecimento do mercado e sua maior capacidade e condições técnicas para o exercício de um monitoramento da governança das companhias, sinaliza uma redução nos conflitos de *agency*, refletidos em menores níveis de assimetria de informações, medida pelos retornos anormais verificados quando da emissão de novas ações.

Para a comprovação dessa hipótese, regredimos, em primeiro lugar, os percentuais de participação dos fundos de pensão no capital votante, entre os

acionistas controladores das companhias, com os retornos anormais. Contudo, os dados de participação mostraram-se zerados para muitas companhias que, conforme ressaltamos, podem ter participações minoritárias desses fundos, as quais não foram consideradas. Diante disso, fizemos uma segunda regressão, utilizando variável *dummy*, ou seja, uma variável explicativa que assume os valores 0 e 1 para representar, respectivamente, a não presença e a presença de fundos de pensão entre os acionistas controladores das companhias.

3. Conflitos de agência, *free riders* e assimetria de informações face aos maiores acionistas e fundos de pensão

Os fundos de pensão, assim como outros investidores institucionais, representam um grupo diferenciado de acionistas que detêm grande poder financeiro, capacidade técnica e conhecimento do mercado. Caracterizam-se como altamente comprometidos com os resultados de seus investimentos, uma vez que, na sua maioria, são administradores de recursos de terceiros, que devem ser bem remunerados, para atenderem a compromissos no médio ou no longo prazos

Os investidores institucionais, inclusive os fundos de pensão, assumem um comportamento ativo diante do mercado e têm condições de melhor interpretar as informações que as empresas disponibilizam e tomar rapidamente decisões de reter ou negociar suas posições. De sua disposição em manter participações acionárias no longo prazo depende seu maior ou menor interesse em monitorar a governança das companhias. A presença desses investidores, especialmente entre os controladores, sinaliza para o mercado a possibilidade de um efetivo monitoramento da governança da empresa, induzido pelo comprometimento de grandes somas de recursos naquela empresa específica.

No sentido de averiguar a influência da presença conjunta de acionistas controladores e fundos de pensão sobre os níveis de assimetria de informações, apurados quando da emissão de ações novas pelas companhias, foi formulada uma terceira e última hipótese.

HIPÓTESE 3 - Quanto maior a presença de grandes acionistas e de fundos de pensão entre os acionistas controladores das companhias abertas, menores os níveis de assimetria de informações quando da emissão de novas ações .

Para testar essa hipótese, utilizamos o método de regressão múltipla, considerando os retornos anormais como variável explicada e, como variáveis explicativas, os percentuais de participação dos dois maiores acionistas e dos fundos de pensão dentre os acionistas controladores.

3.4 Tratamento dos dados – Análise de regressão

Dadas as unidades de observação e as hipóteses apresentadas, foram utilizados modelos de análise de regressão para comparar as variáveis e estabelecer o grau de relação entre elas. Segundo Stevenson (1986), esse instrumental tem com resultado uma equação matemática que descreve o relacionamento entre variáveis, e a qual pode ser usada para estimar ou prever valores futuros de uma variável (a variável dependente) quando se conhecem ou se supõem conhecidos valores da outra variável (a variável independente). A análise de regressão é útil em trabalhos exploratórios, quando um pesquisador ou analista procura determinar quais variáveis são potencialmente importantes e o seu interesse está basicamente no grau ou força do relacionamento entre elas.

As relações entre as variáveis podem assumir muitas formas, ou seja, a forma linear, que é mais fácil de lidar e de interpretar, e a forma não-linear (parábola, polinomial etc.). Além disso, os modelos de regressão podem ser classificados em modelos de regressão simples, quando são relacionadas duas variáveis, uma dependente e outra independente, e de regressão múltipla, quando são relacionadas três ou mais variáveis, uma variável dependente e duas ou mais variáveis independentes.

Quando se trabalha com duas variáveis independentes e uma variável dependente, o resultado do modelo é um plano de regressão em lugar de uma reta de regressão, como no modelo linear simples.

Para efeito deste trabalho, utilizamos os modelos de regressão linear simples e múltipla, buscando avaliar os efeitos das variáveis independentes, a seguir identificadas, sobre a variável dependente, retorno anormal, RA , observado quando do anúncio de emissão de novas ações pelas companhias:

1. **PAC** = Percentual de participação dos acionistas controladores (1º, 2º e 3º.);
2. **PFP** = Percentual de participação de fundos de pensão entre os controladores das companhias.

A verificação de significativa correlação positiva entre as variáveis independentes e a dependente nos dá indícios de que as variáveis independentes podem explicar a variável dependente com maior ou menor confiabilidade. As estatísticas de teste das hipóteses nos mostram os graus de confiabilidade do modelo para efeito de inferência sobre uma população.

3.4.1 O modelo geral de regressão

O modelo de regressão múltipla é mais complexo que o linear uma vez que incorpora mais de uma variável independente, com o objetivo de melhor explicar e prever o comportamento da variável dependente. Assim como nos modelos de regressão simples, a relação entre as variáveis pode assumir a forma linear ou a não-linear, sendo que algumas funções não lineares podem ser transformadas em lineares. No que se segue, atemo-nos à descrição do modelo geral de regressão, o qual atende a ambas as formas, simples e múltipla.

Esse modelo geral de regressão é representado em linguagem matricial por:

$$RA_t = X_t^{-1} \cdot \beta + \varepsilon_t$$

em que:

X_t é a matriz de dados levantados para todas as variáveis envolvidas;

β é um conjunto de parâmetros desconhecidos, ou seja, os coeficientes relativos às variáveis dependentes envolvidas para explicação daquela variável dependente;

ε_t é o erro das estimativas.

Por sua vez, os coeficientes angulares, β , são levantados por:

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1} \cdot X' \cdot Y,$$

sendo que a significância estatística de $\hat{\beta}$ (estimador do coeficiente de cada variável explicativa) é dada pela distribuição t , com $(n-k)$ graus de liberdade (em que n é o número de observações levantadas para *rodar* a regressão e k o número de variáveis, dependente e independentes) envolvidas. Assim,

$$t = \frac{\hat{\beta}_i - \beta_i}{\sigma(\hat{\beta}_i)}$$

$$\sigma^2(\hat{\beta}_i) = \frac{\sigma^2}{\sum x_i^2} \cdot \left(\frac{1}{1 - R_i^2} \right)$$

em que R_i^2 é o coeficiente de determinação da regressão particular de X_i sobre todas as outras variáveis regressoras. Em outros termos, são $(k-1)$ regressores e essa regressão particular se obtém sobre $(k-2)$ regressores.

Mais especificamente, x_i são os valores presentes para cada variável i na matriz de dados e σ^2 é a variância geral do modelo. Além disso, como é corrente nos pacotes computacionais, aceita-se o valor zero para β_i quando de testes de hipóteses, e a questão de significância dos coeficientes é revelada por meio da estatística do p-value, que Gujarati (2000, p. 122) define como “o mais baixo nível de significância com o qual a hipótese nula pode ser rejeitada.”

Outra forma de expor o modelo geral é:

$$RA_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \beta_3 \cdot X_3 + \dots + \beta_n \cdot X_n + \varepsilon_t$$

Nesse ponto, ficamos com a questão de saber se alguma variável impacta RA_t , ou, por outra, se ao menos um dos regressores β_i é diferente de zero. Em termos de hipótese nula, esta será:

$$H_0 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_n = 0$$

$$H_1: \text{ ao menos um } \beta_i \neq 0$$

A resposta é obtida pelo *teste – F*, o qual se reporta ao valor crítico de F , dado por:

$$F_\alpha(k-1, n-k)$$

Assim, se $F > F_\alpha(k-1, n-k) \rightarrow$ rejeita-se H_0 ; em caso contrário, aceita-se. Aliás, os diferentes *pacotes computacionais* já internalizam, além dos algoritmos de cálculos, esses valores críticos.

3.4.2 Variável *dummy*

Nos modelos de regressão linear, as variáveis independentes são numéricas. Contudo, em algumas situações, é possível considerar variáveis não numéricas como parte do modelo. A utilização de uma variável *dummy* possibilita a consideração de variáveis qualitativas como parte do modelo de regressão (MARTINS, 2002).

Em nosso trabalho, utilizamos a variável *dummy* para representar, em algumas regressões, a participação e a não-participação de fundos de pensão entre os acionistas controladores da companhia, ou seja, a variável independente - presença de fundos de pensão entre os acionistas controladores da companhia - pode ser definida como:

0, se não se verifica a presença desses fundos de pensão e
1, se tal presença se verifica.

Cabe salientar que nossas análises acerca da força exercida pelas variáveis selecionadas sobre os sentimentos dos agentes do mercado, quanto aos valores das ações das empresas, são possibilitadas por estatísticas de *p-value*, que é o menor grau de significância de acordo com o qual as hipóteses nulas podem ser rejeitadas. Em termos mais objetivos, a importância desse tipo de estatística fica evidenciada pela possibilidade que a mesma oferece de mensurar os graus de certeza com que são feitas as conclusões sobre as variáveis analisadas. Por fim, esses testes de hipóteses calcados em *p-values* assumem geralmente o valor zero para os coeficientes β_i e estão correntemente internalizados nos pacotes computacionais SPSS 10.0 e Excel 2000 que usamos em nosso estudo.

CAPÍTULO 4

RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Aspectos iniciais

De acordo com o instrumental analítico exposto no capítulo de metodologia, buscamos evidências empíricas do impacto exercido pelos fundos de pensão sobre avaliações de empresas brasileiras. Nesse sentido, trabalhamos sobre os aspectos de conflitos de agência, problema de *free-rider*, bem como a assimetria de informações, enquanto variáveis que, segundo a literatura, têm relações ou definem muitas questões ligadas à governança das empresas. Ainda mais, admitimos que, uma vez que a presença desses investidores possa impactar tais variáveis, estaria, indiretamente, impactando a governança das empresas.

Embasados nas teorias examinadas, concordamos que:

- maior concentração do capital acionário votante leva a um monitoramento mais efetivo da governança corporativa, exercido pelos controladores, os quais investiram grandes somas naquela companhia; em consequência, os conflitos de agência tendem a se reduzir;
- se os fundos de pensão têm participação relevante no capital acionário, a governança corporativa sofre igualmente um monitoramento efetivo, especialmente por serem esses investidores altamente capacitados tecnicamente;
- a presença de grandes acionistas ordinários e de fundos de pensão minimizam o problema do *free-rider*, considerando que o custo/benefício do monitoramento tende a ser muito pequeno, dado o tamanho das participações e o baixo custo do monitoramento, diante das perspectivas de retorno esperado;
- a presença de grandes acionistas ordinários e de fundos de pensão no capital ordinário da companhia sinaliza para o mercado que as decisões tomadas pela companhia e transmitidas ao mercado são confiáveis ou não

levam a assimetrias, já que os majoritários, tanto ou mais que os minoritários, buscam garantir retornos adequados para seus investimentos.

Essas relações entre as variáveis nos levaram à formulação de três hipóteses as quais, nos dizeres de Abramo (1979), representam a primeira formulação antecipada de uma resposta para o nosso problema de pesquisa.

4.2 Resultados para os testes de hipóteses

4.2.1 Hipótese 1 - Concentração do capital e valor da empresa.

Inicialmente, recordamos que nossa primeira hipótese de trabalho se expressava nos seguintes termos:

HIPÓTESE 1 - Quanto maior a concentração do capital da companhia, considerando o maior risco em que estão envolvidos os grandes controladores, bem como a sua maior capacidade e condições para o exercício de um monitoramento da governança das companhias, menores os conflitos de agência e os problemas de *free-rider*, refletidos em menores níveis de assimetria de informações, medida pelos retornos anormais verificados quando da emissão de novas ações.

Uma implicação possível para tal hipótese é de que se estabelece uma correlação negativa entre concentração de controle e percepção de posse assimétrica de informações no mercado em relação à empresa, no que concerne ao estilo de governança levada a efeito por ela. De uma forma resumida, poderíamos dizer que:

Maior concentração de propriedade → redução dos conflitos de agência → percepção de menor assimetria de informações pelo mercado em relação à empresa

Em relação ao teste dessa primeira hipótese, trabalhamos sobre modelos gerados de regressões lineares, simples, considerando como variável dependente em todas elas o retorno anormal médio, levantado nos estudos de Garcia (2002) e de Bertucci e Garcia (2002). Concomitante a isso, as variáveis independentes foram os percentuais de participação do maior acionista, dos dois maiores e dos três maiores.

Os resultados da aplicação do método dos mínimos quadrados aos dados coletados podem ser vistos através das estatísticas relacionadas nas TABELAS 7, 8 e 9, conforme os níveis de participação acionária assinalados.

1. Nível 1 de análise: participação do maior acionista

TABELA 7

Retornos anormais e participação do maior acionista

Retorno anormal no dia "t+1" $RA_{t+1} = \alpha + \beta_1 \cdot prt1$	
α	β_1
-0,00412	-0,01436
$p - value = 0,73939$	$p - value = 0,44633$
N = 115 $r^2 = 0,005142$ F = 0,58402 Significância de F = 0,44633	

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

O coeficiente de correlação, r^2 , mostra a força do relacionamento entre a variável independente e a dependente, permitindo concluir que muito pouco do relacionamento entre retornos anormais é explicado pela participação do maior acionista de cada empresa. Aliás, o valor ampliado do nível de significância da constante ($= 0,73939$) é indicação clara de que novas variáveis devem ser buscadas, além dessa de participação do maior acionista, caso se pretenda construir um modelo preditivo de retornos anormais de ações quando de emissões no mercado primário.

O sinal negativo do coeficiente β_1 refuta a hipótese apresentada de que a maior posição acionária do maior acionista conduz à redução da percepção de posse assimétrica de informações e que, da mesma forma, constitui-se em evidência de conflitos de agência. De fato, tal sinal negativo indica conclusão exatamente contrária, ou seja, de que maior tal participação, maior o nível de

desconfiança do mercado a novos pedidos de capital ao mercado por parte das empresas emitentes. É claro que, em conjunto a este maior nível de desconfiança que se expressa por retornos anormais negativos, se pode perfeitamente inferir a presença de custos de agência, ou seja, de conflitos de interesses entre dirigentes e acionistas minoritários.

Na verdade, o sinal desse coeficiente conflita evidentemente com o que seria de se esperar a partir das alegações de Jensen e Meckling (1976) e Leland e Pyle (1976), para os quais a maior participação acionária dos dirigentes ou comandatários de empresas conduziria à redução de sentimentos de posse assimétrica de informações quando de novas emissões de capital. Assim é que, pelo contrário, observamos que a presença cada vez mais ampliada dos dirigentes no capital social das empresas conduz à redução de retornos de suas ações, ou seja, à depreciação do valor das empresas.

Entretanto, é forçoso que contrabalancemos nossas afirmações acima com o fato de que o nível de significância F indica uma relativa fragilidade do modelo, ou seja, que não temos evidências estatísticas definitivas para afirmar categoricamente acerca do conteúdo dos dois parágrafos anteriores. Aliás, um detalhe técnico de interesse é o de que o nível de significância de F, de 0,44633, é igual ao *p-value* do coeficiente β_1 , o que decorre do fato de que este modelo tem apenas uma variável independente. Ainda mais, seu valor indica que nossas afirmações, em sentido oposto à Hipótese 1, são feitas ao nível de certeza de 55,37% ($= 1 - 0,44633$).

Assim, o ajuste linear, via método dos mínimos quadrados, mostra-se frágil, evidenciando uma relação linear fraca entre alterações no percentual de participação do maior acionista e os retornos anormais, ou seja, as alterações no percentual de participação do maior acionista sensibilizam de maneira fraca os níveis de retorno anormal, indicando que outras variáveis, que não esse percentual, teriam mais impactos sobre as expectativas do mercado, demonstradas por meio das variações nos retornos anormais quando da emissão de novas ações.

2. Nível 2 de análise: participação global dos dois maiores acionistas

A TABELA 8 apresenta as estatísticas derivadas da correlação e regressão entre os percentuais de participação dos dois maiores acionistas (variável independente) e os retornos anormais.

TABELA 8

Retornos anormais e participação dos dois maiores acionistas			
Retorno anormal no dia “t+1” $RA_{t+1} = \alpha + \beta_2 \cdot prt\ 2$			
α		β_2	
0,00058		-0,02094	
$p - value = 0,96809$		$p - value = 0,29601$	
N = 120	$r^2 = 0,00925$	F = 1,10170	Significância de F = 0,29601

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

Da mesma forma que no caso anterior, o coeficiente angular indica que o modelo em pauta é inapropriado ao menos para previsões futuras de retornos anormais de ações de empresas, quando as mesmas recorrem ao mercado primário. Tal impropriedade se reflete também no $p-value$ da constante do modelo, o qual indica um nível de certeza de apenas 3,19% ($= 1 - 0,96809$) de que tal coeficiente é de fato diferente de zero. Naturalmente, se um modelo preditivo fosse desejado, dever-se-ia, de acordo com esse percentual, buscar novas variáveis explicativas para os retornos anormais estudados.

No que se refere ao coeficiente β_2 , há de se realçar vivamente que o sinal negativo se manteve, ou seja, que mesmo incorporando a participação do segundo maior acionista à do primeiro, a posição conjunta de ambos ainda conduz ao sentimento de posse assimétrica de informações que, por sua vez, leva a reduções no valor de empresas caso haja elevação nessa participação acionária global.

Um detalhe técnico de suma importância diz respeito ao $p-value$ de 0,29601 deste coeficiente β_2 . Tal valor indica um grau de certeza de 70,40%

($=1-0,2960$) para a afirmativa apresentada no parágrafo anterior e, naturalmente, não nos habilita a conclusões definitivas acerca da Hipótese 1. De qualquer forma, em se tratando de um modelo linear simples, com apenas uma variável explicativa e dada a natureza difusa do problema estudado, esse percentual representa de fato um suporte de peso para as análises neste estudo.

Com base nas argumentações técnicas do parágrafo anterior, é justo considerar que temos bases algo seguras para refutar a Hipótese 1, opondo a esta a conclusão de que participações societárias ampliadas dos dois acionistas principais não conduzem a reduções de níveis percebidos de posse assimétrica de informações e do sentimento da presença de conflitos de interesses entre acionistas e dirigentes.

3. Nível 3 de análise: participação global dos três maiores acionistas

O teste da Hipótese 1 se completa sobre as estatísticas presentes na TABELA 9, resultantes da incorporação da parcela societária detida pelo terceiro maior acionistas às participações dos dois maiores.

TABELA 9

Retornos anormais e participação dos três maiores acionistas			
Retorno anormal no dia "t+1" $RA_{t+1} = \alpha + \beta_3 \cdot prt3$			
α		β_3	
0,00137		-0,02105	
$p - value = 0,93074$		$p - value = 0,31505$	
N = 120	$r^2 = 0,00855$	F = 1,01804	Significância de F = 0,31505

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

Algo que se nota imediatamente da observação das estatísticas presentes na TABELA 9 é que tanto o coeficiente r^2 , como o sinal do coeficiente β_3 repetem padrões presentes nas TABELAS 7 e 8. Assim é que, em primeiro lugar, modelos preditivos de retornos anormais devem incorporar novas variáveis além das participações societárias dos três maiores acionistas. Concomitantemente a isso, a estatística do $p-value$ associada ao valor do

coeficiente β_3 é por demais ampla para permitir conclusões definitivas contrárias à Hipótese 1. De fato, tal estatística nos permite inferências apenas ao nível de 69,40% de certeza, o que, aliás, nada acrescenta em relação ao nível observado a partir das participações apenas dos dois maiores acionistas.

Entretanto, há de ressaltar que esse sinal negativo se manteve em todos os três modelos e, se não temos evidências amostrais para concluir de forma contundente contra a Hipótese 1, também é verdade que podemos aceitá-la com reservas.

4. Conclusões

Os testes de hipóteses realizados não nos forneceram evidências de que variações positivas na concentração do capital ordinário asseguram reduções nos níveis percebidos de posse assimétrica de informações por parte dos agentes do mercado em relação a empresas que eventualmente recorram ao mercado acionário em busca de novas porções de capital. Pelo contrário, as evidências, embora algo frágeis, apontam exatamente para o contrário, ou seja, que ampliações nas bases societárias dos três maiores acionistas levam à ampliação desse sentimento de posse assimétrica e, portanto, à redução do valor de empresas emissoras de novas ações.

É oportuno lembrar as argumentações de Shleifer e Vishny (1997) acerca de qual o melhor sistema de governança corporativa, a partir das quais concluem que um bom sistema seria o da combinação de grandes e pequenos investidores, com proteção legal aos direitos de ambos. Além disso, acrescentam os autores, corporações em economias de mercado bem-sucedidas, como as dos EUA, Alemanha e Japão, são governadas por meio de diferentes combinações de proteção legal com propriedade concentrada.

Contudo, segundo aqueles autores, o tamanho da proteção legal aos investidores varia enormemente entre os países e, na grande maioria deles, inclusive no Brasil, os sistemas legais deixam os administradores com razoável

poder de decisão. Dessa forma, tal proteção legal é insuficiente para assegurar que os investidores em geral obtenham retornos compatíveis com um grau de conhecimento apropriado acerca das possibilidades das empresas. A conclusão final emitida por eles é de que, com proteção legal insuficiente, os investidores, sendo grandes, podem obter efetivos direitos de controle e que, portanto, a concentração de poder alavanca a proteção legal.

Enfim, os resultados apurados em nosso estudo evidenciam que os investidores parecem perceber as constatações de Shleifer e Vishny (1997), uma vez que as variações positivas no nível de concentração das ações ordinárias não foram capazes de sensibilizar as variações nos níveis de assimetria de informações. Sendo assim, arriscamos a conclusão de que os investidores não associam a maior concentração de capital a reduções nos níveis de conflitos de agência e na minimização dos problemas do *free-rider*, uma vez que tal concentração de capital não sensibilizou os níveis de assimetria de informações em processos de emissão de novas ações.

4.2.2 Hipótese 2 - Fundos de pensão e valor de empresa

Esta hipótese é apresentada nos seguintes termos:

HIPÓTESE 2 – A presença dos fundos de pensão entre os acionistas controladores da companhia, considerando seu poder econômico, seu conhecimento do mercado e sua maior capacidade e condições técnicas para o exercício de um monitoramento da governança das companhias, sinaliza uma redução nos conflitos de agência, refletidos em menores níveis de assimetria de informações, medida pelos retornos anormais verificados quando da emissão de novas ações.

Essa segunda hipótese vai ao encontro da questão relacionada à participação dos fundos de pensão quanto a poderem exercer um monitoramento efetivo sobre a governança das companhias e se isto é percebido positivamente pelo mercado.

As conclusões dos autores citados neste trabalho, sobre a eficácia desse ativismo, não são incisivas, principalmente no tocante ao seu impacto sobre a performance empresarial, sobre mudanças nos *boards* ou sobre a performance dos administradores. A maioria desses autores não encontra evidências de impactos significativos do monitoramento dos fundos de pensão sobre as companhias, principalmente sobre sua performance. Outros, como o de Wohlstetter²¹, citado por Karpoff, Malatesta e Walking (1996), concluem que a maioria dos acionistas ativistas e fundos de pensão não têm nem ferramentas nem experiência para melhorar as decisões dos administradores.

Se tudo isso não bastasse, ainda temos os *insights* da teoria de Markowitz (1959), pela qual os riscos específicos de cada empresa, ou seja, os riscos não-sistemáticos, são eliminados no contexto de carteiras de títulos. Assim sendo, o que interessa são os riscos sistemáticos, relacionados aos movimentos gerais da economia e, portanto, este ou aquele estilo empresarial não interessa para o investidor racional, que toma decisões no espaço risco-retorno, ou de média-variância.

Wahal (1996) estudou a eficácia do ativismo dos fundos de pensão nos EUA e constatou que para a vasta maioria das empresas, esse ativismo não concorreu para retornos anormais positivos nos preços das ações. A despeito de que muitas propostas encaminhadas pelos fundos de pensão para mudanças na estrutura de governança das firmas tenham sido adotadas, Wahal(1996), examinando medidas contábeis de performance, não encontrou evidências de melhoria nas operações ou na renda líquida. Ainda mais, concluiu que a despeito da fraca performance, os fundos de pensão não reduziram suas participações nas firmas-alvo; pelo contrário, outras instituições é que diminuíram suas participações, ficando dúvidas quanto à eficácia do ativismo dos fundos de pensão na melhoria da performance das firmas.

²¹ WOHLSTETTER, Charles. *Pension fund socialism: can bureaucrats run the blue chips?* Harvard Business Review, 71, Jan.-Feb., 78, 1993.

O mercado não ignora o poder dos fundos de pensão, muito bem expresso na afirmação de Useem (1998, p.45), de que

os administradores das companhias em quase todos os lugares se defrontam com muitos milhões de acionistas anônimos, mas diversas centenas de identificáveis administradores de recursos. Esses proprietários institucionais são mais reivindicativos e menos pacientes que os proprietários individuais; eles procuram companhias competitivas e clamam por mudanças quando as firmas falham no alcance de seus objetivos.

A segunda hipótese do presente trabalho sugere que a presença dos fundos de pensão entre os acionistas controladores das companhias abertas reduz os níveis de assimetria de informações, quando da emissão de novas ações. Isso porque a presença desses acionistas ativos é capaz de minimizar os conflitos de interesses entre os agentes internos e externos das organizações e, nos dizeres de Useem (1996), poder induzir os administradores a mudarem a face das corporações. Segundo ele, os fundos de pensão desempenham um papel fundamental na denominada era do *capitalismo investidor* e estão em busca de melhor performance, de melhor governança, de criação de valor.

Os resumos dos resultados dos testes estatísticos levados a cabo neste trabalho, contudo, parecem sugerir que o mercado brasileiro não espera dos fundos de pensão o papel que lhes está reservado nas expectativas de muitos estudiosos, como Useem (1996), ao falar da era do capitalismo investidor. Da mesma forma, não parecem efetivas as previsões de Peter Drucker, dando conta de uma revolução invisível, liderada pela crescente presença dos investidores institucionais no capital social das empresas, com destaque para os fundos de pensão.

No aspecto específico dos testes estatísticos conduzidos sobre a Hipótese 2, procedemos em duas etapas distintas, sendo que, na primeira, regredimos os percentuais de participação dos fundos de pensão dentre os controladores em relação aos retornos anormais; já na segunda etapa, a variável explicativa representada pela presença de fundos de pensão foi tratada por meio de variável *dummy*, com a atribuição dos valores 0 e 1, para expressar, respectivamente, a ausência e a presença dos fundos de pensão dentre os controladores.

A TAB. 10 mostra as estatísticas resultantes da regressão da primeira etapa, entre os percentuais de participação dos fundos de pensão entre os controladores das companhias, como variável explicativa, e os retornos anormais, como variável explicada.

TABELA 10
Retornos anormais e participação % de fundos de pensão

Retorno anormal no dia “t+1” $RA_{t+1} = \alpha + \beta_4 \cdot pfp$	
α	β_4
-0,01814	0,02780
$p - value = 0,03576$	$p - value = 0,49397$
N = 58 $r^2 = 0,00839$ F = 0,47407 Significância de F = 0,49397	

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

As contribuições imediatas no campo técnico seguem em linha com aquelas resultantes dos testes sobre a Hipótese 1. Nesse sentido, tanto lá como aqui, a estatística do r^2 aponta que o modelo é deficiente para permitir projeções de retornos anormais a partir de participações percentuais de fundos de pensão no capital social de empresas. Além disso, o coeficiente relativo a essa variável explicativa é por demais amplo ($=0,4940$), expressando que nossa certeza estatística é de apenas 50,60% de que variável difere de zero, ou seja, que influi sobre retornos anormais.

De qualquer forma, deve-se realçar o sinal positivo do coeficiente β_4 , o qual, em si, nos diz que a presença de fundos de pensão provoca variações positivas em retornos anormais. Como se recorda, tais variações positivas são expressões de redução de níveis de posse assimétrica de informações e de queda em níveis de conflitos entre agentes internos e externos às organizações. Naturalmente, a tais afirmações opõe-se o fato definitivo do elevado grau de incerteza estatística apontado no parágrafo anterior.

A TAB. 11 apresenta as estatísticas da regressão entre a presença de fundos de pensão e os retornos anormais, utilizando a variável *dummy* como variável explicativa, a qual assume os valores 0 e 1, conforme ocorra, respectivamente, a presença ou ausência dos fundos de pensão no capital social das empresas.

TABELA 11

Retornos anormais e participação de fundos de pensão	
Retorno anormal no dia “t+1” $RA_{t+1} = \alpha + \beta_5 \cdot pfp$ (com <i>Dummy</i>)	
α	β_5
-0,00946	-0,01102
$p - value = 0,03472$	$p - value = 0,43793$
N = 58 $r^2 = 0,10384$ F = 0,61034 Significância de F = 0,43793	

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

Os resultados obtidos concordam inteiramente com os da TABELA 10, tanto no que tange ao coeficiente da variável explicativa, β_5 , quanto ao r^2 . Assim é que o modelo é inconclusivo acerca do relacionamento entre participação societária de fundos de pensão e retornos anormais, não nos sendo permitido afirmar que tal presença no capital social de empresas conduza à redução de níveis percebidos de assimetria informacional ou percepção de conflito de interesses entre acionistas minoritários e majoritários.

Quando analisados em conjunto, os resultados apresentados nas TABELAS 10 e 11 conduzem à interpretação de que as (fracas) evidências encontradas não permitem concluir que a presença de fundos de pensão entre os controladores da companhia sinaliza redução nos conflitos de agência, nos problemas de *free rider* e, assim, em menores níveis de assimetria de informações. Enfim, somos levados à rejeição do disposto na Hipótese 2.

Esta conclusão nos leva a refletir sobre se as expectativas do mercado acionário no Brasil vêm ao encontro do pensamento de autores estrangeiros, como Useem (1993), no sentido de os fundos de pensão deterem força suficiente para pressionar a administração de companhias, para a melhoria de performances, as quais venham atender aos interesses dos acionistas minoritários. De fato, os resultados alcançados apontam exatamente na direção oposta do propugnado pelo autor acima, constatando-se que tais agentes não exercem ou não têm o poder de exercer um ativismo societário de dimensão tal que conduza ao objetivo de atender aos melhores interesses dos investidores externos.

4.2.3 Hipótese 3 - maiores acionistas, fundos de pensão e valor de empresa

Esta terceira hipótese diz respeito às possibilidades devidas à atuação conjunta dos dois maiores acionistas e de fundos de pensão, e a apresentamos nos seguintes termos:

HIPÓTESE 3 - A presença conjunta de fundos de pensão e dos dois maiores acionistas no capital social de empresas conduz à redução do sentimento de posse assimétrica de informações, bem como sugere a redução de conflitos de agência entre os controladores da companhia e o público externo à mesma.

Para verificar a referida hipótese, por meio da técnica de regressão múltipla, trabalhamos com as variáveis explicativas: percentuais de participação dos dois maiores acionistas e percentuais de participação dos fundos de pensão. É claro que, os retornos anormais constatados nos dias seguintes às datas das reuniões de acionistas que deliberaram sobre novas subscrições representam a variável dependente ou explicada.

TABELA 12

Retornos anormais e participação de Fundos de Pensão e dos dois maiores acionistas

Retorno anormal no dia “t+1” $RA_{t+1} = \alpha + \beta_2 \cdot prt_2 + \beta_4 \cdot pfp$		
α	β_2	β_4
-0,00886 <i>p – value</i> = 0,6967	-0,00945 <i>p – value</i> = 0,7462	0,01501 <i>p – value</i> = 0,7176
N = 115 r^2 = 0,00455 F = 0,25602 Significância de F = 0,77458		

FONTE - Elaborada pela autora da dissertação.

A constatação imediata que se retira das estatísticas presentes na TABELA 12 é a da refutação definitiva da Hipótese 3, ou seja, que nem mesmo a presença

conjunta dos dois maiores acionistas e de fundos de pensão no capital social das empresas conduz à redução do sentimento de posse assimétrica de informações entre os agentes internos e investidores externos quando da emissão de novas ações. Ainda mais, também não se tem o entendimento de que tal atuação conjunta conduza à redução de conflitos de agência, ao menos quando aferida em momentos como a emissão de ações pelas empresas.

As afirmações do parágrafo anterior são confirmadas, em primeiro lugar, pelos *p-values* dos coeficientes β_2 e β_4 , indicando que as margens de certeza para se afirmar que ambas são diferentes de zero e que, portanto, as presenças dos dois grupos afetam retornos anormais, são muito reduzidos. Assim é que se tem certeza estatística de apenas 25,38% ($= 1 - 0,7462$) acerca da força relativa dos dois maiores acionistas em influenciar sentimentos do mercado e de 28,24% sobre tal influência por parte dos fundos de pensão. Ademais, a baixa significância estatística da constante, α , é indicativo claro de que essa questão deva ser resolvida com a incorporação de novas variáveis.

Dessa forma, nossas conclusões relativamente à Hipótese 3 estão em linha com aquelas formuladas para as duas primeiras hipóteses, a saber, que a presença de agentes detentores de amplas parcelas do capital social das empresas não garante a elevação de níveis de confiança do público externo às empresas quanto a uma atuação das mesmas em direção aos seus interesses. Em outros termos, descartam-se possibilidades de que atitudes que possam ser rotuladas como de ativismo societário venham a alinhar interesses dos públicos internos e externos às organizações.

CAPÍTULO 5

CONCLUSÃO

No decorrer da realização do presente trabalho, constatamos na literatura examinada referências a uma tendência mundial de crescimento da presença de investidores institucionais, dentre eles, os fundos de pensão, os quais visam garantir o bem-estar futuro de uma população de idosos, que, dada a melhoria nas condições de vida e saúde, tem mostrado índices de crescimento progressivo. Nos países mais desenvolvidos, esses investidores institucionais desempenham um papel relevante como mobilizadores dos mercados de ativos, sendo detentores de uma parcela muito grande do capital das grandes corporações.

Os fundos de pensão têm sido apontados, conforme ressalta Useem (1996), como os grandes mobilizadores do movimento capitalista investidor, tendência esta constatada nos EUA, bem como em outros países, considerando a evolução dos percentuais de participação desses investidores no capital das corporações. Esta propensão tem sido observada nitidamente nos países que têm um mercado de capitais pujante, em que as companhias têm seu capital altamente difuso e prevalece um sistema legal de proteção às minorias acionárias. Tudo isso inserido em um contexto econômico estável.

Percebemos que as discussões sobre o assunto e a literatura existente estão mais voltadas para questões operacionais dos investidores institucionais, haja vista os assuntos tratados no último Congresso Brasileiro de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (2002), disponíveis na *internet*, no *site* da ABRAPP, especialmente os ligados à sobrevivência ou sustentação dos planos de previdência dentro de uma economia como a nossa, ainda não estabilizada economicamente e socialmente e que experimenta vulnerabilidades para as quais ainda estão sendo buscadas soluções.

Ainda, no decorrer do trabalho, fizemos muitos questionamentos sobre as relações entre esses investidores e as companhias e não encontramos respostas na literatura disponível. Concluímos que o assunto se apresenta como um campo aberto para pesquisas, principalmente pesquisa qualitativa, que possa mostrar as características das estratégias desses investidores no

curto, médio e longo prazos, bem como um perfil de seu relacionamento com as companhias das quais participam.

Não encontramos dados disponíveis referentes à participação dos fundos de pensão nas companhias, além daqueles mencionados nos IANs nem tampouco informações referentes à postura dos fundos de pensão em relação às posições assumidas nas companhias ou o que eles pretendem ao adotar posições acionárias; se existe uma disposição ou interesse desses fundos em atuarem ativamente na gestão de suas participações permanentes; qual o tipo de relacionamento mantido entre os administradores dos fundos e os administradores das empresas dentre outras questões.

Ao trabalhar com as variáveis selecionados para buscar evidências de impactos da presença dos fundos de pensão na governança das companhias, não encontramos níveis confiáveis de relacionamento entre elas que nos permitissem utilizar nossas conclusões para inferir sobre a população dos investidores institucionais ou dos fundos de pensão brasileiros.

Concluimos que um trabalho mais consistente e capaz de mostrar com mais confiabilidade um perfil das estratégias de participação acionária da indústria de fundos de previdência no Brasil teria que ser respaldado por pesquisas junto à administração desses fundos, conjugada com a das companhias-alvo, no sentido de apurar as características do relacionamento entre elas. A referida pesquisa demandaria mais tempo e recursos e, certamente, um respaldo institucional.

Os resultados mostrados pelas estatísticas, que levaram à rejeição de todas as três hipóteses que formulamos neste trabalho, confirmam os resultados de trabalhos de pesquisa, citados ao longo deste trabalho, realizados em outros países buscando encontrar evidências de impactos da presença de investidores institucionais ou de fundos de pensão na governança das empresas, ora trabalhando com variáveis de desempenho econômico-financeiro, ora com variáveis políticas, dentre elas, as relacionadas com o *turn-over* da administração das companhias.

Uma síntese das constatações dos autores examinados mostra que a presença desses investidores não causa impactos significativos nos indicadores de desempenho das companhias; não obstante, encontram-se algumas evidências de que tais investidores podem causar impactos políticos, influenciando sobre a composição dos *boards* ou afastando administradores ineficientes.

Tais evidências de impacto relevante dos investidores institucionais sobre as companhias são fortes, principalmente naqueles países em que os mesmos se organizam, como nos países anglo-saxões, e, por meio de órgãos representativos, encaminham propostas às assembléias gerais das companhias de que participam e controlam a receptividade e eficácia de tais propostas. Esses organismos atuam também com bons resultados na identificação de companhias mal administradas e com fraco desempenho e que podem ser alvo de ofertas de compra por investidores, os quais passariam a empreender, junto às mesmas, um processo de reestruturação e conseqüente alavancagem em seus retornos.

Os resultados encontrados no presente trabalho não surpreenderam, considerando as peculiaridades dos mercados acionários e do mercado de controle corporativo brasileiros.

Assim é que constatamos a conseqüência de que os investidores procuram as alternativas de investimento de menor risco, de renda fixa, e que, historicamente, têm competido, com vantagens, com os investimentos de renda variável e de maior risco, considerando o perfil do controle corporativo brasileiro. Assim, os investidores, inclusive os institucionais, buscam garantir os maiores retornos os quais nem sempre estão nas participações permanentes nas companhias. Por outro lado, as companhias deixam de usufruir das vantagens do capital próprio, dado o seu elevado custo, restando-lhes o capital de terceiros, conseguido também a um alto custo.

A legislação previdenciária brasileira, no tocante às aplicações dos recursos disponíveis, se distingue da legislação de outros países, como no Reino Unido,

sendo que alguns pontos são apresentados pelos profissionais do setor como cruciais para uma participação mais efetiva desses investidores no controle corporativo. Longe de ser uma participação que varia em razão direta com as perspectivas de desempenho das companhias, ela é determinada pela autoridade monetária, que fixa os percentuais mínimos de aplicação dos investidores institucionais nos mercados de renda fixa e variável.

Sendo assim, a inviabilidade e alto risco de imobilizar recursos em participações permanentes, aliada às limitações legais às aplicações, impostas pela legislação, não justifica um interesse por um ativismo desses proprietários institucionais, dado que tal ativismo tem custos. Além disso, a conjuntura econômica brasileira vigente, há muitos anos, marcada por altas taxas de juros, faz com que, na composição das carteiras de investimento dos investidores, os títulos de renda variável, de maior risco, dêem lugar aos títulos de renda fixa, em especial, os títulos da dívida pública.

Estes fatores têm contribuído para um fraco desempenho do mercado acionário brasileiro, que não tem merecido a preferência dos investidores, sobretudo dos institucionais. Estes, por determinantes legais, ficam impedidos de participar livremente do mercado, na medida em que não têm liberdade para identificar as melhores oportunidades de investimento e decidir quanto ao volume de suas participações e exposição ao risco. É certo que a legislação precisa proteger os beneficiários ou cotistas dos investidores institucionais, fiscalizando os limites de sua exposição ao risco, mas não ao ponto de engessar as decisões dos administradores de recursos que competem no mercado com outros investidores na busca das melhores alternativas de investimento.

Finalizando, e mesmo que ao preço da recorrência, entendemos que, para obter mais consistência nos resultados de uma investigação como a que fizemos, ou seja, averiguar o monitoramento da governança corporativa pelos fundos de pensão e as efetivas influências desse monitoramento sobre o desempenho das companhias, seria necessário realizar um trabalho de campo, junto aos fundos de pensão e às empresas-alvo, mais vasto e complexo, o que implicaria custos e demandaria um respaldo institucional como suporte.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMO, Perseu. Pesquisa em ciências sociais. In: HIRANO, Sedi (Org.). *Pesquisa social: projeto e planejamento*. São Paulo: T. A . Queiroz, 1979, p.21-88.

ABRAPP. INFORMAÇÕES GERAIS – Fundos De Pensão: Uma Conquista Social, dez./2001.

_____, Consolidado Estatístico n.º 280, out/2002, p.1, disponível na Internet em <http://www.abrapp.org.br>.

ANDREZO, Andréa Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: FIECAFI/USP. Pioneira, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 2.829, de 30.03.2001, disponível em <http://www.bcb.gov.br>.

BARBERIS, Nicholas. *Dominando finanças* – Financial Times – The Wharton School. São Paulo: Makron Books, 2001.

BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C.. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 2. ed., São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BERTUCCI, Luiz A. e GARCIA, Fábio G.. *A estratégia de financiamento com ações: o caso de empresas emitentes na Bolsa de Valores de São Paulo*. Artigo publicado nos Anais da 37ª. Assembléia do Conselho Latino-americano de Escolas de Administração – CLADEA -, outubro, 2002.

BOLTON, Patrick, SCHARFSTEIN, David S. Corporate finance, the theory of the firm, and organizations. *Journal of Economic Perspectives*, v. 12, n. 4, p.95-114, Fall 1998.

BOVESPA. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais, disponível em <http://www.bovespa.com.br>, citado em jul/2000.

BURKART, Mike, GROMB, Denis, PANUNZI, Fausto. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quartely Journal of Economics*, p.693-727, August, 1997.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, CORPORATE GOVERNANCE POLICIES. Available from <http://www.cii.org/corp_governance.htm> cited: 28.04.2002.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, CORPORATE GOVERNANCE TERMS GLOSSARY. Available from <<http://app.cii.org/glossary.cfm>> cited: 24.06.2002.

DECRETO-LEI n.º 81.240, de 20.01.1978, disponível em <http://www.senadofederal.gov.br/legbras>.

DIERKENS, Nathalie. Information asymmetry and equity issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 26, n. 2, p.181-99, June, 1991.

DONALDSON, L. e DAVIS, J.H.. *Boards and companies performance-research challenges the conventional wisdom*, Corporate Governance: an international review, vol. 2, n.3, p.151-160, 1994.

DRUCKER, Peter F.. *A revolução invisível: como o socialismo fundo-de-pensão invadiu os Estados Unidos*. São Paulo: Novos Ubrais, 1977.

FACCIO, Mara, LASFER, M. Ameziane. Institutional shareholders and corporate governance: the case of UK pension funds. *Journal of Corporate Finance*, v. 6, p. 71-110, março, 2000.

FINANCIAL TIMES, 1997, available from [http:// www.encygov.com/whatscorps.asp](http://www.encygov.com/whatscorps.asp).

GARCIA, Fábio Gallo. *Verificação da existência de assimetria de informação no processo de emissão de ações no mercado brasileiro: uma forma de medir a importância da estrutura de ativos da empresa*, 2002, n. de folhas. Tese (Doutorado em Administração) - Escola de Administração de Empresas da FGV, São Paulo, 2002.

GERMAIN, Laurent. *Dominando finanças – Financial Times – The Wharton School*. São Paulo: Makron Books, 2001.

GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3.ed., São Paulo: Atlas, 1991.

GRINBLATT , Mark, TITMAN, Sheridan. *Financial markets and corporate strategy*. Irwin: McGraw-Hill, 1998.

GUJARATI, Damodar N.. *Econometria Básica*, 3.ed., São Paulo: Makron Books, 2000.

GUERCIO, Diane Del, HAWKINS, Jennifer. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, s.v, p.1-50, New York, NY, Maio, 1998.

HARRIS, Milton, RAVIV, Artur. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 1, 297-355, Março, 1991.

HARVARD BUSINESS REVIEW - Experiências de governança corporativa. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra, Rio de Janeiro: Campus, 2001.

HAWLEY, J.P. e WILLIAMS, A.T.. *Corporate Governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism, working paper Saint Mary's College of California*, School of Economics and Business Administration, p.21, 1996.

HOLLINGSWORTH, J.R. e LINDBERG, L.N.. *The governance of the American Economy: the role of markets, clans, hierarchies and associative behaviour, in private interest government: beyond market and state*.Ed. Streeck, W. e Schmitter, P.C., Sage, London, p.221 –67, 1985.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure in firms, organizations and contracts*. Oxford: University Press, 1974.

KAPLAN, Steven. *Dominando finanças* – Financial Times – The Wharton School. São Paulo: Makron Books, 2001.

KARPOFF, Jonathan M., MALATESTA, Paul \h., WALKLING, \Ralph A.. Corporate governance and shareholders initiatives: empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 42, n., p. 365-95, 1996.

KRUGMAN, Paul. Cobiça e desonestidade são premiadas no mundo empresarial. Artigo, *Folha de São Paulo*. São Paulo, 05 jun. 2002, p. B9.

LATHAM, Mark. Collective action for dispersed shareowners. Available from: <<http://www.corpmon.com/CollectiveAction.htm>>, cited: 28.04.2002.

_____ The corporate monitoring firm. *Corporate Governance –An International Review*. Available from: <<http://www.corpmon.com>>, cited: 28.04. 2002.

Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, disponível em <http://www.senadofederal.gov.br>.

Lei n.º 6.435, de 15.07.1977, disponível em <http://www.senadofederal.gov.br>

Lei n.º 10.303, de 31.10.2001, disponível em <http://www.senadofederal.gov.br>.

LELAND, Hayne E., PYLE David H.. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p., May. 1977.

LESSING, John. *Institutional investors: will we see greater cooperation between them regarding corporate governance?* Bond Law Review, Brisbane, v. 10, n. 2, p. 376-90, December, 1998.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. *Revista do BNDEs*, Rio de Janeiro, n. 8, dez. 1997.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa - o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MAFRA, Johnny José. *Ler e tomar notas: primeiros passos da pesquisa bibliográfica e redação de monografia*, Belo Horizonte: editora da Pucminas, 1996.

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. New York: John Wiley, 1959.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Estatística geral e aplicada*, São Paulo: Atlas, 2001.

MATHIESEN, Henrik. *Managerial ownership and financial performance*. Ph.D. dissertation, Copenhagen Business School, Denmark, Sept/2002, available from [http:// www.encygov.com](http://www.encygov.com).

MAW ET al, 1994, p.1, available from [http:// www.encygov.com/whatscorpgov.asp](http://www.encygov.com/whatscorpgov.asp).

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL – Secretaria de previdência complementar. *Informe Estatístico*, Brasília, ago. 2002.

MONKS, Robert A.G. *Corporate governance and pension plans*. Wharton School, University of Pennsylvania, May, 5, 1995 Available from: <http://www.ragm.com/archpub/ragm/corpgov_pension.html>.Cited: 01.05.2002.

MULA, Irineu de. *Gazeta Mercantil*, 01.07.2002, p. A-14.

MYERS, Stewart C., MAJLUF, Nicholas S. Corporate finance and investment decisions - when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, North-Holland, v. 13, p. 187-221, 1984.

NORTH, C. Douglas. *Custos de transação, instituições e desempenho econômico*, Tradução de Elizabete Hart. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1992.

OCDE – Princípios de governança corporativa. Available from: <http://www.oecd.org> Cited: 15.10.2002.

OLIVEIRA, Fernando Albino, RABELO, Flávio Marcílio e outros, In *GOVERNANÇA CORPORATIVA - Seminários*. Organização IBGE, Patrocínio BNDES e CVM. Rio de Janeiro, 1998.

OSÓRIO, José Luiz. Discurso de abertura do 1.º Investor Relations and Corporate Governance Awards, Latin Finance Awards, São Paulo, 23.01.2002.

PAGLIARINI, Aparecida R. Garcia. Entidade fechada de previdência privada é instituição financeira? Disponível em: www.abrapp.org.br. Citado em: 02.05.2002.

PFEFFER, J.. *Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment*, Administrative Science Quarterly, 1972, v.17, p.218-28.

PFEFFER, J. e LEONG, A.. *Resources allocation in united funds: an examination of power and dependency*, Social Forces, 1977, v. 55, p.775-90.

PFEFFER, J. e SALANICK, G.R...*The external control of organization: a resource dependency perspectives*, Harper & Row, 1978, New York.

PIRC - Corporate governance service. Available from: <http://www.pirc.co.uk/cgserv.htm>. Cited: 24.06.2002.

RAMSAY, Ian, STAPLEDON, G. P., FONG, Kenneth. Corporate governance: the perspectives of Australian institutional shareholders. *Company and Securities Law Journal*, Melbourne, n.18, p. 110-42, 2000.

RICUPERO, Rubens. Morre um deus. Opinião Econômica, Folha de São Paulo, 14, Jul. 2002, pág. B2.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W.. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-83, June, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p. 123-46, Jun. 1998.

SMITH, Michael P.. Shareholder activism by institutional investors: evidence from Calpers. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 1, p. 227-52, March, 1996.

SOARES, Rodrigo O., ROSTAGNO, Luciano M., SOARES, Karina T. Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: CONGRESSO DO ENANPAD, 2002. Salvador. Anais... Salvador: 2002.

THE ENCYCLOPEDIA ABOUT CORPORATE GOVERNANCE. Available from: < <http://www.encycogov.com>.> Cited: 24.06.2002.

THE STAKEHOLDER ALLIANCE. Available from: <http://www.stakeholderalliance.org>.. Cited: 30.04.2002.

THOMSEN, S., PEDERSEN T., Empirical determinants of corporate ownership structure. Trabalho apresentado na Inaugural Conference for New Institutional Economics. *Proceedings* ST. Louis, Missouri: Washington University, Sept., 1997, p.19-21.

TURNBULL, Shan. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 4, Oct. 1997.

USEEM, Michael. Corporate leadership in a globalization equity market. *Academy of Management Executive*. Cidade, v.12, n.4, Nov. 1998.

_____ Executive defense - shareholder power and corporate reorganization. Cambridge: Harvard University Press, 1993.

_____ Investor Capitalism - how money managers are changing the face of corporate America. New York: Basic Books, 1996.

VALADARES, Silvia Mourthé. *Texto para a disciplina Tendências macroambientais de negócios*. PUCMINAS/FUNDAÇÃO DOM CABRAL. BH, 2000.

VENTURA, Luciano Carvalho. A governança corporativa e a sua aplicação na gestão dos fundos de pensão. 22º CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO, Vitória, Outubro, 2001.

VENTURA, Luciano Carvalho. A nova postura dos fundos de pensão como acionistas institucionais e a gestão de suas participações acionárias permanentes. XIV CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO, Rio de Janeiro, 1993, Outubro, 1993.

VENTURA, Luciano Carvalho. A participação dos fundos de pensão na gestão das empresas. XVI CONGRESSO BRASILEIRO DE FUNDOS DE PENSÃO. Jornal da ABRAPP Especial, Rio de Janeiro, Outubro, 1995.

WAHAL, Sunil. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Cidade, v. 31, n. 1, p. , Mar. 1996.

WARTON SCHOOL e outros. Dominando Finanças - Financial Times. Trad. Kátia Roque. São Paulo: Makron Books, 2001.

WOHLSTETTER, Charles. *Pension fund socialism: can bureaucrats run the blue chips ?*, Harvard Business Review, n.71, Jan-Feb/1978.

WORLD BANK, Financial Times, June, 21,1999, available from <http://www.encygov.com/whatscorpgov.asp>.

ANEXO A								
		Acionistas Controladores						
Empresa	AGO/AGE	Acion.1	Acion.2	Acion.3	Total	%FP	ER +1	
Acesita	5/11/1999	39%	19%	12%	70%	37%	-0,021	
Acesita	26/5/1995	23%	16%	8%	47%	47%	0,0234	
Acesita	5/7/1996	24%	16%	9%	49%	48%	-0,016	
Acesita	10/7/1998	24%	16%	8%	48%	48%	0,0349	
Acesita	10/7/1998	24%	16%	8%	48%	48%	-0,0077	
Aços Villares	30/1/1996	27%	51%	7%	85%	5%	0,0047	
Aubos Trevo	16/5/2001	37%	14%		51%	0%	0,0753	
Aracruz Celulose	15/3/1995	28%	28%	12%	68%	0%	-0,0344	
Belgo Mineira	6/4/1998	18%	15%	11%	44%	13%	-0,0177	
Belgo Mineira	10/11/1998	18%	18%	11%	47%	15%	-0,0155	
Bombril	19/6/1997	92%	8%		100%	0%	-0,0736	
Brasil Telecom	4/4/2001	99%			99%	0%	0,0443	
Brasil Telecom	8/6/1998	82%			82%	0%	-0,0979	
Brasil Telecom	20/11/1997	82%			82%	0%	0,0325	
Brasil Telecom	23/5/1997	82%			82%	0%	-0,0357	
Brasil Telecom	17/5/1996	82%	10%	5%	97%	0%	0,0552	
Brasil Telecom	16/10/1995	82%	10%		92%	0%	-0,014	
Brasil Telecom	19/5/1995	82%	10%		92%	0%	-0,0109	
Brasil Telecom Particip.	23/3/2001	52%	5%		57%	5%	0,0143	
Bunge Fertilizantes	24/11/2000	57%	17%		74%	0%	-0,045	
Caemi Min.e Metalurgia	11/4/1997	100%			100%	0%	-0,0008	
Celesc	17/6/1996	50%	30%	13%	93%	13%	-0,0147	
Celesc	24/9/1996	50%	30%	13%	93%	13%	0,0005	
Celpe	26/12/1997	99%			99%	0%	-0,0425	
Cemig	8/11/1996	51%	33%		84%	0%	-0,0258	
Cemig	8/11/1996	51%	33%		84%	0%	-0,0021	
Cemig	11/12/1995	84%			84%	0%	-0,0218	
Cemig	11/12/1995	84%			84%	0%	0,0128	
Cemig	6/10/1995	84%			84%	0%	0,0113	
Cemig	6/10/1995	84%			84%	0%	0,0194	
Cemig	30/6/1994					0%	-0,0457	
Cerj	29/3/1996	78%	13%		91%	0%	0,0672	
Cerj	25/4/1995					0%	-0,016	
Cesp	5/7/1996	63%	13%	11%	87%	0%	-0,06	
Cesp	5/7/1996	63%	13%	11%	87%	0%	-0,0328	
Cesp	22/9/1994					0%	0,0197	
Chapecó S.A - Ind.e Com.	30/11/1995	80%	15%	2%	97%	0%	-0,1127	
Cia Hering	2/7/1997	26%	12%	9%	47%	9%	-0,2894	
Cia Paraibuna de Metais	1/3/1996	92%	6%		98%	0%	-0,1368	
Coelce	27/1/1998	89%			89%	0%	-0,0798	
Coelce	24/4/1997	89%			89%	0%	-0,0519	
Comgas	26/4/2001	76%	20%	4%	100%	0%	-0,057	
Copel	27/6/1997	63%	22%	1%	86%	0%	-0,0006	
Coteminas	19/11/1999	51%	8%		59%	0%	-0,0413	
CRT	13/5/1998					0%	-0,0186	
Dixie Toga	28/4/1998	89%			89%	0%	0,0898	
Duratex	5/9/2000	60%	22%		82%	0%	-0,0108	
Electrolux	26/7/1994						-0,0091	
Eletróbrás	13/9/1994					0%	0,0022	
Eletróbrás	13/9/1994					0%	0,0063	

Eluma S.A Ind.e Com.	29/11/1995	72%	10%	6%	88%	0%	-0,0568
Embraer	20/7/2000	28%	19%	17%	64%	47%	-0,0207
Embraer	25/7/1997	25%	25%	15%	65%	50%	0,001
Embraer	8/5/1996	27%	16%	12%	55%	22%	-0,1249
Embraer	12/9/1997	25%	25%	15%	65%	50%	0,0037
Embraer	12/6/1998	20%	17%	17%	54%	37%	-0,0205
Embraer	6/7/2000	28%	19%	17%	64%	47%	0,0055
Embraer	30/6/2000	28%	19%	17%	64%	47%	0,0497
Enersul	27/7/1997	60%	24%		84%	0%	-0,1472
Ericsson Telecomunic.	30/4/1996	51%	26%	10%	87%	0%	0,0431
F.Cataguazes	3/12/1997	40%	29%	12%	81%	0%	0,0553
F.Cataguazes	3/9/1997	35%	27%	15%	77%	0%	-0,0154
F.Cataguazes	19/3/1996	35%	27%	15%	77%	0%	-0,0274
Ferro Ligas	19/10/2000	99%			99%	0%	-0,088
Ferro Ligas	17/3/2000	99%			99%	0%	-0,0488
Gerasul(Tractebel)	5/7/2001	80%			80%	0%	0,0064
Gerasul(Tractebel)	14/11/2000	77%	6%		83%	0%	-0,0025
Gerasul(Tractebel)	16/8/2000	77%	6%		83%	0%	-0,0071
Gerasul(Tractebel)	16/8/2000	77%	6%		83%	0%	-0,0122
Gerdau Metalúrgica	23/10/1996	48%	35%	10%	93%	5%	-0,0086
Globo Cabo	16/11/1999				0%		0,0589
Globo Cabo	17/4/1997				0%		-0,0009
Inepar S.A - Eq.e Mont.	19/8/1998				0%		0,0068
Inepar S.A Ind.e Const.	6/12/1996				0%		-0,0308
lochpe-Maxion	26/6/1997	64%	5%		69%	0%	-0,0011
Itautec Philco	14/9/1995	100%			100%	0%	-0,0133
Klabin	13/12/2000	59%	20%		79%	0%	-0,0243
Kuala	24/1/1997	53%	7%	6%	66%	0%	0,0039
Light	28/4/1999	20%	14%	11%	45%	0%	0,0292
Lojas Americanas	30/6/1998	51%	5%		56%	5%	-0,0828
Lojas Americanas	29/5/1998	51%	5%		56%	5%	-0,0092
Lojas Americanas	30/6/1997	51%			51%	5%	-0,0198
Lojas Americanas	30/6/1997	51%			51%	5%	0,0067
Lojas Americanas	31/5/1997	51%			51%	5%	-0,0466
Lojas Americanas	31/5/1997	51%			51%	5%	-0,0043
Lojas Americanas	30/4/1997	51%			51%	5%	-0,0092
Lojas Americanas	30/4/1997	51%			51%	5%	-0,0001
Lojas Americanas	31/1/1997	50%			50%	0%	0,0138
Lojas Americanas	31/1/1997	50%			50%	0%	0,002
Lojas Americanas	31/5/1996	50%			50%	0%	0,0076
Lojas Americanas	29/2/1996	50%			50%	0%	-0,008
Lojas Americanas	31/1/1996	50%			50%	0%	0,0034
Lojas Americanas	29/12/1995	50%			50%	0%	-0,0143
Lojas Americanas	30/11/1995	50%			50%	0%	0,0389
Lojas Americanas	31/10/1995	50%			50%	0%	-0,0011
Lojas Americanas	28/4/1995	50%			50%	0%	0,0029
Lojas Renner	20/11/1998	56%	10%		66%	0%	0,0101
Lojas Renner	30/4/1998	56%	10%		66%	0%	-0,0207
Lojas Renner	30/12/1997	56%	10%		66%	0%	0,0042
Lojas Renner	1/10/1997	56%	10%		66%	0%	0,0029
Lojas Renner	30/12/1996	56%	10%	5%	71%	0%	0,002
Minupar Participações	11/11/1994						-0,0386
Pão de Açúcar	26/4/2001	60%	24%	10%	94%	0%	0,0271
Pão de Açúcar	9/8/1999	78%	15%	4%	97%	0%	-0,0278
Pão de Açúcar	29/4/1997	79%	15%	4%	98%	0%	-0,0038
Paulista F. Luz	9/12/1996	61%	6%		67%	0%	-0,0054
Petrobras	1/7/1997	82%			82%	0%	0,0119

Petrobras	23/5/2000	84%			84%	0%	-0,0162
Randon Participações	11/7/1995	87%			87%	0%	0,0077
Rhodia-Ster	10/11/1999	68%			68%	0%	-0,206
Cia.Suzano Papel e Cel.	8/12/1994						-0,03
Telemar Norte Leste	25/9/1995	84%			84%	0%	-0,0028
Telemar Norte Leste	25/9/1995	84%			84%	0%	-0,0059
Telemar Norte Leste	19/5/1995	84%			84%	0%	-0,006
Telemar Norte Leste	24/10/1994					0%	-0,0248
Telemig	24/10/1994					0%	-0,1069
Telemig	28/5/1999	89%			89%	0%	-0,0099
Telemig	22/12/1998	89%			89%	0%	0,0404
Telemig	21/12/1998	89%			89%	0%	0,0092
Telemig	7/12/1998	89%			89%	0%	0,0021
Telemig	26/6/1998	89%			89%	0%	-0,037
Telemig	26/5/1997	89%			89%	0%	0,0083
Telemig	8/11/1996	89%			89%	0%	-0,0279
Telemig	21/5/1996	89%			89%	0%	-0,0988
Telemig	9/10/1995	89%			89%	0%	-0,0077
Telemig	19/5/1995	89%			89%	0%	0,003
Telesp	24/10/1994					0%	0,0104
Telesp	21/7/2000	46%	8%		54%	0%	-0,0134
Telesp Cel. Part.	25/8/2000	40%	36%	9%	85%	0%	0,0271
Telesp Cel. Part.	25/8/2000	40%	36%	9%	85%	0%	0,0084
Trafo	30/5/2001	24%	12%	7%	43%	0%	0,0371
Usiminas	30/6/1994	15%	15%	14%	44%	15%	-0,0099
Votorantim	17/1/1995					0%	0,0282
Votorantim C. P.	14/10/1996	67%	13%	7%	87%	0%	-0,0036
				Média ==>			-0,0143
				Desvio- padrão ==>			0,00317

FONTE: BERTUCCI, L.A. e GARCIA, F.G.. *A estratégia de financiamento com ações: o caso de empresas emitentes na Bolsa de Valores de São Paulo*. Artigo publicado nos Anais da 37.^a Assembléia do Conselho Latino Americano de Escolas de Administração – CLADEA - , Outubro/2002. ECONOMÁTICA – Banco de Dados