

# *FUNDOS DE PENSÃO, MERCADOS DE CAPITAIS E CORPORATE GOVERNANCE: LIÇÕES PARA OS MERCADOS EMERGENTES*

**Flávio Márcílio Rabelo**

Professor do Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas e Diretor  
Adjunto do Centro de Estudos de Relações  
Econômicas Internacionais.  
E-mail: [rabelo@turing.unicamp.br](mailto:rabelo@turing.unicamp.br)

**RESUMO:** Nos seus vinte anos de existência, o sistema brasileiro de previdência complementar acumulou ativos de mais de 70 bilhões de reais. Existe um crescente debate sobre o papel que os fundos de pensão podem desempenhar na economia brasileira. Alimenta-se uma esperança de que eles possam contribuir em três áreas fundamentais: (a) financiamento do desenvolvimento, (b) expansão dos mercados de capitais e (c) democratização do capital (desconcentração da estrutura de propriedade corporativa). Este trabalho procura extrair da experiência dos países industrializados algumas perspectivas que possam contribuir para o debate em torno do crescimento e atuação de fundos de pensão nos mercados emergentes.

**ABSTRACT:** In its twenty years of existence, Brazil's private pension system has accumulated assets over 70 billion dollars. There is a growing concern about the role private pensions can play in the Brazilian economy. It is hoped that they can contribute in three important aspects: (a) financing economic development, (b) growth of domestic capital markets, and (c) dilution of the property structure. This study will try to draw from the experience of industrialized countries some perspectives related to the growth and performance of pension funds in emerging markets.

**PALAVRAS-CHAVE:** fundos de pensão, mercados de capitais, controle corporativo, estrutura de propriedade.

**KEY WORDS:** pension funds, capital markets, corporate governance, property structure.

Nos seus vinte anos de existência, o sistema brasileiro de previdência complementar acumulou ativos de mais de 70 bilhões de reais. Esse sistema é constituído basicamente de fundos fechados de previdência privada<sup>1</sup> instituídos por empresas estatais e privadas. Existe um crescente debate sobre o papel que os fundos de pensão podem desempenhar na economia brasileira. Alimenta-se uma esperança de que eles possam contribuir em três áreas fundamentais: (a) financiamento do desenvolvimento, (b) expansão dos mercados de capitais e (c) democratização do capital (desconcentração da estrutura de propriedade corporativa).

Este trabalho procura extrair da experiência dos países industrializados algumas perspectivas que possam contribuir para o debate em torno do crescimento e atuação de fundos de

pensão nos mercados emergentes. Os possíveis efeitos do crescimento desses fundos são analisados sob a ótica dos mercados de capitais e dos sistemas de *corporate governance*. O ambiente institucional, as regras relativas aos investimentos *funding* dos fundos de pensão, juntamente com as estruturas predominantes de propriedade e controle das corporações estabelecem o contexto de atuação desses fundos de pensão. Por outro lado, o crescimento desses investidores institucionais tem o potencial de transformar essas estruturas e afetar fundamentalmente a profundidade dos mercados domésticos de capitais.

## OS DISTINTOS SISTEMAS DE CORPORATE GOVERNANCE

O papel que os fundos de pensão desempenham ou podem vir a desempenhar na economia de um país depende fundamentalmente das estruturas de financiamento, controle e propriedade das corporações. É por isso que a discussão da influência dos fundos de pensão passa necessariamente por uma análise dos sistemas

de *corporate governance*.<sup>2</sup> Um primeiro elemento importante nessa análise é o mercado de controle corporativo, ou seja, os mecanismos de mercado por meio dos quais o controle e a propriedade das empresas são negociados.

Quando se vai analisar as diferenças entre os mercados de controle corporativo é preciso ter em mente que as principais diferenças entre os países não dizem respeito ao modo

como os sistemas financeiros canalizam *funding* para as corporações, mas sim à forma como a propriedade e o controle estão organizados na economia. Franks & Mayer<sup>3</sup> propuseram classificar os sistemas de controle corporativo como sendo de controle interno e externo.

Os sistemas de controle externo caracterizam-se pelas seguintes propriedades: um grande número de empresas lis-

tadas em bolsa de valores; mercados de capitais líquidos, nos quais o direito de propriedade e controle são freqüentemente negociados; pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações. Já os sistemas de controle interno apresentam um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa; mercados de capital com pouca liquidez e nos quais controle e propriedade não são comumente negociados; e sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre as corporações. Os sistemas externos vigoram nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto os sistemas de controle interno predominam na Europa continental e no Japão. Os sistemas externos têm uma forma hierárquica de controle que vai dos investidores individuais diretamente ou indiretamente via instituições para as empresas. Já nos sistemas internos, o controle é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não-financeiro. A Tabela 1 mostra como essas diferenças refletem-se no número de empresas listadas em bolsa nesses países.

Uma outra classificação possível é a proposta por Davis.<sup>4</sup> Segundo esse autor, a dis-

**O papel que os fundos de pensão desempenham ou podem vir a desempenhar na economia de um país depende fundamentalmente das estruturas de financiamento, controle e propriedade das corporações.**

\* Texto apresentado no Seminário "Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina", São Paulo, 24 e 25 de abril de 1997.

1. Os chamados "fundos abertos", oferecidos por alguns bancos, representam uma parcela diminuta dos ativos da previdência privada.

2. *Corporate governance*, o sistema de "governo" das corporações, é um tema tradicionalmente vinculado com a relação principal-agente e, nessa perspectiva, a sua função básica é minimizar a perda residual associada à separação da propriedade do controle das corporações. Veremos, a seguir, que essa ótica aplica-se à realidade dos países anglo-saxões, mas não consegue dar conta dos sistemas de propriedade e controle da maioria dos outros países.

3. FRANKS, J., MAYER, C. *Corporate control: a comparison of insider and outsider systems*. London Business School and University of Oxford, 1994. (mimeo.)

4. DAVIS, E. P. *Pension funds: retirement-income security and capital market: an international perspective*. Oxford: Clarendon Press, 1995; *The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*. In: DAVIS, E. P. *The future of the financial system*, proceedings of a conference held at the Reserve Bank of Australia, RBA, Sydney. (mimeo), 1996.

tição costumeira entre os sistemas de controle corporativo existentes nos países anglo-saxões e nos da Europa continental e Japão pode ser traduzida pela dicotomia entre controle de mercado via *equity* e controle direto via débito. O elemento central do controle direto via débito é o *relationship banking*, bastante característico da Alemanha e do Japão. Nesse sistema, as corporações desenvolvem relacionamentos de longo prazo com um pequeno número de credores e de detentores de *equity*. O sistema também apresenta um grande número de posse cruzada de ações entre as corporações, as quais funcionam mais como mecanismo para sedimentar alianças do que propriamente como exercício de controle. Os bancos aparecem como instrumento de coordenação importante, tanto na qualidade de acionistas quanto de credores. O papel dos outros acionistas institucionais, entre os quais os fundos de pensão, é bastante limitado nesse sistema pelas restrições de voto, pela influência dos acionistas corporativos, pela falta de informações financeiras detalhadas, e pelos direitos assegurados de outras partes (empregados, fornecedores, credores) de representação nos conselhos superiores das corporações. O monitoramento da gerência, segundo Davis<sup>5</sup> é delegado a um intermediário de confiança: os bancos.

O sistema de controle de mercado via *equity* apresenta a atividade de aquisição (*takeovers*) como mecanismo privilegiado de resolução dos conflitos de interesse entre os acionistas e a gerência. A ameaça de uma aquisição hostil funciona como uma restrição ao comportamento dos executivos.<sup>6</sup> Os investidores institucionais possuem um papel de destaque nesse sistema, tanto diretamente quanto por meio dos diretores não-executivos, complementando a pressão disciplinadora das aquisições e avaliando as propostas relativas a elas, quando estas surgem.

tro da firma constituem um determinante importante da sua estrutura de capital<sup>8</sup> e de que o débito, ao restringir o fluxo de caixa livre à disposição da gerência, limita sua capacidade de seguir uma agenda pessoal às custas da maximização do valor dos acionistas.<sup>9</sup> O endividamento elevado ajudaria a submeter a gerência à constante inspeção do mercado de capital, posto que cada novo empreendimento teria de ser financiado via lançamento de débito ou de *equity*. O débito poderia mesmo vir a forçar a gerência a liquidar operações ineficientes. Jensen<sup>10</sup> acredita que o desejo de um controle corporativo mais eficiente por meio do débito estava por trás da onda de aquisições e *buyouts* alavancados nos anos oitenta. Esse sistema, porém, teria suas desvantagens, na medida em que o aumento do grau de endividamento pode intensificar conflitos entre os credores e os acionistas e aumentar a propensão ao risco dos acionistas, pois, no caso de um fracasso, a maior parte do ônus recairia sobre os credores.

O sistema de *governance* baseado no controle direto via *equity* é de relevância particular na discussão do papel dos fundos de pensão, pois nesse sistema a função disciplinadora recai substancialmente sobre os investidores institucionais. A idéia é que a insatisfação com o mecanismo de aquisição, característico do modelo de controle de mercado via *equity*, estaria dando origem, nos países onde os investidores institucionais são acionistas relevantes, a uma forma de *governance* baseada num monitoramento mais constante dos grandes acionistas. Os investidores institucionais estariam construindo canais formais e informais para exercer uma influência disciplinadora sobre os executivos das companhias presentes em seus portfólios.

Esses sistemas alternativos caracterizam-se também por diferentes graus de concentração

5. DAVIS, E. P. Op. cit., 1996.

6. Até porque a grande maioria das aquisições hostis é seguida pelo desligamento dos executivos da firma adquirida.

7. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995, 1996.

8. JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-60, 1976.

9. JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, p.323-9, 1986; ZWIEBEL, J. Dynamic capital structure under management entrenchment. *American Economic Review*, v.86, n.5, p.1197-215, 1996.

10. JENSEN, M. C. Op. cit., 1986.

**Tabela 1 – Número de companhias listadas por país (1986)**

FRANÇA	ALEMANHA	JAPÃO	REINO UNIDO	EUA
680	450	1.500	2.500	6.000

Fonte: FRANKS, J., MAYER, C. *Corporate control: a comparison of insider and outsider systems*. London Business School and University of Oxford, 1994. (mimeo.), p.23.

Dois outros sistemas são também mencionados por Davis:<sup>7</sup> controle de mercado via débito e controle direto via *equity*. O primeiro parte do suposto de que os conflitos de agência den-

da propriedade, sendo algumas comparações entre o Reino Unido e a Alemanha bastante ilustrativas. Comparando a composição acionária de amostras das principais empresas listadas em

bolsa desses países, Franks & Mayer<sup>11</sup> observam que no Reino Unido em apenas 16% das empresas existe um acionista com mais de 25% das ações (Tabela 2), enquanto na Alemanha esse percentual é de 85,4% (Tabela 3). Em mais da metade das firmas francesas e alemãs existe um único acionista majoritário; já o dado equivalente para o Reino Unido é de 6%.<sup>12</sup> As diferenças aparecem também na distribuição da propriedade dessas ações (Tabela 4): enquanto as corporações são os maiores acionistas na Alemanha, no Reino Unido elas detêm apenas 9,9% do total das ações. Neste último país, o ator mais importante são os investidores institucionais, sendo os maiores dos quais os fundos de pensão. O peso dos fundos de pensão é também bastante relevante nos Estados Unidos. Em 1994, eles representavam 48,1% do capital institucional e 29,6% do total das ações cotadas em bolsas. Até o final desse mesmo ano, o sistema de pensão americano acumulava ativos de US\$ 4,6 trilhões, dos quais US\$ 1,18 trilhões eram fundos públicos, US\$ 2,51 trilhões eram fundos privados com curadores e o restante era administrado como ativos de seguros. As aplicações em *equities* correspondiam a 43,8% dos ativos dos fundos privados e 48,7% dos ativos dos fundos públicos.<sup>13</sup>

Um outro ponto que merece ser ressaltado é que as corporações alemãs freqüentemente detêm um interesse controlador<sup>14</sup> em outras empresas (quase 28% dos casos). Já os investidores institucionais do Reino Unido raramente possuem interesses controladores nas empresas nas quais investem.

Os sistemas de controle externo apresentam um sério problema de agência, na medida em

**Tabela 2 – Maiores acionistas nas 200 principais empresas listadas em bolsa no Reino Unido (1990)**

MAIOR ACIONISTA	PERCENTUAL DE EMPRESAS
0-3%	6%
3-5%	30%
5-10%	31%
10-15%	10%
15-20%	4%
20-25%	3%
25-50%	10%
> 50%	6%

Fonte: FRANKS, J., MAYER, C. *Corporate control: a comparison of insider and outsider systems*. London Business School and University of Oxford, 1994. (mimeo.), p.24.

**Tabela 3 – Posições acionárias de mais de 25% em 171 companhias industriais e comerciais listadas em bolsa na Alemanha Ocidental**

I. Companhias com estrutura acionária dispersa <sup>a</sup>	14,6%
II. Companhias com pelo menos um grande acionista, sendo este:	85,4%
• outra empresa alemã	27,5%
• grupo familiar	20,5%
• um <i>trust</i> /investidor institucional	12,9%
• companhia estrangeira <sup>b</sup>	9,9%
• um banco	5,8%
• empresa de seguro	1,8%

Fonte: Hoppenstedt e cálculos próprios dos autores. Fonte: FRANKS, J., MAYER, C. Op. cit, p.27.

a. Companhias das quais inexistem acionistas com pelo menos 25% do capital volante.

b. Inclui empresas *holdings* estrangeiras.

**Tabela 4 – Propriedade das companhias no Reino Unido e na Alemanha**

PROPRIETÁRIO	ALEMANHA (1990)	REINO UNIDO (1986)
• Indústria	42%	10%
• Indivíduos (investidores privados)	17%	24%
• Investidores externos	14%	5%
• Instituições financeiras	12%	51%
• não-bancárias		
• Bancos	10%	5%
• Governo	5%	5%

Fontes: Deutsche Bundesbank (Alemanha) e Price Waterhouse (Reino Unido) citados em FRANKS, J., MAYER, C. Op. cit., 1994, p.25-6.

que a dispersão da propriedade permite comportamentos da gerência (agente) que são contrários aos interesses dos acionistas-proprietários (principal). Além disso, a diluição da propriedade dificulta ações individuais dos acionistas (o chamado problema do *free rider*). Existem, é claro, mecanismos utilizados nos sistemas para reduzir esses problemas. Os mais conhecidos são o monitoramento e controle da gerência por diretores independentes não-executivos apontados pelos acionistas; esquemas

11. FRANKS, J., MAYER, C. Op. cit.

12. Idem. Ownership and control. In: SIEBERT, H., ed. *Trends in business organization: does participation and cooperation increase competitiveness?* Tübingen: Mohr, 1995.

13. Dados do Brancato Report on Institutional Investment (v.2, janeiro de 1995), citado em MONKS, A. G. *Corporate governance and pension plans: if one cannot sell, 1*, 1995.

14. Considera-se um interesse controlador a propriedade de 25% ou mais de uma empresa.

de incentivos para os executivos que vinculam sua remuneração a resultados desejáveis para os proprietários; e o mercado de controle corporativo – as aquisições. Este último mecanismo é o que aparece com maior destaque, até pela repercussão que grandes aquisições hostis provocam na imprensa. Em tese, a possibilidade de uma aquisição hostil colocaria certos limites às ações dos executivos, evitando comportamentos que não estão de acordo com os interesses dos acionistas. Além disso, esse mecanismo aumentaria a eficiência alocativa dos recursos na economia na medida em que puniria as empresas mal gerenciadas.

Contrariamente a essas expectativas, contudo, os estudos empíricos oferecem pouca evidência de que as mudanças de controle nas aquisições são uma resposta ao mau desempenho dos executivos.<sup>15</sup> O mercado de controle corporativo reflete muito mais as estratégias corporativas em conflito do que um mecanismo para corrigir um mau desempenho do passado. De fato, ofertas hostis de aquisição podem ocorrer na ausência de qualquer evidência de desempenho insatisfatório no passado. Há uma maior evidência, porém, relativa à associação entre um fraco desempenho corporativo e a intervenção institucional direta nos sistemas de controle externo.<sup>16</sup>

No sistema de controle interno, cujo exemplo mais estudado é o da Alemanha, não há espaço para um mercado de controle corporativo tipo anglo-americano, dada a estrutura de propriedade das empresas. Num dos raríssimos casos de aquisição hostil (o da Continental pela Pirelli), não havia na empresa adquirida um acionista com pelo menos 25% das ações.

Finalmente, caberia apresentar sistemas “intermediários” de *corporate governance*, que não se ajustam aos modelos anteriormente descritos, mas que são muito úteis para entender a realidade dos países latino-americanos. O caso italiano servirá de ilustração.<sup>17</sup> Na Itália, com a notória exceção do Mediobanca, os bancos praticamente não detêm participações acionárias em empresas não-financeiras. Mais ainda, não existem instituições financeiras importantes na estrutura de propriedade italiana. A própria lei das sociedades anônimas, as regras dos mercados de *securities* e as regulamentações do investimento não proporcionam um arcabouço institucional para que os investidores institucionais desempenhem um papel relevante em termos de *corporate governance*. A estrutura de proprieda-

de e controle dos grupos empresariais italianos implica, por sua vez, severas limitações ao papel dos acionistas minoritários das empresas subsidiárias desses grupos. Além disso, nenhum tipo de monitoramento independente é exercido pelos Conselhos de Administração das empresas.

O dado mais importante do sistema de propriedade e controle italianos é a estrutura piramidal<sup>18</sup> dos principais grupos econômicos do país. Tal estrutura se configura quando várias empresas são controladas pelo mesmo empreendedor por meio de uma cadeia de relações proprietárias e de controle. Observou-se, a partir de uma pesquisa realizada pelo Banco D'Italia com uma amostra significativa de empresas, que quase todas as grandes (com mais de 1.000 empregados) faziam parte de um grupo piramidal, assim como 60 a 85% das empresas com mais de 100 empregados. O sistema caracteriza-se também pela mais elevada concentração da propriedade e o menor número de empresas listadas em bolsa entre os países industrializados.

Duas formas de controle predominam nesse sistema: o controle familiar e o controle de coalizão. O primeiro caracteriza qualquer estrutura de propriedade na qual os proprietários não-controladores pertencem à mesma família do empreendedor.<sup>19</sup> Já o controle de coalizão caracteriza uma estrutura de propriedade na qual existe evidência inequívoca do empreendedor e dos acionistas não-proprietários partilharem de um valor comum ou estarem contratualmente ligados.

O diagnóstico de Barca<sup>20</sup> é que o sistema corporativo italiano é inadequado para governar o rápido crescimento das empresas em situações em que ocorre falta de capital, dado que o sistema inviabiliza soluções via débito de longo prazo ou capital privado de risco. Criou-se uma situação na qual cada empresário, ao considerar a opção de abrir o capital de sua empresa, sabe que não poderá oferecer por conta própria garantias suficientes para superar a falha geral do ambiente de *governance*. Quando precisa de capital, portanto, falta-lhe incentivo para procurar o mercado de capitais e afastar-se das formas tradicionais de controle. A preponderância de débito de curto prazo e o amplo uso de colaterais são considerados particularmente inadequados para financiar um rápido crescimento. Não é por acaso que, com algumas notáveis exceções, as grandes empresas públicas e privadas italianas falharam repetidamente no desenvolvimento de estratégias multinacionais.

15. FRANKS, J., MAYER, C. Op. cit.

16. JENKINSON, T., MAYER, C. *Hostile takeovers: defence, attack and corporate governance*. London: MacMillan, 1994.

17. BARCA, F. On corporate governance in Italy: issue, facts and agenda. Nota di Lavoro 10.96, Research Department, Bank of Italy, Rome. (mimeo), 1996.

18. Davis (op. cit., 1996) vê nessa estrutura um exemplo de controle direto via *equity*, já que as empresas no topo da pirâmide detêm ações das que estão abaixo.

19. Entende-se por empreendedor o acionista que de fato exerce o controle da empresa.

20. BARCA, F. Op. cit.

Barca<sup>21</sup> acredita que a principal anomalia do sistema italiano está justamente no papel muito limitado das instituições financeiras no âmbito de *corporate governance*. De acordo com ele, a preocupação central de qualquer reforma deve ser dotar os bancos e outros investidores institucionais das ferramentas e incentivos para monitorar a gestão das empresas.

## FUNDOS DE PENSÃO E MERCADOS DE CAPITAIS

Um ponto de partida é definir quais as características desejáveis de um mercado de capitais. Quatro dimensões parecem importantes: liquidez, uma justa valoração das *securities*, uma regulação apropriada e inovatividade. Liquidez significa um grande volume de *securities* regularmente transacionadas de modo que os investidores acreditem que possam liquidar rapidamente suas posições. A regulação é crucial na medida em que protege os investidores de fraudes, salvaguarda os direitos dos acionistas minoritários e garante a confiabilidade das demonstrações financeiras das empresas. Finalmente, a inovatividade reflete-se num mercado capaz de atender às necessidades emergentes dos investidores em tempo hábil. Blake<sup>22</sup> argumenta que os investidores institucionais, como os fundos de pensão, têm um incentivo para assegurar que todas essas características se façam presentes.

O volume de ativos nas mãos de grandes investidores institucionais lhes dota de uma capacidade singular de pressionar o mercado em direção a esses parâmetros de eficiência. Blake<sup>23</sup> sustenta ainda que a presença de grandes investidores institucionais estimula o desenvolvimento de serviços especializados de intermediação financeira (e. g., corretagem e pesquisa) na economia, elevando o montante de informação disponível. Além disso, a exigência básica dos fundos de pensão é justamente a liquidez – a capacidade de negociar

grandes volumes de papéis sem mover os preços negativamente e com baixos custos de transação. Quanto à inovatividade, a experiência dos países da OECD revela uma crescente demanda dos fundos de pensão por *securities* derivativas, instrumentos de indexação, estratégias de seguro de portfólio e instrumentos para *hedging*.

A primeira relação que desejamos explorar é a do crescimento de um segmento de fundos de pensão na economia e o volume de poupança agregada. A evidência disponível não comprova nenhuma correlação significativa entre a existência de fundos de pensão capitalizados e a taxa de poupança.<sup>24</sup> A Singapura e

a Suíça, por exemplo, possuem fundos de pensão bem capitalizados e apresentam altas taxas de poupança, enquanto no Reino Unido e nos Estados Unidos fundos de pensão bem capitalizados convivem com uma das mais baixas taxas de poupança do mundo. A relação importante é entre uma maior capitalização dos fundos de pensão e o tipo de poupança. A conclusão a que Davis<sup>25</sup> chega num

**O mercado de controle corporativo reflete muito mais as estratégias corporativas em conflito do que um mecanismo para corrigir um mau desempenho do passado.**

dos mais completos estudos sobre a atuação dos fundos de pensão nos países da OCDE é que os efeitos sobre a oferta de *funding* de longo prazo são mais importantes que os efeitos sobre a acumulação total.

O redirecionamento da poupança deve-se fundamentalmente ao distinto comportamento dos fundos em relação ao dos investidores individuais. Como os fundos de pensão possuem basicamente obrigações de longo prazo, isso lhes permite concentrar seus portfólios em ativos de longo prazo, que proporcionam um maior rendimento. As Tabelas 5 e 6 mostram essas diferentes atitudes frente ao investimento. Espera-se que as poupanças de longo prazo procurem os investimentos de longo prazo. Essa lógica simples ficou comprovada nas experiências da Malásia, da Singapura e do Chile.<sup>26</sup> No caso dos mercados emergentes, a expectativa é que a demanda por *securities* negociáveis gerada pelo acúmulo de poupança

21. Idem, *ibidem*.

22. BLAKE, D. *Pension schemes and pension funds in the United Kingdom*. Oxford: Clarendon Press, 1995.

23. Idem, *ibidem*.

24. SHARMA, A. K. Pension funds and the development of capital markets. *LatinFinance*, n. 53, p. 58-61, Dec. 1993.

25. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995.

26. SHARMA, A. K. Op. cit.

Tabela 5 – Distribuição dos portfólios dos fundos de pensão 1990 (%)

PAÍS	LIQUIDEZ E DEPÓSITOS	BONDS	EMPRÉSTIMOS	PROPRIEDADE	EQUITIES
Reino Unido	7	14	0	9	63 (70) <sup>a</sup>
EUA	9	36	0	–	46 (48)
Alemanha	2	25	36	6	18 (18)
Japão	3	47	13	2	27 (27)
Canadá	11	47	0	3	29 (38)
Países Baixos	3	23	39	11	20
Suécia	3	84	10	1	1
Suíça	12	29	14	17	16
Dinamarca	1	67	1	–	7
França	–	–	–	–	(20)
Austrália	23	20	–	16	27
Memo: Itália	21	45	1	32	2

Fonte: DAVIS, E.P. Op. cit., 1995, p.161.

a Os dados entre parênteses referem-se a 1994 (Cfr. DAVIS, E. P. Op. cit., 1996, p.57)

Tabela 6 – Distribuição dos portfólios das famílias 1990 (%)

PAÍS	LIQUIDEZ E DEPÓSITOS	BONDS	EMPRÉSTIMOS E MONTAGENS	EQUITIES <sup>a</sup>	SEGUROS DE VIDA E FUNDOS DE PENSÃO
Reino Unido	29	4	0	12	47
EUA <sup>b</sup>	30	10	1	19	33
Alemanha	48	18	0	6	22
Japão	53	5	0	13	23
Canadá	39	6	2	21	28
Países Baixos <sup>c</sup>	29	8	0	6	54
Austrália	34	13 <sup>d</sup>	0	17	36
França	51	3	0	34	12
Itália	49	67	1	–	7

Nota: as famílias no Reino Unido e Canadá têm 1% em ativos estrangeiros; nos demais países esse percentual é zero ou não registrado.

a Inclui fundos mútuos. c 1987.  
b Exclui *equity* em negócios não-corporativos. d Inclui "outros ativos".

de longo prazo nas mãos dos fundos de pensão possa levar a uma melhor avaliação das *securities*, estimulando novos lançamentos. Espera-se também que a expansão de instrumentos de renda fixa de longo prazo para atender às necessidades dos fundos de pensão possa aprofundar os mercados domésticos de capital dessas economias. Crespo<sup>27</sup> cita o exemplo da Índia para mostrar que a presença crescente de instituições locais pode ajudar a desenvolver o mercado latino de IPOs (*Inicial Public Offerings*).

É preciso notar, contudo, que a concentração de *securities* em grandes investidores institucionais só conduz à uma eficiência alo-

cativa dos capitais e a uma avaliação precisa das *securities* se os custos de transação forem baixos e se existirem poucas regulamentações quanto à distribuição dos portfólios. No momento, só os países anglo-saxões (Reino Unido e Estados Unidos) aproximam-se desses requisitos.

Dois possíveis aspectos negativos da atuação dos fundos de pensão nos mercados de capitais apontados na literatura são o aumento da volatilidade e a imposição de uma lógica de curto prazo. O impacto da volatilidade é creditado basicamente ao efeito de *herding* dos investidores institucionais. Como esses investidores concentram um volume razoável de

27. CRESPO, M. Shot in the arm: why pension reform in Latin America will boost the fortunes of U.S. institutions investing there. *Financial World*, v.163, n.7, p.102-5, 1994.

*securities* e têm facilidade de informação quanto a movimentos volumosos dos concorrentes, a possibilidade de uma notícia ruim provocar um efeito negativo sobre o mercado é amplificada. Davis<sup>28</sup> apresenta, porém, uma argumentação contrária nesse sentido. Afirma que a presença de investidores institucionais domésticos representativos pode contrabalançar movimentos em grande volume de entrada

ou saída do capital externo. Aponta inclusive que a falta de tais investidores institucionais pode ser uma das razões para a volatilidade relativamente alta dos mercados na Europa continental. Esse é um debate especialmente importante nos mercados emergentes. Crespo<sup>29</sup> sustenta que uma maior presença dos fundos de pensão nos mercados emergentes da América Latina pode diminuir o grau

de incerteza desses mercados, na medida em que essa presença estimula o estabelecimento de consultores especializados monitorando os retornos das empresas, difundindo informações e permitindo que os investidores adquiram uma noção mais precisa do tipo de risco que estão correndo. Usa o caso chileno para mostrar o quanto o risco pode ser limitado na presença de um sistema privado de fundos de pensão bem desenvolvido. Com um sistema que já havia acumulado US\$ 17 bilhões em ativos, o mercado de capitais chileno apresentou uma volatilidade bem menor do que a verificada na Argentina, Brasil e México graças à influência estabilizadora do sistema de fundos de pensão; esse mercado só caiu 6% depois de ter atingido o seu pico.

O outro possível efeito negativo merece uma análise detalhada. Blake<sup>30</sup> afirma que as influências negativas dos fundos de pensão nos mercados de capitais pode ser resumida em uma palavra: "curto-prazismo". O enfoque dos investidores institucionais no seu desempenho de curto prazo teria um efeito desestabilizador sobre os mercados de capitais e afetaria negativamente as estratégias de longo prazo das empresas. Esse enfoque resultaria do monitora-

mento periódico do retornos obtidos (muito mais intenso no caso dos Estados Unidos), com uma cobrança permanente dos curadores para obter-se um desempenho acima da média. Esse *benchmarking* extremo entre os vários fundos induziria os executivos das corporações a abrirem mão de planos de investimento de longo prazo, capazes de assegurar vantagens competitivas importantes no futuro, em favor de

políticas voltadas a elevar no curto prazo o valor das ações, evitando a possibilidade de aquisições hostis.

A evidência empírica, porém, não sustenta totalmente essa hipótese sobre o comportamento dos investidores institucionais. Marsh<sup>31</sup> observou que os gastos em P&D das economias dos países anglo-saxões são comparáveis aos daqueles com sistemas financeiros dominados pelos bancos.

Além disso, o alto valor alcançado pelas ações das companhias farmacêuticas, um setor com elevados gastos em P&D e com longos *lead time* de produtos, nos mercados de ações dominados por investidores institucionais contradiz o suposto curto-prazismo. Davis<sup>32</sup> cita algumas pesquisas que mostram inclusive que o anúncio de gastos de capital ou de P&D pode ajudar a elevar o preço das ações.

As diferentes hipóteses sobre o comportamento dos investidores institucionais foram também analisadas por Kochnar & Parthiban.<sup>33</sup> Eles confrontaram três hipóteses: (a) os investidores institucionais procuram basicamente ganhos de curto prazo nos seus investimentos em *equity*;<sup>34</sup> (b) os investidores institucionais são capazes de identificar e investir nas empresas que são inerentemente mais inovativas;<sup>35</sup> e (c) as grandes posições em *equity* desses investidores lhes proporciona um incentivo para monitorar a gestão das empresas nas quais investem e, se necessário, influenciar suas ações.<sup>36</sup> O que os autores desejavam investigar era o efeito da propriedade concentrada em instituições sobre a inovatividade das empresas. A primeira hipótese, justamente a do enfoque de curto prazo, implica um

**Países com um setor representativo de fundos de pensão tendem a ter um mercado de *securities* bem desenvolvido, enquanto aqueles em que falta tal sistema não têm esse tipo de mercado.**

28. DAVIS, E. P. The Development of pension funds, an approaching financial revolution for continental Europe. In: O'BRIEN, R., ed. *Finance and the international economy 7*. Oxford: Oxford University Press, 1993.

29. CRESPO, M. Op. cit.

30. BLAKE, D. Op. cit.

31. MARSH, P. *Short-termism on trial*. Institutional Fund Managers Association, London (mimeo), 1990.

32. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995.

33. KOCHNAR, R., PARTHIBAN, D. Institutional investors and firm innovation: a test of competing hypotheses. *Strategic Management Journal*, v.17, n.1, p.73-84, 1996.

34. DRUCKER, P. To end the raiding roulette game. *Across the Board*, v.23, n.4, p.30-9, 1986.

35. ALLEN, F. Strategic management and financial markets. *Strategic Management Journal*, v.14, Summer Special Issue, p.11-22, 1993.

36. USEEM, M. *Executive defense: shareholder power and corporate reorganization*. Cambridge (MA): Harvard University Press, 1993.

comportamento de arbitragem com um *turn over* freqüente do portfólio de ações, de modo a poder capitalizar todos os ganhos de curto prazo. Uma consequência desse horizonte de investimento de curto prazo dos investidores institucionais seria a indução de uma orientação de curto prazo por parte dos executivos das empresas.

O estudo utilizou uma amostra de 135 empresas negociadas na New York Stock Exchange, American Exchange ou NASDAQ e conclui que não há uma associação negativa entre a propriedade institucional e a taxa de desenvolvimento de novos produtos. Mais ainda, mostrou que as instituições resistentes à influência gerencial estão associadas com uma maior inovação nas empresas.<sup>37</sup> Os resultados obtidos mostram uma visão de que as instituições com grandes posições acionárias nas empresas tornam-se presas (*locked in*) aos seus investimentos. E, dado que esses investidores institucionais possuem as habilidades e os recursos requeridos, eles influenciam os gerentes no sentido de aumentar o valor da empresa, melhorando sua posição competitiva. Voltaremos a esse tópico quando discutirmos a relação dos fundos de pensão com *corporate governance*.

O fato é que países com um setor representativo de fundos de pensão tendem a ter um mercado de *securities* bem desenvolvido, enquanto aqueles em que falta tal sistema (Alemanha e Itália) não têm esse tipo de mercado. A correlação entre a capitalização *equity market* e o tamanho dos fundos de pensão, conforme a Tabela 7, parece comprovar que o crescimento de fundos de pensão pode ser um fenômeno particularmente benéfico para os mercados de *equity*. O que não está claro é a direção da causalidade. Fica a indagação se a existência de um mercado eficiente de *securities* é uma pré-condição para o desenvolvimento de investidores institucionais ou se as instituições podem emergir primeiro e, então, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais.<sup>38</sup>

Davis<sup>39</sup> coloca que, em tese, os fundos de pensão poderiam desenvolver-se à base de empréstimos ou de investimentos imobiliários, mas, concretamente, a maior vantagem competitiva desses fundos está nos mercados de capitais. A concessão de empréstimos requer um monitoramento e, neste particular, o relacionamento com o cliente proporciona aos bancos uma vantagem competitiva. Por outro lado, o *trading* e o *pooling* do risco – atividades importantes dos investidores institucionais –

são mais bem conduzidos em mercados de capitais com baixos custos de transação. Deste modo, o desenvolvimento dos mercados de capitais pode facilitar o crescimento de investidores institucionais. A causalidade também se verifica na via inversa: nos esquemas de fundos de pensão capitalizados os ativos vão se acumulando enquanto amadurecem, o que tem um impacto positivo sobre os mercados de *securities*. Uma vez que as instituições como fundos de pensão têm um enfoque em ganhos reais, o seu crescimento é particularmente benéfico para os mercados de *equity*.

**Tabela 7 – Fundos de pensão e capitalização *equity-market* (final-1991)**

PAÍS	ATIVOS DOS FUNDOS COMO PERCENTUAL DO PNB	CAPITALIZAÇÃO <i>EQUITY-MARKET</i> COMO PERCENTUAL DO PNB
EUA	51	74
Reino Unido	60	99
Alemanha	3	25
Japão	5	93
Canadá	32	45
Países Baixos	46	42

Fonte: DAVIS, E. P. Op. cit., 1995, p.175.

*The Economist*<sup>40</sup> analisou o crescimento dos fundos de pensão na Europa e seu impacto sobre o mercado de *equities*. O crescimento recente tem sido estimulado pela tendência de vários governos europeus de criar sistemas privados de pensão para suplementar os problemáticos esquemas de pensão estatais.<sup>41</sup> A expectativa era que o volume de ativos, em torno US\$ 2 trilhões em 1993, viesse a quadruplicar até o ano 2020. O artigo observa também que o ritmo do crescimento desses fundos, uma vez que a população perceba que já não pode mais contar com o amparo estatal, pode ser bastante acelerado. Os fundos de pensão holandeses, por exemplo, possuíam ativos equivalentes a 73% do PNB em 1991, desde então esse percentual elevou-se para quase 85% de acordo com a European Federation for Retirement Provision. Mais importante ainda, o artigo mostrou que os fundos europeus estão migrando de *bonds* e outros ativos para *equities*, dado que, no longo prazo, elas tendem a apresentar um melhor retorno. O caso dos fundos de pensão britânicos

37. A questão é que algumas instituições podem ter relações de negócio com as empresas em que investem. Nesses casos, o poder conferido pela quantidade de ações pode ser diminuído pela sua dependência em relação a essa firma. As instituições nessa situação de dependência estarão menos propensas a exercer pressão para influenciar a gestão dessas empresas. As companhias de seguro e os bancos são exemplos de instituições sensíveis às pressões gerenciais. Os fundos de pensão públicos e os fundos mútuos foram classificados como instituições resistentes à pressão. No caso dos fundos de pensão corporativos, os autores aplicaram a classificação de instituições indeterminadas quanto à pressão gerencial.

38. Davis (Op. cit., 1996) nota que essa argumentação tem um bias de economia fechada, o que pode ser justificado pela tendência das instituições de investir localmente, mesmo em mercados financeiros globalizados.

39. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995.

40. *The Economist*, 22 de abril, 1993.

41. O *Financial Times* (05/03/97) acabou de publicar a intenção do governo britânico de assumir um compromisso com a extinção do sistema estatal de pensão (*Serps – State earnings related pension scheme*) e de substituí-lo por um sistema de contribuições compulsórias para pensão privada. Isso vem justamente ao encontro de uma antiga reivindicação da National Association of Pension Funds.

cos é emblemático: em 1970 só pouco menos de 50% de seus ativos estavam em *equities*, em 1990 esse percentual subiu para 63 e em 1994 alcançou 75%.<sup>42</sup>

Alguns estudos salientam a necessidade de uma melhor regulamentação dos mercados de capitais, instituindo normas que protejam os interesses dos acionistas minoritários e aumentem a transparência dos balanços das empresas para que os fundos de pensão venham a aplicar mais pesadamente em *equities*. Essa causalidade, contudo, pode ser revertida posto que um setor bem desenvolvido e capitalizado de fundos de pensão tem condições de assegurar, dado seu enorme poder de pressão, que práticas regulatórias eficientes venham a vigorar nos mercados de capitais. É por isso que alguns autores afirmam que os investidores institucionais são particularmente importantes nos mercados emergentes<sup>43</sup> que geralmente têm um grande número de pequenos investidores que não estão familiarizados com as funções de mercados de capitais. Esses investidores defrontam-se com maiores riscos dada a precária regulamentação e a dificuldade de fazê-la valer. As informações disponíveis das empresas são insuficientes, o mercado é pouco transparente, os padrões de auditoria e contabilidade são questionáveis. O potencial de melhoria a ser realizado por um setor capitalizado de fundos de pensão é, portanto, enorme.

Essas reflexões sobre a ampliação do mercado de *equities* podem ser contextualizadas pelo estudo de Mayer,<sup>44</sup> que apontou alguns fatos estilizados interessantes quanto aos padrões de financiamento das empresas nos países da OECD. Lucros retidos são a principal fonte de financiamento em todos os países da OECD. Dentre as fontes de financiamento externo, o bancário é o item mais importante. *Bonds* e novas *equities* contribuem muito pouco ao financiamento das empresas nesses países. O financiamento por meio de *bonds* só é significativo na América do Norte. O que mais surpreende é que o lançamento de novas *equities* respondeu por uma diminuta fração do financiamento das corporações nos Estados Unidos e no Reino Unido, apesar do sofisticado mercado de *equities* desses países. Isso, é claro, pode colocar em dúvida o papel dos fundos de pensão como instrumento para melhorar as condições de financiamento das empresas. Davis<sup>45</sup> acredita, não obstante, que existem sinais de que esse padrão está mudan-

do. Apresenta somente alguns dados do Reino Unido que demonstram uma maior dependência das corporações em relação aos mercados de capitais no final dos anos oitenta e no começo dos noventa. Afirmar também, embora sem apresentar dados, que essa é também uma tendência observável nos Estados Unidos. Além dos mais, como será discutido adiante, aumenta o número de empresas da Europa continental que procuram captar fundos nos mercados internacionais de *equity*.

O exemplo chileno pode servir para iluminar a perspectiva dos países emergentes. Crespo<sup>46</sup> coloca que, a partir de 1989, muitas empresas chilenas conseguiram obter o *rating* de crédito mínimo para vender papéis às companhias de gestão dos fundos de pensão (as AFPs), tendo então vendido aos fundos de pensão mais de US\$ 7 bilhões em *bonds*, com maturidades chegando a 27 anos. Gluski<sup>47</sup> sustenta que a superficialidade dos mercados de ações da América Latina reflete a estrutura de propriedade concentrada dos grupos industriais,<sup>48</sup> que levantam no mercado uma porção pouco significativa de seu capital. A falta de oferta de *high grade paper* e a fraca supervisão das bolsas, por sua vez, desestimulam influxos de capital estrangeiro de longo prazo. O autor esperava que amplas reformas desses mercados, incluindo uma melhor supervisão e salvaguardas para os investidores, juntamente com o crescimento de fundos de pensão gerenciados por profissionais, proporcionassem economias de escala capazes de encorajar as empresas locais a acessarem os mercados locais de capital.

## FUNDOS DE PENSÃO E CORPORATE GOVERNANCE

A relação entre os fundos de pensão e os mecanismos de *corporate governance* é influenciada pelo sistema de controle corporativo predominante em cada país. No caso dos países com os sistemas de controle externo, os investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão, têm sido analisados como agentes importantes para o aperfeiçoamento das

**Na visão daqueles que adotam a postura de investidor ativo, o envolvimento com *corporate governance* é especificamente um meio de aumentar o desempenho financeiro.**

42. Observar que esse dado do *The Economist* é um pouco mais elevado que o apresentado por Davis. Op. cit., 1996 (ver Tabela 5).

43. SHARMA, A. K. Op. cit.

44. MAYERS. Op. Cit.

45. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995.

46. CRESPO, M. Op. cit.

47. GLUSKI, A. R. Recent reforms of national pension plans and the future development of Latin America capital markets. *Columbia Journal of World Business*, v.29, n.2, p. 54-66, 1994.

48. A maior parte de propriedade familiar ou filiais de grandes grupos transnacionais.

estruturas de *corporate governance*. Useem,<sup>49</sup> por exemplo, acredita que a influência desses investidores é tamanha que permite se falar de um novo modelo de capitalismo nos Estados Unidos: *investor capitalism*. Esses investidores estariam gradualmente adotando a postura de acionistas ativos, criando mecanismos mais eficazes para monitorar e, quando necessário, disciplinar os executivos das empresas presentes em seus portfólios. E as empresas, por sua vez, estariam começando a perceber a necessidade de manter boas relações com seus principais acionistas e procurar soluções de compromisso em face das exigências desses acionistas. Estaria havendo por parte dos acionistas institucionais uma reversão da regra de Wall Street, na qual o descontentamento com a gerência de uma companhia é acompanhado pela venda de suas ações. Dado o tamanho das participações acionárias dos fundos de pensão, um *trading* muito freqüente pode não ser a estratégia mais rentável e a tentativa de traduzir o descontentamento em ações voltadas a influenciar a gerência das empresas passa a constituir uma alternativa economicamente racional.

Nos países com sistema de controle interno, o crescimento dos fundos de pensão domésticos e a maior presença dos fundos americanos e britânicos nos mercados locais de capital aparecem como um fator de mudança nas práticas predominantes de controle corporativo. Tanto a Alemanha quanto o Japão apresentam sérios problemas com seus sistemas de pensão e há uma crescente especulação que esses países serão levados a adotar sistemas de fundos de pensão capitalizados como nos Estados Unidos e Reino Unido. No Japão, ainda, aumenta a pressão para uma maior desregulamentação dos fundos de pensão, permitindo uma maior participação de firmas estrangeiras na gestão de fundos.<sup>50</sup>

No caso de países como a Itália, com sistemas de controle corporativo que aqui chamamos de “intermediários”, o crescimento dos fundos de pensão pode ser a ponta-de-lança para a consolidação de um novo modelo. De fato, autores como Davis<sup>51</sup> acreditam que a introdução na Itália de um sistema de fundos de pensão capitalizados, nos moldes americanos e ingleses, pode ser o início das mudanças no campo da *corporate governance* na Europa continental. Em termos de países emergentes, o Chile é sempre apontado como o exemplo mais conspícuo das transformações possíveis de serem desencadeadas pelo crescimento dos fundos de

pensão. O surgimento de capitais domésticos direcionados a financiamentos de longo prazo podem sustentar estratégias empresariais de crescimento nesses países. Mais ainda, o presumível monitoramento a ser exercido por esses investidores institucionais pode contribuir para a modernização das estruturas corporativas dos grupos econômicos locais. Como colocou Barca,<sup>52</sup> os três modelos de controle corporativo predominantes na Itália (e em muitos países emergentes) — controle familiar, controle de coalizão e controle estatal —, na falta de um monitoramento contínuo, aumentam o risco de que uma alocação errônea (do ponto de vista da eficiência econômica) do controle, apesar de sinalizada por mau desempenho, não conduza em tempo hábil a uma transferência desse controle.

Acontece, porém, que os únicos exemplos de uma postura de acionista ativo por parte dos fundos de pensão vêm dos Estados Unidos e, em menor grau, do Reino Unido. Nada garante que os fundos de pensão de outros países venham a adotar uma tal postura. Davis,<sup>53</sup> por exemplo, afirma que, apesar do grau de concentração dos fundos de pensão chilenos (60% dos ativos estão nas mãos de apenas três fundos), eles têm dado pouca atenção a tópicos relativos à *corporate governance*.

Para efeito desta análise, vamos nos deter nos exemplos dos fundos de pensão americanos e tentar responder a três questões: (a) quais os incentivos que levam os fundos de pensão a adotar uma postura de acionista ativo?; (b) quais os canais que os fundos podem utilizar para exercer uma função monitoradora e disciplinadora? e (c) a postura de acionista ativo consegue melhorar o retorno dos fundos de pensão?

Davis<sup>54</sup> apresenta alguns fatos que teriam estimulado a postura de acionista ativo por parte dos fundos americanos. Em primeiro lugar, teríamos o questionamento crescente da eficácia dos mecanismos tradicionais de disciplinamento dos modelos de controle de mercado via *equity*: as aquisições hostis e os *buyouts*. Como já foi anteriormente discutido, a evidência disponível não corrobora a hipótese de que tais mecanismos promovam uma alocação eficiente do controle e nem mesmo de que esse seja o seu principal propósito. Mais ainda, a onda de aquisições hostis parece ter se esgotado no final da década de oitenta nos Estados Unidos, removendo assim essa via alternativa de controle corporativo. Em segundo lugar, ele aponta para aspectos de caráter legal e regulatório. O Departamento de Trabalho dos Estados Uni-

49. USEEM, M. *Investor capitalism: how money managers are changing the face corporate America*. New York: Basic Books, 1996.

50. *Institutional Investor*, Abril 1996.

51. DAVIS, E. P. Op. cit., 1996.

52. BARCA, F. Op. cit.

53. DAVIS, E. P. Op. cit., 1995.

54. Idem, *ibidem*, 1996.

dos considerou que, segundo as normas da ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*<sup>55</sup>), o monitoramento das empresas que compõem o portfólio dos fundos constitui um dever fiduciário dos curadores desses fundos. No começo dos anos noventa, a Securities and Exchange Commission dos EUA modificou as regras de *proxy*<sup>56</sup> de modo a facilitar ações conjuntas dos acionistas.<sup>57</sup> Finalmente, temos a proliferação das estratégias de indexação. Como poucos fundos têm conseguido superar rotineiramente o desempenho de certos índices do mercado de ações, tem se difundido a estratégia de atrelar o portfólio a um certo índice (tipo o 500 da Standard & Poors), o que significa pouca negociação das ações do portfólio. O fundo torna-se então “preso” a essas ações, estimulando uma atividade de monitoramento. O estímulo fundamental, porém, teria sido a percepção por parte de alguns fundos de que assuntos relativos à *governance* pudessem estar relacionados com o desempenho corporativo.<sup>58</sup>

E o que desejam os fundos de pensão? Na visão daqueles que adotam a postura de investidor ativo, o envolvimento com *corporate governance* é especificamente um meio de aumentar o desempenho financeiro. A idéia não é estabelecer regras novas, mas simplesmente garantir que as existentes sejam rigorosamente aplicadas.<sup>59</sup> Neste sentido, a ação dos fundos ativos geralmente vão na direção de garantir um número mínimo de diretores independentes (não-executivos) no conselho de direção das empresas, estabelecer votações secretas de resolução de *proxy* e obter informações precisas sobre remuneração dos executivos. Há uma pressão para que a remuneração dos executivos esteja cada vez mais vinculada ao desempenho financeiro da corporação e daí a preferência por opções de ações. O que os fundos que adotam tal postura desejam principalmente é fazer-se ouvir pelos executivos das empresas. Não há interesse num envolvimento na gestão das empresas e nem em informações detalhadas sobre os processos decisórios do conselho de administração.

A postura de acionista ativo implica certos gastos. Os fundos precisam alocar recursos a fim de obter as informações relevantes sobre as empresas do portfólio, estabelecer canais de contato com os executivos e diretores independentes das empresas selecionadas e, nos casos em que a empresa se mostra pouco receptiva, organizar-se para votar contra as resoluções de

*proxy* do conselho ou apresentar suas próprias resoluções.

Supondo um comportamento racional dos agentes, um investidor institucional passará a adotar uma postura de acionista ativo caso os benefícios esperados desse “ativismo” excedam os seus custos esperados. Os benefícios esperados são iguais à probabilidade de sucesso da ação sobre as firmas selecionadas<sup>60</sup> multiplicada pelo ganho privado do acionista na eventualidade desse sucesso. Um dos obstáculos colocados a esse raciocínio é o problema do *free rider*: enquanto o investidor ativo arca com todos os custos da ação de monitoramento e correção, ganhando apenas uma parcela ínfima dos retornos melhorados no caso de um sucesso, os investidores passivos usufruem do mesmo modo da maior parcela dos ganhos.

Essa questão foi formalizada por Admati et al.<sup>61</sup> Os autores procuram mostrar que, num contexto de portfólio com investidores avessos ao risco, o ativismo de um grande acionista é consistente com o equilíbrio, apesar do problema do *free rider*. O incentivo para o monitoramento estará presente sempre que os ganhos esperados desse monitoramento excederem os seus custos. Nas conclusões finais, eles observam que o modelo trabalhou com apenas um grande acionista e que um elemento importante de investigação futura é o entendimento das interações entre grandes investidores na presença de capacitações para monitoramento.<sup>62</sup> Essa possibilidade será explorada, embora não de maneira formal, mais adiante neste trabalho.

A racionalidade da postura de acionista ativo admite alguns questionamentos. Em primeiro lugar, como nota Monks<sup>63</sup> referindo-se aos fundos de pensão americanos, apesar do conjunto dos fundos de pensão ser proprietário de quase um terço das ações disponíveis no país, nenhum fundo individual possui posições suficientemente grandes a ponto de tornar economicamente racional a coleta de informações e adotar uma postura mais ativa

## Em países como a Itália e Brasil, os fundos podem contribuir para a diluição da propriedade, aumento da eficiência dos mercados de capitais e criação de mecanismos de financiamento capazes de assegurar o rápido crescimento das corporações.

55. Legislação que rege os fundos de pensão nos EUA e determina os deveres fiduciários dos curadores.

56. Uma forma de resolução das empresas nos EUA, sobre as quais os acionistas são solicitados a votar.

57. *Institutional Investor*, Abril 1993.

58. Essa relação é extremamente complexa e tem sido bastante discutida em várias publicações recentes da OECD.

59. BROWN, H. What do institutional investors really want. *Corporate Board*, v.17, n.98, p.4-10, 1996.

60. Uma das formas mais usuais de pressão dos fundos sobre as empresas do portfólio é a divulgação de listas contendo aquelas que apresentaram os piores retornos e que, portanto, são alvos prioritários do monitoramento.

61. ADMATI, A., PFLEIDERER, P., ZECHNER, J. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, v.102, n.6, p.1097-130, 1994.

62. Idem, *ibidem*.

63. MONKS, A. G. Corporate governance and pension plan: if one cannot sell, one must care. Paper presented at *A Wharton Impact Conference* sponsored by Pension Research Council at the Wharton School, University of Pennsylvania, May 5 (mimeo), 1995.

64. A CalPERS, por exemplo, tem mais de 1.500 empresas em seu portfólio.

65. WAHAL, S. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, p.1-23, 1996.

66. Já uma pesquisa conduzida pela Russel Reynolds Associates com 240 investidores institucionais (Cfr. BROWN, H. What do institutional investors really want. *Corporate board*, v.17, n.98, p.4-10, 1996) apontou para uma maior difusão do ativismo: 80% dos gerentes dos fundos afirmaram que suas organizações votaram uma resolução de acionistas, 46% manifestaram verbalmente o ponto de vista de sua organização para o conselho de administração de uma corporação e 43% fizeram isso por carta.

67. MONKS, A. G. Op. cit.

68. GILLAN, S. L., STARKS, L. *Relationship investing and shareholder activism by institutional investors*. Austin, Texas: Graduate School of Business, University of Texas (mimeo), 1995; JOHN, K., KLEIN, A. *Shareholder proposals and corporate governance*. New York: New York University, (mimeo), 1994; KARPOFF, J., MALATESTA, P., WALKING, R. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, v.42, p.365-95, 1996.

69. WAHAL, S. Op. cit.

70. NESBITT, S. Long-term rewards from shareholder activism: a study of the CALPERS effect. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.6, p.75-70, 1994; SMITH, M. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CALPERS. *Journal of Finance*, March 1996.

71. A própria CalPERS cita no seu serviço *online* na Internet o resultado de um estudo da Wishire Associates sobre o "Efeito CalPERS", indicando que o ativismo do fundo rendeu-lhe retornos adicionais de US\$ 150 milhões anuais nos cinco anos investigados após a ação da CalPERS sobre as empresas selecionadas.

72. OPLER, T. C., SOKOBIN, J. *Does coordinated institutional shareholder activism work: an analysis of the activities of the council of institutional investors?* Ohio State University and Southern Methodist University, (mimeo), February 1997.

73. Organização de grandes fundos de pensão públicos e privados que procura lidar com assuntos relativos a investimento que possam afetar o tamanho e a segurança dos ativos dos planos. O seu objetivo é encorajar os membros a adotar uma postura ativa na proteção dos seus ativos e a aumentar o retorno sobre seus investimentos. Fundado em 1985 com um grupo inicial de vinte fundos, hoje congrega cerca de 100 fundos com ativos totais de mais de US\$ 1 trilhão.

74. Além dessa famosa "Focus List", o Council of Institutional Investors vem divulgando também uma lista de "Director Turkeys". Essa lista cita o nome de diretores participando do *board* de mais de uma corporação com as seguintes características: o *board* pagou exageradamente o CEO em relação ao desempenho de curto e longo prazos. Em novembro de 1996 foi divulgada uma lista com o nome de seis indivíduos que integravam o *board* de mais de uma empresa com tais características.

75. OPLER, T. C., SOKOBIN, J. Op. cit.

76. MONKS, A. G. Op. cit.

em relação às empresas do portfólio.<sup>64</sup> Além disso, só uma pressão continuada de um investidor importante é capaz de ter algum efeito sobre a empresa-alvo e, dada a relação adversa risco-retorno para os diretores desses fundos, uma tal ação é pouco provável. Uma ação mais permanente sobre uma grande corporação pode provocar pressões políticas sobre os diretores dos fundos públicos. Nos fundos privados, esse aspecto ainda é mais sensível dado o temor de represálias comerciais da empresa-alvo sobre a empresa patrocinadora do fundo. Não é por acaso que praticamente não se verifica nenhum ativismo por parte dos fundos de pensão privados americanos. Wahal<sup>65</sup> observou também que a grande maioria dos grandes investidores institucionais americanos adotam uma postura passiva em relação à tópicos de *corporate governance*.<sup>66</sup>

O debate crucial, contudo, refere-se ao efeito da postura de acionista ativo sobre o retorno obtido pelos fundos. Monks<sup>67</sup> argumenta que muitos dos estudos empíricos apresentados para defender a tese de que a postura de acionista ativo aumenta o valor dos ativos dos fundos são fornecidos justamente por empresas de consultoria interessadas em oferecer esse tipo de serviços aos fundos e que os estudos acadêmicos seriam muito mais céticos a esse respeito.

De fato, uma série de estudos recentes sobre as ações de monitoramento dos fundos de pensão americanos<sup>68</sup> não encontraram evidência de que a postura de acionista ativo contribua para melhorar os retornos dos fundos. Wahal<sup>69</sup> investigou os efeitos sobre o desempenho das ações de 135 empresas após o envio de propostas de *proxy* para os acionistas dessas empresas por nove grandes fundos de pensão e também observou fraca evidência de melhorias. O autor acredita que os resultados obtidos colocam em dúvida a eficácia do ativismo dos fundos de pensão públicos como um substitutivo para um mercado ativo de controle corporativo. Já dois estudos específicos sobre o ativismo da CalPERS<sup>70</sup> apontam para ganhos pequenos, mas estatisticamente significativos, em termos de melhoria dos preços das ações após a ação da CalPERS.<sup>71</sup>

Um estudo mais recente de Opler & Sokobin<sup>72</sup> tratou dessa questão sob um prisma diferente. Em vez de analisar os efeitos de ações públicas (aliança com acionistas dissi-

dentos para votar contra as resoluções de *proxy* das gerências) de fundos particulares, o estudo concentrou-se sobre o que chamou de "ativismo velado" (reuniões privadas com executivos das empresas) empreendido por um conjunto de fundos. O mais importante desse estudo é justamente que ele analisa uma ação coletiva de fundos de pensão para influenciar as corporações. A estratégia foi investigar o efeito das ações de *targeting* do Council of Institutional Investors,<sup>73</sup> que nos últimos seis anos emitiu uma lista de destaque de empresas identificadas como tendo um desempenho operacional sofrível e, em alguns anos, uma fraca estrutura de *governance*.<sup>74</sup> Essa lista pode afetar as empresas relacionadas na medida em que permite que os membros do Council coordenem suas atividades. Pesquisas mostram que os membros tendem a entrar em contato com as empresas da lista nas quais investem.

Opler & Sokobin<sup>75</sup> estudaram uma amostra de 117 empresas listadas pelo Council of Institutional Investors entre 1991 e 1994, estabeleceram três grupos de controle para avaliar o desempenho operacional e das ações dessas empresas e obtiveram resultados consistentes com a visão de que o ativismo coordenado dos fundos de pensão é eficiente. A prova mais importante, segundo os autores, foi a evidência sistemática de mudanças operacionais nas corporações após a inclusão na lista de destaques. Verificou-se um aumento estatística e economicamente significativo na frequência de vendas de negócios periféricos das corporações após sua inclusão numa lista. Além de um aumento no preço das ações ocorreu uma melhoria substancial da lucratividade operacional desse grupo de corporações.

Essa discussão nos remete de volta ao problema do *free rider*. Ações coletivas empreendidas por grandes investidores institucionais podem representar um importante mecanismo para difundir o monitoramento das corporações por esses agentes. Tais ações constituem uma maneira de resolver justamente o problema do *free rider*. Instituições como o Council of Institutional Investors e a National Association of Pension Funds (Reino Unido) não atuam diretamente sobre as empresas, mas facilitam ações coordenadas de seus membros. Monks<sup>76</sup> menciona também a possibilidade de formação de consórcios, como os que se organizam para o financiamento de um grande projeto, entre os acionistas institucionais, no

qual um deles é escolhido como sócio-gerente de uma determinada ação de monitoramento e os custos da intervenção são partilhados entre os membros.

Os fundos de pensão americanos têm introduzido o ativismo de acionista também em países com sistemas internos de controle como Alemanha e Japão (*Institutional Investor*, nov. 1993). Na verdade, os fundos de pensão americanos adotam uma postura mais incisiva quanto à *corporate governance* fora de seu país de origem, talvez pelo menor temor de represálias políticas ou comerciais. Muitas empresas da Europa continental já estão buscando financiamento internacional via *equity* (e. g., o caso da Daimler-Benz<sup>77</sup>) e estão, conseqüentemente, sendo obrigadas a estar à altura dos requisitos de transparência, pagamento de dividendos e outras exigências dos fundos de pensão anglo-saxões. Esses países também estão aperfeiçoando suas regulamentações nessas áreas. Sob pressão das instituições, a França passou uma lei de proteção aos acionistas minoritários em casos de aquisição. Não se deve, contudo, exagerar o escopo dessa convergência, até pelo fato de um grande número de corporações na Europa e no Japão serem privadas.

## CONCLUSÕES

Cresce o reconhecimento de que os fundos de pensão constituem um importante instrumento para resolver os conflitos de agência nos países anglo-saxões, nos quais o controle de mercado via *equity* (as aquisições hostis) não parece garantir eficiência alocativa. A capacidade dos grandes investidores institucionais de exercer um monitoramento eficaz sobre a gestão passa a ser um elemento central de um novo modelo de *governance*. Já nos países nos quais predomina o modelo de controle direto via débito (Europa continental e Japão) o crescimento dos fundos de pensão pode pressionar as cor-

porações a uma maior transparência e prestação de contas aos acionistas minoritários. É possível mesmo falar, segundo Davis,<sup>78</sup> que o crescimento de investidores institucionais, como os fundos de pensão, na Europa continental, possa provocar uma convergência de comportamento com base num "modelo anglo-saxão modificado" de *corporate governance* – controle direto via *equity*. Finalmente, em países como a Itália e Brasil, os fundos podem contribuir para a diluição da propriedade, aumento da eficiência dos mercados de capitais e criação de mecanismos

de financiamento capazes de assegurar o rápido crescimento das corporações.

É claro que essas promessas só se concretizarão num ambiente institucional propício, que favoreça o crescimento dos sistemas de pensão desvinculados do Estado e que imponha o menor número de restrições possíveis, respeitando as regras da prudência à composição do portfólio desses fundos. Se a experiência de outros países servir de lição, o próprio cresci-

mento desses investidores institucionais cuidará de aperfeiçoar o funcionamento do mercado de capital. Talvez o grande desafio dos fundos de pensão em países como o Brasil, em termos de melhorar a gestão dos grupos econômicos nacionais, será forçar a diluição da propriedade desses grupos, possibilitando estruturas de *governance* melhor adaptadas a estratégias de crescimento.

O papel dos fundos de pensão certamente será fundamental para consolidar a nova estrutura de propriedade e controle que vai se desenhando com o processo de privatização em vários países da Europa e da América Latina. A presença de fundos capitalizados pode facilitar bastante o processo de privatização, como bem ilustram os casos do Chile e do Brasil e, além disso, quanto maior o papel dos fundos nas novas composições acionárias, maior a probabilidade de que eles venham a desenvolver a função de monitoramento, cujas vantagens já foram apontadas neste trabalho. □

**O grande desafio dos fundos de pensão em países como o Brasil será forçar a diluição da propriedade desses grupos, possibilitando estruturas de *governance* melhor adaptadas a estratégias de crescimento.**

77. Ver *Institutional Investor*, jul. 1993.

78. DAVIS, E. P. Op. cit., 1996.