

O processo de privatização como fator gerador de pressões por mudanças nas estruturas de governança: a influência dos fundos de pensão

Jairo Margatho Ramos¹
Maria Andrea Santichio¹
Rafael Fagundes Cagnin¹

Introdução

A década de 1990 caracterizou-se por uma sistemática reforma liberal da economia brasileira. A abertura econômica, que colocou as empresas nacionais em condições de desvantagem concorrencial, provocou uma reestruturação da propriedade dessas empresas, devido a uma onda de aquisições pelo capital internacional. Além disso, como consequência da redefinição do papel do Estado na economia, as empresas estatais passaram por um processo de privatização, no qual os fundos de pensão desempenharam um papel relevante, reduzindo a participação relativa do Estado na propriedade das empresas nacionais.

Em decorrência dessa reestruturação da propriedade e da necessidade de se ter acesso a novas fontes de financiamento que não as estatais, cujos recursos mostraram-se insuficientes frente às necessidades das empresas, começaram a surgir pressões por mudanças nas estruturas de governança corporativa, isto é, nas formas através dos quais as empresas são controladas.

Essas pressões vieram no sentido de aumentar e garantir o cumprimento dos direitos dos acionistas minoritários, que eram costumeiramente alijados. Além disso, buscou-se aumentar o grau de transparência das decisões administrativas e estratégicas.

(1) Graduandos de Ciências Econômicas pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – Unicamp.

Nesse processo, os fundos de pensão tem exercido um papel central. Nas privatizações, essas instituições ocuparam a posição de importantes acionistas minoritários em empresas estratégicas como Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Embratel e muitas das companhias telefônicas, adotando uma postura ativa na exigência de seus direitos quanto à administração e à definição de estratégias.

É importante ressaltar que esse ativismo dos investidores institucionais é uma tendência internacional, conseqüência do processo de globalização e da interação dos principais mercados de capitais. Estes acabaram expandindo o modelo americano de financiamento das empresas, baseado nos mercados de capitais e na atuação de investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão.

Neste artigo, propõe-se discutir o papel dos fundos de pensão no processo de privatização das estatais brasileiras e em que medida suas participações nessas empresas estão sendo capazes de produzir pressões por mudanças nas estruturas de governança corporativa.

1 A privatização e os fundos de pensão

O processo de privatização do setor produtivo estatal teve seu princípio em 1979 com o Plano Nacional de Desburocratização, porém a eficácia deste plano mostrou-se tímida ao longo da década de 1980. Durante este período, o Plano consistiu, em sua essência, na re-privatização de empresas de pequeno e médio porte, sendo que, em sua maioria, o BNDES era acionista majoritário (Ferreira et al., 1997).

Já na década de 1990 as privatizações tornar-se-iam mais intensas, tendo em vista que eram consideradas um elemento da política econômica do Plano Collor. Intitulado de Plano Nacional de Desestatização (PND), tinha por intuito, seguindo as idéias neoliberais, reduzir a presença do Estado na economia, e reestruturar as finanças públicas com a receita gerada pelas privatizações. Este Plano foi apresentado à sociedade como peça fundamental ao ajuste fiscal, outrora proposto pelo recém eleito governo.

Os fundos de pensão participaram ativamente deste processo, porém, como veremos, esta inserção se deu com características especiais. Neste ponto destacamos o termo “Fundos de Pensão” como um agente institucional que capta poupança das famílias (trabalhadores) para servir de aposentadoria, no futuro. Logo, ao longo do tempo, estes Fundos de Pensão captam grandes somas de capital, investindo no mercado financeiro, imobiliário e acionário para obter maiores retornos, remunerando melhor as aposentadorias.

A classificação de investidor institucional, na qual se incluem os fundos de pensão, “significa que seus recursos devem ser aplicados compulsoriamente conforme o dispositivo previsto em lei” (Matijascic, 1994). Esta classificação ganha extrema importância quando analisamos a participação dos fundos de pensão no PND.

No princípio, o PND teve um caráter compulsório para as instituições, visto que estes tinham que absorver cotas mínimas de ativos do Estado, o que implicou a absorção compulsória pelos fundos de pensão de 10 a 15 % das reservas técnicas nos recém criados Certificados de Privatização. Este tipo de manobra foi comum na década de 1980, quando as dívidas criadas pelo Estado eram constantemente financiadas pelos fundos de pensão entre outros investidores institucionais. Desta forma, estes investidores retiveram em seus portfólios diversos títulos de dívida estatais cuja negociabilidade e rentabilidade eram duvidosas (Avelino, 1998).

O acúmulo compulsório destes títulos foi de fundamental importância à participação dos fundos de pensão no processo de privatização. Estes títulos eram chamados de ‘moedas podres’ tanto pelo seu forte deságio no mercado secundário quanto pela ausência de garantias de que estes títulos seriam honrados.

De posse de uma elevada gama destes ativos, e possuindo forte poder de barganha, destacando que os fundos de pensão são e eram os maiores investidores institucionais, eles pressionaram o governo para a utilização de outros títulos da dívida da União, ampliando, assim, o leque de moedas utilizáveis no PND. Logo o governo não teve escolha senão abrir o leque de moedas, bem como, aceitá-las pelo seu valor de face. Portanto passaram a ser aceitas seguintes moedas: Debêntures da Sidebras (SIBR), Depósitos Vencidos Renegociados Securitizados (DVR),

Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), Certificados de Privatização (CP's), Títulos da Dívida Agrária (TDA's), Créditos da Dívida Externa (MDFA) e as Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal (CEF).

Tendo em vista a quantidade e o valor destes ativos em posse dos fundos de pensão, as privatizações tornaram-se uma alternativa viável a desova dos indesejáveis ativos. A utilização das chamadas moedas de privatização (títulos como SIBR, CP, OFDN, TDA, DIVEX e CEF) foi amplamente utilizada nos três primeiros anos do Plano, conforme ilustra a Tabela 1.

Tabela 1
Moedas de privatização utilizadas no Plano Nacional de Desestatização (em mil US\$).
Período 1991/97

Ano	SIBR	CP	OFDN	DISEC	TDA	DIVEX	CEF	Moedas de Privatização (A)	Receitas vendas (B)	A/B %
1991	623	345	277	266	81	4	0	1596	1614	98.9
1992	149	748	284	791	255	37	106	2370	2401	98.7
1993	505	180	33	1344	175	27	188	2452	2627	93.3
1994	75	9	24	379	56	1	7	551	1966	28.0
1995	144	7	0	516	9	0	0	676	1003	67.4
1996	0	8	0	791	224	0	0	1023	4078	25.1
1997	0	1	0	180	12	0	0	193	4267	4.6
Total	1496	1298	618	4156	810	69	301	8861	17956	49.4

Fonte: BNDES.

Notemos que a utilização das moedas de privatização foi realizada nos três primeiros anos do Plano, o que nos leva a crer que era indesejável a posse de tais ativos pelas empresas, e que o governo almejava resgatar os títulos em poder do público com as privatizações.

Neste ponto cabe constar que as principais características que marcam os processos de desestatização foram: i) os agentes envolvidos e ii) os próprios motivos do PND. No primeiro caso, deve-se ressaltar a participação centrada nas instituições financeiras *vis-à-vis* a presença do capital nacional (lembrando a posse maciça dos títulos no portfólio destes agentes). No segundo caso, a desestatização ocorreu basicamente por troca patrimonial e tendo escolhido uma cesta de moeda

altamente concentrada nas mãos das instituições financeiras, observando que esta cesta de moedas teve forte influência destas instituições (Ferreira et al., 1997).

Avelino (1998) afirma que a constante participação dos fundos nos leilões das principais empresas privatizadas fez com que o governo limitasse o percentual de aquisição permitido para os fundos. Cabe ressaltar que no início do PND as EFPPs (Entidades Fechadas de Previdência Privada) possuíam um valor de 2,8 bilhões de dólares em títulos que vieram a ser Moedas de Privatizações.

O relatório de pesquisa IESP/Fundap (1992) alega que os fundos de pensão foram de elevada funcionalidade para o sucesso inicial do Plano, relatando que: “os fundos de pensão (basicamente a Previ e a Valia) foram fundamentais na absorção da diferença entre o total ofertado de ações e a parcela mínima necessária para o controle acionário (Bozano-Simonsen e CRVD, respectivamente) o que garantiu o sucesso do leilão”.

Durante o período de 1990-1994, as privatizações se concentraram na área de siderurgia, petroquímica e fertilizantes, o que fez com que os fundos de pensão entrassem nestes setores, porém não somente como investidores de curto prazo, mas principalmente na participação no capital votante. Deste modo, a PREVI adquiriu 15% do capital votante da USIMINAS, 15% da ACESITA. Cabe constar o caso do Fundo de pensão REFER que adquiriu 90,4% do capital votante da MAFERSA.

De um modo mais geral, os fundos de pensão desembolsaram US\$ 864,3 milhões no setor de siderurgia (15,54%), US\$ 782,9 milhões na mineração (23,69%), US\$ 241,2 milhões no setor elétrico (7,97%), US\$ 223 milhões na petroquímica e US\$ 100,4 milhões no portuário (40%).

Destacamos que esse primeiro bloco de medidas resgatou a preocupação com o ajuste fiscal, o que enquadrou as privatizações numa política macroeconômica mais austera, uma vez que o governo federal dependia destes recursos provenientes do PND para cobrir parte de seus dispêndios (Ferreira et al., 1997).

De 1995 em diante, o Programa perdeu algumas de suas restrições, sendo a mais importante delas a de liberalização da limitação de inserção do capital

estrangeiro, que antes era de apenas 40% das ações ordinárias e passou a ser de 100%. Nesta segunda fase o governo de Fernando Henrique Cardoso concentrou-se nos setores de energia elétrica, transporte (rodoviário, ferroviário e portuário), porém em um sistema de concessão e permissão. Posteriormente, seria a vez de privatizar o sistema de telefonia e energia elétrica.

Esta liberalização fez com que o capital internacional tivesse a oportunidade definitiva de ingressar na infra-estrutura nacional, e para tanto aproveitou a fase de privatizações das Telecomunicações e do setor de Energia Elétrica. Cabe aqui ressaltar que após 1995 o ingresso de capitais estrangeiros se fez na forma de Investimento Direto Externo. Dado o estado de fragilidade competitiva em que se encontravam as empresas nacionais, o processo de vendas das companhias nacionais foi rápido, considerando que durante o período mais de 300 empresas nacionais tiveram seus controles assumidos pelo capital estrangeiro.

Esta segunda fase do processo implicara em um novo problema de agência, que já não envolvia somente a relação de controle e acionistas minoritários, mas agora entre os controladores (acionistas majoritários). Isso passa a acontecer pois há um conflito de interesses entre o capital nacional e o estrangeiro. Este tipo de conflito não ocorria na primeira fase já que a presença do capital internacional era pequena frente à nacional. Entretanto, a flexibilização quanto à participação do capital estrangeiro no processo de privatização fez com que a participação dos grupos nacionais, em especial os fundos de pensão, perdessem força neste processo.

No setor de Energia Elétrica, a participação dos fundos de pensão ficou a seguinte, lembrando que foram dez as empresas do sistema elétrico nacional (distribuidoras) que foram privatizadas:

Empresa Privatizada:	Participação dos fundos de pensão (%)
Cia. Paulista de Força e Luz S.A. (CPFL)	25
Cia Elétrica da Bahia S.A	40,52
Espírito Santo Centrais Elétricas S.A	31,52

Fonte: CVM, BNDES.

Já no sistema de Telecomunicações a participação dos fundos de pensão se deu nas seguintes empresas:

Empresa Privatizada:	Participação dos fundos de pensão (%)
<i>Telefonia Fixa:</i>	
Embratel Participações S.A	5.39
Telesp Participações S.A	5.39
Tele Centro-Sul Participações S.A	7.70
Tele Norte Leste Participações S.A	9.69
<i>Telefonia Móvel (banda A):</i>	
Telesp Celular Participações S.A	5.39
Tele Sudeste Celular Participações S.A	5.39
Telemig Celular Participações S.A	14.71
Tele Celular Sul Participações S.A	5.39
Tele Centro Oeste Celular Participações S.A	5.39
Tele Norte Celular S.A	14.71

Fonte: CVM, BNDES.

O PND possibilitou aos fundos de pensão adquirir o controle de empresas estatais, porém o mais notável foi a relação dos fundos de pensão com as estratégias das empresas que almejavam participar das privatizações. Como o capital dos fundos de pensão era abundante, e poderiam estar disponíveis em prazos largos, a associação entre empresas do ramo privatizado e os fundos de pensão foram suficientemente fortes para conseguir o controle gerencial da empresa.

Exemplo disso foi a associação entre a Previ e a CVRD, que juntas conseguiram o controle acionário de cinco empresas siderúrgicas (CSN, Usiminas, Cosipa, CST E Açominas). Sendo a CVRD uma empresa influente no setor de mineração, a questão estratégica do controle se faz mais claramente.

Com isso notamos que as privatizações consistiram numa oportunidade impar dos fundos de pensão adquirirem participações importantes no controle de empresas estratégicas, principalmente na área de infra-estrutura, o que seria impossível em outras ocasiões dada estrutura de governança das empresas nacionais, principalmente de caráter familiar. Aliado a forma com que as empresas

foram privatizadas, através das “moedas de privatização”, a abundância destas indesejáveis moedas no portfólio dos fundos de pensão fizeram com que a participação destes fosse inevitável.

2 Perspectiva teórica e a estrutura de governança corporativa da empresas nacionais

Governança corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações. Está claro, desde logo, que este sistema está intimamente vinculado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, a densidade e a profundidade dos mercados de capitais e ao arcabouço legal de cada economia (Rabelo; Silveira, 1999).

A discussão a que se refere o termo governança corporativa remete tradicionalmente ao problema da teoria da agência (Jensen; Meckling, 1976), resultante da separação entre propriedade e gerência nas grandes empresas capitalistas.

Numa corporação em que a propriedade fosse dispersa, tendo cada acionista uma diminuta participação no capital total, fica difícil garantir que os executivos estejam realmente comprometidos com a maximização dos ativos da empresa para os acionistas. Assim, a governança corporativa, à medida que determinaria maior transparência às atividades administrativas e maiores direitos aos acionistas, pela teoria da agência, deveria resolver esse problema sem que nenhum acionista individualmente arcasse com os custos de monitoramento da administração. Esta situação seria possível em mercados líquidos e competitivos de controle corporativo que permitissem que um acionista se desfizesse de sua participação assim que acreditasse que seus interesses não estivessem sendo devidamente atendidos.

Entretanto, alguns autores, como Kester (1992), afirmam que os problemas referentes ao controle das empresas não dizem respeito apenas à separação entre propriedade e controle, mas também a outras relações contratuais envolvendo demais agentes interessados na empresa, como trabalhadores, fornecedores, financiadores e clientes. Por isso, acredita-se que o enfoque mais adequado para tratar da questão seja a teoria dos custos de transação (Williamson, 1985).

Há dois modelos estilizados de governança corporativa, recorrentemente citados na literatura: O modelo anglo-saxão e o modelo nipo-germânico. Adotando um enfoque baseado na estrutura de propriedade (Franks; Mayer, 1994, 1995) e na formas de se exercer o controle (Davis, 1995, 1996), o primeiro modelo caracterizar-se-ia por inúmeras empresas de capital pulverizado, listadas em bolsa de valores, constituindo um mercado líquido de negociação de controle e propriedade; enquanto que o segundo seria representado por um complexo conjunto de participações acionárias cruzadas, e poucas empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, em que os bancos exercem função coordenadora, seja como acionistas, seja como credores. Tais modelos seriam resultado de arranjos legais e institucionais diferentes.

Também podemos ver as formas de financiamento das empresas – externas, seja via mercado de capitais, seja via bancos, e internas, com recursos da própria empresa – das empresas como fator de influência na configuração da governança corporativa, assim como as medidas utilizadas pelos financiadores para garantir o retorno aos seus recursos emprestados. Sob essa ótica, no modelo anglo-saxão os mercados de capitais assumem papel central, em que os investidores institucionais, principais financiadores, têm a possibilidade de se retirarem de determinado empreendimento vendendo sua participação no mercado. Já no modelo nipo-germânico, há forte relação entre instituições bancárias e empresas financiadas, permitindo que os bancos participem de decisões estratégicas dessas últimas.

De qualquer forma, esses enfoques acabam convergindo: “podemos dizer que a estrutura predominante de propriedade e controle numa economia determina quais são os instrumentos importantes para o exercício do controle corporativo e quais serão as formas mais comuns de *corporate finance*”. Por sua vez, essa “estrutura de propriedade e controle é o resultado, em grande medida, do ambiente legal e regulatório” (Rabelo; Silveira, 1999).

O Brasil não pode ser classificado em nenhum desses modelos estilizados de governança. Apesar disso, esses enfoques teóricos são válidos na medida em que explicitam fatores que influenciam a constituição dos mecanismos de controle das corporações, estrutura de propriedade e controle e meios de financiamento.

A propriedade das empresas nacionais está sob controle de três grupos, o capital internacional, o Estado e algumas famílias brasileiras. As empresas controladas por estrangeiros apresentam uma estrutura de governança peculiar, apresentando, geralmente, capital fechado, necessários para garantir que os estratégicos interesses globais da matriz sejam respeitados. Já as estatais, que ocupavam posições importantes na economia brasileira, tiveram seu número reduzido ao longo da década de 1990, como resultado do processo de privatização, mencionado no item anterior.

Quanto às empresas privadas de capital nacional, estas apresentam uma estrutura de capital muito concentrada e são controladas, na maioria das vezes, por membros das famílias – proprietárias, que costumam manter o capital da empresa fechado. Entretanto, mesmo as empresas de capital aberto apresentam características semelhantes: alta concentração de propriedade e controle, como pode ser visto em estudos empíricos de Leal e Valadares (2000) e Coutinho e Rabelo (2001).

Tanto os estudos feitos por Leal e Valadares (2000) com 325 empresas listadas na Bovespa, quanto os dados apresentados por Coutinho e Rabelo (2001) mostram alto nível de concentração tanto de propriedade quanto de controle.

Um dos principais mecanismos que permitem a concentração do controle é a possibilidade, garantida por lei, de emissão de até $2/3$ do capital total da empresa em ações preferenciais, sem direito a voto, mas com prioridade na distribuição de dividendos. Assim, com um pouco mais da metade do $1/3$ restante ($1/6$ do capital total) é possível se controlar uma empresa brasileira.

Leal e Valadares (2000) mostram que das 325 empresas analisadas, 62,5% apresentam um acionista com mais de 50% das ações com direito a voto (ações ordinárias); em média, esses acionistas possuem 74% do “capital votante”. As outras empresas, referente aos 37,5%, apresentam mais de um principal acionista que em média possuem 32% das ações ordinárias, o que ainda é muito alto se comparado com outros países como EUA, reafirmando o alto grau de concentração de controle.

Outro mecanismo utilizado é a estrutura piramidal em que um acionista é capaz de manter o controle de uma determinada empresa através de participações

em outras empresas também acionistas daquela primeira. Assim, é possível que um indivíduo apenas com uma pequena porcentagem do capital total controle a empresa; é o caso, por exemplo, das famílias Setúbal e Villela que controlam o Banco Itaú com apenas 8,5% do capital total, ou da família Gerdau que controla a Gerdau S.A. com apenas 8,3% do capital total (Coutinho; Rabelo, 2001).

De qualquer forma, à medida que esses mecanismos – ações sem direito a voto e estrutura piramidal – permitem uma maior concentração do controle, o conflito de agência entre os interesses dos administradores e os do acionista controlador é reduzido consideravelmente. Entretanto, outro conflito surge, entre os acionistas minoritários e o(s) acionista(s) controlador(es), quando os interesses dos primeiros não são atendidos.

Devido à ineficiente legislação brasileira que regulamenta as sociedades por ações, a situação precária Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que não possui recursos e profissionais suficientes para que consiga exercer de forma satisfatória sua função fiscalizadora, os acionistas minoritários não conseguem impedir que os controladores e administradores assumam posições que somente lhe beneficiem, não garantindo, assim, seus direitos.

No que diz respeito ao financiamento das empresas nacionais, a principal fonte sempre se constituiu de meios estatais, em especial o BNDES. Dessa forma, a relação entre os grupos industriais e os bancos nunca se deu de tal forma que o capital bancário assumisse a função de coordenador do processo de centralização e acumulação de capital, exercendo influência no controle daqueles grupos como ocorre no modelo nipo-germânico. O mercado de capitais, desde que foi criado, nunca conseguiu assumir sua função principal, a de financiador de longo prazo. Ao contrário, as empresas nacionais que atualmente apresentam capital aberto, fizeram-no buscando usufruir dos benefícios fiscais e financeiros concedidos pelo governo nas décadas de 1960 e 70, e para valorizar seu capital social, obtendo rendas patrimoniais às famílias controladoras mantendo, contudo, o controle acionários de seus grupos. (Miranda; Tavares, 1999). Assim, o mercado de capitais brasileiro, na medida em que apresenta baixa liquidez e transações, que geralmente não envolvem ações ordinárias (com direito a voto), não é capaz de desenvolver o papel desempenhado no modelo anglo-saxão.

3 Os fundos de pensão e as pressões por mudanças nas estruturas de governança corporativa

Entretanto, com as reformas liberais implantadas nos anos 1990, os grupos nacionais foram obrigados a repensar suas formas de controle para que pudessem ter acesso a novas fontes de financiamento, permitindo-lhes expandir ou apenas sobreviver. Assim, tanto uma divisão de controle de empresas nacionais com o capital internacional, bem como, um aumento na transparência contábil dessas empresas, a fim de obterem acesso a fontes de financiamento em mercados financeiros estrangeiros (lançamento de ADR's na Bolsa de Valores de Nova York, por exemplo).

Nesse contexto neoliberal, as privatizações tiveram um papel importante para a reformulação das estruturas de governança. A partir do momento em que ao capital internacional foi permitida a participação nos leilões de privatização, dado seu acesso a maiores volumes de recursos, diminuiu-se a possibilidade dos grupos nacionais, sozinhos, conseguirem adquirir o controle total das empresas privatizadas. Assim, o capital nacional foi obrigado a formar consórcios, seja com a participação do capital internacional, seja entre si, processo no qual a participação dos fundos de pensão foi importante.

Os fundos de pensão, que foram utilizados como instrumento político em um primeiro momento (1990-1994), passaram a ser vistos no momento seguinte como grandes fornecedores de recursos de longo prazo. Essa característica dos fundos de pensão seria proveniente do fato de possuírem “basicamente obrigações de longo prazo, isto lhes permite concentrar seus portfólio em ativos de longo prazo, que proporcionam maior rendimento” (Rabelo, 1997).

Dessa forma, os principais fundos de pensão do Brasil ganharam espaço nos conselhos de administração das principais empresas privatizadas, ocupando o papel de importantes acionistas minoritários que não consideram, necessariamente, suas participações com objetivos de ganhos de curto prazo; tendendo a se envolver com a administração das empresas. Tal situação acabou gerando pressões sistemáticas pelo aumento dos direitos dos acionistas minoritários, assim como pelo aumento da transparência das atividades e decisões administrativas. A seguir,

mostramos algumas evidências a respeito da evolução das práticas de governança corporativa no Brasil após a intensificação da participação dos fundos de pensão.

Um exemplo claro de atitude ativa quanto à supervisão das decisões administrativas, assim como de definições das diretrizes do empreendimento pelos fundos de pensão, é o conjunto de medidas que vem sendo adotadas pela Previ, maior fundo de pensão do Brasil, com recursos na ordem de 17,8 bilhões de dólares. A cada vez mais significativa presença desses investidores institucionais, como fonte de financiamento de empresas privadas no Brasil, tem produzido um efeito “modernizador” sobre as estruturas de governança corporativa destas empresas.

Atualmente, embora ainda sejam poucas as empresas que respeitam de fato os direitos dos acionistas minoritários, a pressão que alguns fundos têm feito sobre elas tem ajudado a reverter esta situação. Devido ao fato de as exigências de boa governança não serem cumpridas, o que pode acabar envolvendo os fundos de pensão em batalhas judiciais, nota-se que, ao longo da década de 1990, houve uma significativa mudança nas estruturas de governança de determinadas empresas (como Embraer e Acesita).

Podemos evidenciar o quão importante é a participação dos fundos de pensão enquanto investidores institucionais, mostrando que os mesmos detêm cerca de US\$ 60 bilhões em propriedades, dos quais 30% representam investimentos em ações de empresas; não obstante, 15% do total do valor das companhias listadas na Bolsa de São Paulo são de posse dos fundos de pensão.

A Previ é um bom exemplo de instituição atuante na inserção de boas práticas de governança corporativa nas empresas nas quais detém algum poder acionário. Ela constitui o maior dos fundos de pensão do Brasil, e possui atualmente um patrimônio de aproximadamente R\$ 40 bilhões. A Previ possui uma política declarada de ativismo na esfera da governança corporativa, procurando sempre exercer seus direitos de nomeação de participantes das comissões diretoras das empresas nas quais detém alguma participação acionária. Foi dela a iniciativa de criar uma área específica (a Gepar) para a administração das participações em ações que a Previ possui em seus portfólios.

A Gepar é um departamento interno da Previ, cujo objetivo reside em eleger membros para a comissão diretora das empresas, nas quais o fundo de pensão tem esse direito, treiná-los, monitorá-los e analisar os planos de investimento das empresas. Este departamento busca sempre explorar uma certa sinergia e harmonia entre as próprias empresas do portfólio, ou entre elas e a Previ, no âmbito da tomada de decisões. Até 2002, 72% do valor das participações acionárias que a Previ possuía estava incluído na análise pela Gepar – no caso, das 115 empresas de que a Previ possuía alguma propriedade, em 61 delas a Previ tinha representantes seus nas comissões diretoras e comitês auditores. A pretensão da atuação da Gepar é apenas de manter mais presente e ativa a participação da Previ como acionista da empresa, além de auxiliar na reestruturação de parte da administração das empresas – e não é objetivo, portanto, obter lucros em curtos períodos de tempo.

O que a Previ busca é desenvolver um modelo de governança corporativa, através do qual possa haver uma maior supervisão nas relações entre a empresa e o fundo de pensão e entre outros participantes, e, além disso, que dê ao fundo de pensão maiores poderes de influencia na tomada de decisões nas empresas, evitando desgastes como o problema da participação da Previ no setor de telefonia.

Como consequência do processo de privatização, a Previ, que chegou a investir cerca de R\$ 2 bilhões em empresas de telefonia – em parceria com o Opportunity no papel de gestor – corre hoje o risco de sofrer grandes perdas. A crise mundial do setor de telecomunicações é um dos fatores que contribui para isto. Entretanto, o fato de que as participações da Previ não lhe garantirem nenhum direito de controle é fator ainda mais relevante, que submete o fundo de pensão às decisões tomadas pelo gestor.

Segundo o acordo de constituição do CVC – um fundo relacionado com as empresas de telecomunicação, do qual a Previ é o maior cotista, e que tem como cotistas outros fundos de pensão e uma pequena participação do próprio Opportunity – ficou estabelecido que as decisões do Opportunity (o gestor) só poderiam ser revistas se 90% dos cotistas assim o desejassem. Isso garantiu total autonomia ao Opportunity, que poderia fazer o que quisesse com o dinheiro dos cotistas.

Portanto, não tendo direitos de controle e submetida a este acordo, a Previ teme que o seu parceiro de investimento mine o valor do investimento por ela realizado, fazendo com que o fundo de pensão desfaça-se de suas participações na empresas de telefonia sob as condições oferecidas pelo Opportunity. Vê-se neste caso um claro exemplo de problemas relativos à elaboração de contratos, demonstrando que as dificuldades de coordenação e controle vão além do simples fato de haver a separação entre propriedade e controle.

O acordo aceito pela Previ, em que o gestor do fundo CVC possui ampla autonomia para administrar o dinheiro, evidencia um claro problema relativo à elaboração de contratos. Estes, por sua vez, também estão incluídos na discussão de governança corporativa. Kester (1992) utiliza para isto o conceito de *governança contratual* para referir-se a sistemas que cuidam destes tipos de problemas, e acredita que o enfoque proveitoso para analisar tal questão é o da teoria dos custos de transação (Williamson, 1985).

Conseqüentemente, a limitada participação que a Previ possui nos conselhos de administração de empresas de telefonia atrapalha em muito a suas estratégias.

Este é um exemplo claro de riscos que os fundos de pensão correm se não tomarem iniciativas acerca da inserção boas práticas de governança corporativa nas empresas nas quais eles detêm participações. Mas, como já foi observada, a adoção de modelos de governança corporativa, com a ajuda dos fundos de pensão, está evoluindo. É o caso, por sua vez, da atuação da Previ – e outros fundos de pensão cujas participações são significantes – na Embraer e na Acesita. Nestas duas empresas, os fundos de pensão chegaram a influenciar e estimular as decisões de venda de algumas participações minoritárias para grupos estrangeiros. Entretanto, para o sucesso desse tipo de ação, é imprescindível a prática da boa governança corporativa, ou seja, é imprescindível uma política ativa das empresas em respeito aos acionistas minoritários, o que demanda transparência e clareza nas informações fornecidas pelo corpo administrativo delas. Ademais, os fundos de pensão (em especial, a Previ) declaram que algumas exigências vão além daquelas necessárias para o retorno garantido dos seus investimentos; ou seja, no modelo de governança corporativa que alguns fundos de pensão buscam, fatores como a posição da

empresa frente aos direitos de seus funcionários, frente à comunidade e frente ao meio ambiente, são considerados importantes.

Outro caso interessante que relaciona a participação dos fundos de pensão sobre a evolução das estruturas de governança corporativa é o da Petros. O segundo maior fundo de pensão do país também possui uma clara política nesta área, e isto se evidencia através da criação de um departamento de governança, que se responsabiliza por acompanhar a gestão nas empresas, de modo a obter maior rentabilidade dos investimentos, através do conceito de governança corporativa. Parcela significativa dos investimentos em empresas feitas pela Petros é de longo-prazo; e, em algumas destas empresas, o fundo de pensão tem representantes em seus conselhos. Entretanto, a idéia da Petros é de estabelecer novos critérios para estas empresas nas quais seus investimentos são de prazo maior; por exemplo: ela deverá exigir maior poder de influencia sobre a empresa (ou seja, maior representatividade nos conselhos); ademais, empresas que possuam outros fundos de pensão como acionistas minoritários terão prioridade na ordem dos investimentos, uma vez que assim há maiores chances de monitorar o acionista controlador.

Outro ponto levantado pela Petros, de modo a garantir maior seguridade nas suas participações acionárias nos moldes da governança corporativa, tem sido a escolha dos seus representantes que, até recentemente, não possuía um critério claro de determinação, ou seja: quem seria o indivíduo que representaria o fundo de pensão. Atualmente, a política da Petros tem sido a de escolher indivíduos que sustentem total responsabilidade sobre os infortúnios e riscos que o fundo possa vir a correr – pessoas que de alguma forma estejam envolvidas com os fundos de pensão (diretores, por exemplo), e que não passem a interceder em favor da empresa.

Por fim, atualmente há um consenso entre os principais fundos de pensão a respeito da elaboração de uma estratégia comum de monitoração das práticas exercidas pelos acionistas controladores. Uma atuação em conjunto (através da formação de um lobby, por exemplo) tanto pode ajudar na redução de custos que os investidores institucionais podem vir a ter, quanto pode fortalecer o poder destes ao realizarem suas exigências sobre as práticas de governança corporativa nas empresas.

Nota-se, através de fatos demonstrados, que existe uma clara e efetivamente forte política por parte dos fundos de pensão que busca por uma melhor prática e estrutura de governança no Brasil. E é a presença marcante destes investidores institucionais, os quais tem apresentando um grande crescimento, que tem contribuído para a melhoria das práticas de governança corporativa no país.

Conclusão

A intensificação da abertura da economia brasileira nos anos 1990 pressionou as empresas nacionais a realizarem processos de modernização, de modo a obter maior competitividade frente agora ao maior número de concorrentes estrangeiros. Isso aumentou, conseqüentemente, a necessidade por novas fontes de financiamento das empresas. Este financiamento, por sua vez, poderia ser originado de duas formas.

Primeiramente, através da captação de recursos externos, que poderia ser feito através do endividamento externo ou do lançamento de ADRs ou, então, da associação da empresa nacional com alguma instituição estrangeira. Esta forma de financiamento levaria a duas distintas estruturas de governança corporativa respectivamente. A primeira caracterizada por uma necessidade de maior transparência, enquanto que a segunda forma implica uma estrutura de governança que garanta o cumprimento dos interesses dos sócios estrangeiros, definidos pela matriz, apesar da também presença dos interesses dos participantes nacionais.

A outra forma de financiamento das empresas foi por meio da captação de recursos nacionais, através, por exemplo, da participação dos fundos de pensão enquanto investidores institucionais. A significativa posição destas instituições enquanto importantes acionistas minoritários, tendo em vista a falta de liquidez do mercado de capitais brasileiro, levou-as a adotar uma postura ativa para garantir uma gestão eficaz dos seus ativos. Isso conseqüentemente afetou as estrutura de governança corporativa das empresas nas quais os fundos de pensão possuem participação acionária.

Entretanto, as pressões do fundo de pensão no sentido de aumentar a transparência e garantir maiores direitos aos acionistas minoritários através da sua

presença nos conselhos administrativos ou fiscais podem não ser suficientes para, de fato, assegurar a evolução das boas práticas de governança corporativa.

Faz-se necessário, concomitantemente a este processo, a reforma da legislação acerca das sociedades anônimas. A possibilidade dos fundos de pensão de serem investidores de longo prazo aumenta com o aporte legislativo; não havendo uma legislação que garanta a sua participação ativa – no sentido de defender seus interesses – a tendência para que os fundos de pensão sejam investidores de curto prazo torna-se maior, uma vez que seus capitais ficam sujeitos a menores riscos devido à possibilidade de se desfazerem de suas posições, ainda que em mercados de capitais pouco profundos como o brasileiro isso possa provocar perdas de capital.

Referências bibliográficas

AVELINO, R. R. G. *Fundos de pensão: caracterização do quadro atual, com ênfase em sua participação no processo de privatização*. Relatório final (Monografia)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 1998.

BASTOS, A. R. O papel macroeconômico dos fundos de pensão. *Formação Econômica*, Campinas, n. 3, 1999.

CARVALHAL, A. et al. *Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies*. The Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, abr. 2000.

CORRÊA, V. P.; VIEIRA, E. R. *Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. [s.n.t.].

COSTA, F. N. *Fundos de pensão e financiamento do desenvolvimento: imobiliário, em infra-estrutura, empresas emergentes e risco tecnológico*. Caderno do Seminário Fundos de Pensão – Novo fator de desenvolvimento na América Latina, IE/UNICAMP – ABRAPP, São Paulo, abr. 1997. p. 47-59.

COUTINHO, L. *O desenvolvimento de um novo modelo de financiamento para a América Latina*. Caderno do Seminário Fundos de Pensão – Novo fator de desenvolvimento na América Latina, IE/UNICAMP – ABRAPP, São Paulo, abr. 1997. p. 1-15.

_____; RABELO, F. M. *Corporate governance in Brazil*. Washington, DC: OECD-Development Centre, Apr. 2001. (Paper).

GASMENGA, C. C. *Características gerais dos fundos de pensão e seu papel na gestão das empresas*. Relatório final (Monografia)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, dez. 2001.

JENSEN, M. C. O eclipse da corporação de capital aberto. In: MONTGOMERY, C. A.; PORTER, M. E. (Org.). *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1998.

_____; MECKLING, W. H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KESTER, W. C. Industrial groups as systems of contractual governança. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 8, n. 3, p. 24-44, 1992.

LEAL, R. P. C.; VALADARES, S. M. *Ownership and control structure of Brazilian Companies*. Abante, 2000.

LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. *Revista do BNDES*, n. 7, jun. 1997.

MIRANDA, J. C.; TAVARES, M. C. Brasil: estratégias da conglomeração. In: FIORI, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1997.

RABELO, F. M. Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, FGV, São Paulo, v. 38, n. 1, p. 38-51, jan./mar. 1998.

_____; SILVEIRA, J. M. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Campinas, SP: IE/Unicamp, jul.1999. (Texto para discussão, n. 77).

RAIMUNDO, L. C. Os fundos de pensão e o financiamento de longo prazo na economia brasileira: a parceria público-privada e o modelo de project finance. *Leituras de Economia Política*, Campinas, n. 6, p. 53-66, jun./dez. 1998.