

Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais - a influência da regulação e das estruturas de "corporate governance" e algumas indicações para o caso do Brasil

Vanessa Petrelli Corrêa
Edson Roberto Vieira

Este trabalho pretende mostrar que a atuação dos fundos de pensão, para além da regulação à qual estão sujeitos, depende das estruturas predominantes de financiamento, propriedade e controle das firmas. Seguimos a hipótese teórica de que as diferenças verificadas entre a atuação dos fundos de pensão em diversos países não se centram unicamente na questão das distintas legislações. A atuação dos mesmos nos mercados de capitais está condicionada pelas estruturas de "*corporate governance*" de seus mercados de origem e dos mercados em que atuam. Estas estruturas indicam a conformação e a amplitude do mercado de capitais do país em estudo. A legislação básica destes mercados, aliás, tem a ver com estes fatores estruturais. Neste artigo levantaremos estas questões dando algumas indicações a respeito deste tema para o caso do Brasil.

Introdução

Quando vamos analisar a questão dos movimentos financeiros a partir dos anos 80 uma das questões fundamentais a destacar se relaciona ao fato de que os bancos deixaram de ser os principais detentores da liquidez, cedendo lugar aos investidores institucionais.

O crescimento explosivo destes investidores a partir do fim dos anos 70 coincide com o movimento que desembocou no processo de ampla mobilidade de capitais e desregulamentação de mercados. Estes agentes são os principais atores privados deste processo e a lógica de aplicação dos vultosos montantes acumulados por eles dá a tônica das finanças na atualidade, sendo que os fundos de pensão podem ser indicados como os principais dentre os investidores institucionais, levando-se em conta os montantes que transacionam.

Posto que os fundos de pensão são, hoje, os mais importantes detentores de liquidez da atualidade, sendo importantes aglutinadores de capitais e aplicadores, um dos grandes debates atuais é o de que eles poderiam servir de alavancadores para financiamentos de longo prazo. Esta seria uma perspectiva importante para países como o Brasil, em que há uma incapacidade institucional de gerar recursos estáveis de longo prazo.

A perspectiva é a de que o estímulo à previdência complementar poderia constituir um passo importante para o estabelecimento de políticas duradouras, um planejamento de longo prazo e uma visão menos limitada de futuro, podendo os fundos de pensão conciliar as necessidades de política social - representadas pelos aspectos previdenciários - com as financeiras - via recursos para investimentos. Esta

possibilidade se coloca porque os fundos de pensão, por suas características específicas, aglutinam recursos com temporalidade de ingresso relativamente definidos e previsíveis que poderiam ser aplicados em ativos de longo prazo.

Vários estudos foram desenvolvidos especialmente na primeira metade dos anos 90 buscando analisar o comportamento dos fundos de pensão em diversos países e a conclusão é a de que não há um padrão comum de atuação entre os mesmos. Verifica-se que, a depender dos ambientes institucionais a que estão inseridos, os fundos têm *performances* distintas. É possível detectar dois extremos opostos em termos de lógica de aplicação, pelo menos até meados dos anos 90: de um lado, estão os países anglo-saxões que têm os fundos mais poderosos e mais rentáveis, mas com uma lógica de aplicações mais especulativa; de outro, os fundos de pensão alemães que, a despeito de não possuírem o poderio dos seus pares anglo-saxões, aplicam fortemente em títulos de longo prazo, se constituindo em alavancadores do investimento produtivo.

Estes estudos têm indicado que os requisitos e as regras para as aplicações em ativos, fixados pelos órgãos de supervisão são um importante condicionante da distribuição das aplicações destes agentes. O que se observa é que, se os mercados são poucos regulados, a tendência dos fundos de pensão é a de aplicações que possibilitem uma alta rentabilidade e permitam uma rápida reestruturação de *portfólio*. Em um ambiente de livre de restrições, a lógica que domina é a especulativa e esta pode gerar distorções aos padrões de financiamento das economias capitalistas globalizadas.

O que queremos destacar em nosso trabalho é que a atuação dos investidores institucionais, depende das **estruturas predominantes** de financiamento, propriedade e controle das firmas nos mercados nos quais eles atuam, sendo que a própria regulação está intrinsecamente ligada à lógica desta estruturação. A partir desta perspectiva utilizaremos a literatura que trata da análise de "*corporate governance*" que, a nosso ver apreende os aspectos indicados acima, na medida em que trata da questão do controle corporativo e desta relação com as estruturas de financiamento.

1- A atuação dos fundos de pensão e o sistema de “corporate governance”

Existem vários tipos de classificação possíveis quanto aos sistemas de *corporate*

governance. Uma delas é aquela que analisa o mercado de controle corporativo, ou seja, "*os mecanismos de mercado por meio dos quais o controle e a propriedade das empresas são negociados*" (Rabelo, 1997, p.39). Esta análise permite que se monte a classificação dos mercados de capitais a partir da **forma de controle dominante** na maioria das empresas. De acordo com esta classificação, elas podem estar sujeitas a dois tipos de controle: interno ou externo.

No sistema de controle interno o controle é exercido por meio de um sistema de propriedade interligado dentro do setor corporativo não financeiro e o mercado de capitais do país em questão apresenta um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa. As grandes corporações são os atores mais importantes (maiores acionistas), sendo que elas geralmente têm um interesse controlador nas outras empresas em que investem. São elas as grandes investidoras e o espaço para a atuação de outros agentes, dentre os quais os fundos de pensão, é pequeno. Nestes sistemas o poder das grandes corporações é muito grande e a legislação que rege a atuação dos acionistas minoritários é, via de regra, extremamente falha. Este mercado trabalha essencialmente apresentando pouca liquidez, sistemas complexos de propriedade cruzada de ações entre corporações e baixa negociação do controle e da propriedade das corporações, o que limita o papel do mercado de capitais enquanto *locus* de alavancagem de capital.

Contrariamente, os sistemas de controle externo apresentam um grande número de empresas listadas em bolsas de valores. A forma hierárquica de controle vai diretamente dos investidores individuais (ou indiretamente via instituições) para as empresas. O mercado de capitais é extremamente líquido, há pouca propriedade cruzada de ações e o controle e a propriedade das corporações são frequentemente negociados. A própria legislação que rege estes mercados garante maior transparência e que os direitos dos acionistas minoritários sejam mais respeitados. A possibilidade de atuação de outros agentes, que não as grandes corporações é muito maior, sendo que aí os investidores institucionais têm mais espaço para atuar, na medida em que estes mercados têm maior liquidez. Um dos problemas deste tipo de sistema é que podem ocorrer comportamentos de gerência contrários aos interesses dos acionistas-proprietários, sendo que a própria diluição da propriedade dificulta ações individuais dos acionistas.

Outra classificação possível, que se agrega à citada acima para a compreensão da atuação dos fundos de pensão e de seu papel sobre os mercados financeiros, diz

respeito à análise **da forma pela qual as empresas alavancam seu capital** e o impacto disto sobre o controle da empresa (Davis, 1995).

Nesta classificação, de um lado temos o controle direto via débito, que é aquele em que há grande relacionamento entre banco e empresa, no qual o sistema bancário financiador tem participação direta na determinação dos rumos da empresa e tem acentuada participação no controle acionário, tendo recebido parte do ganho de fundador. Neste esquema os Bancos de Investimento têm um relevante papel de coordenação, participando diretamente tanto enquanto acionistas, quanto como credores.

Assim, tendo em vista estas características, as empresas desenvolvem um relacionamento de longo prazo com um pequeno número de credores. Existe forte esquema de alianças interempresas e destas com bancos, o que se explicita pela posse cruzada de ações entre corporações. Ademais, outro fator importante neste respeito é que o Estado também se configura como um ator central na alocação de recursos.

Podemos perceber que os acionistas corporativos são aqueles que dominam a empresa e que têm amplo poder. Por outro lado, são os próprios bancos credores, detentores de parcelas consideráveis do total de ações da empresa, os responsáveis pelo o monitoramento da gerência. Desta forma, o papel dos outros acionistas, como os fundos de pensão, têm um peso muito menor. A própria estratégia dos fundos de pensão fica dificultada porque há falta de informações financeiras detalhadas e eles têm restrições de voto. Resumidamente, nestes mercados há forte concentração da propriedade, sendo eles dominados pelas grandes corporações relacionadas diretamente com o sistema bancário financiador. A articulação de posse e controle determina uma relação duradoura destes acionistas majoritários com a empresa, o que dá um espaço menor de participação para os investidores institucionais e para o predomínio da lógica de curto prazo. Aliás, é justamente nestes mercados que a própria atuação livre dos investidores institucionais fica cerceada por uma legislação de aplicação e de *funding* mais restritiva.

Do outro lado desta classificação está o controle de mercado via equity que é aquele em que predomina grande atividade de aquisições hostis (*takeovers*). Nestes mercados a direção das empresas não está nas mãos dos acionistas e o controle se dá através da ameaça de uma aquisição hostil - que funciona como uma restrição a medidas tomadas pelos executivos que não estão de acordo com os interesses dos acionistas. A tradução do descontentamento destes últimos com a gerência se dá pela

negociação das ações. Neste sentido, esta é considerada uma das formas de resolução de conflitos entre gerência e acionistas.

Os investidores institucionais podem ter um papel de controle importante neste sistema, sendo este exercido de forma indireta. Já no entanto, a onda de aquisições hostis parece ter se esgotado no final da década de 80, o que torna questionável que a alocação “eficiente” seja conseguida por este mecanismo. No caso dos sistemas de controle externo não há espaço para este tipo de controle corporativo.

Para visualizar concretamente estas questões e articular a configuração do mercado de capitais de um determinado país com a lógica de atuação dos fundos de pensão, tomaremos como exemplo os casos extremos citados no início deste artigo: da Alemanha de um lado e dos Estados Unidos de outro.

2 - Sistema de Corporate Governance na Alemanha e atuação dos fundos de pensão

Podemos dizer que no caso da Alemanha predomina o controle interno e o controle direto via débito. Neste país, em 85,4% das empresas existe um acionista (geralmente uma corporação) que detém mais de 25% das ações e em mais da metade das firmas existe um único acionista majoritário (Franks, & Mayer, 1994).

Claramente as corporações são os atores mais importantes (maiores acionistas), sendo que elas geralmente têm um interesse controlador nas outras empresas em que investem. São elas as grandes investidoras e **os fundos de pensão têm menor participação, até porque não há espaço para uma maior atuação dos mesmos nestes mercados.** Esta é uma perspectiva importante para indicar o que queremos destacar: o fato de que não é meramente a legislação orientadora dos limites de aplicações dos fundos germânicos que inibe a sua atuação no mercado de capitais.

A própria organização do mercado é que limita atuações outras, que não a das grandes corporações e dos grandes bancos. O fato é que durante a maior parte deste século os bancos, as seguradoras e os grandes conglomerados alemães construíram grandes participações acionárias nas indústrias do país (como é o caso da farmacêutica Shering). Grandes bancos, como o Deutsche Bank receberam ações como forma de pagamento de empréstimos, articulando um grande poder sobre as corporações e uma forte relação banco/indústria.

À medida que a Alemanha prosperou após a Segunda Guerra Mundial, essas ações tiveram seu valor enormemente aumentado e atualmente elas atingiram valores

astronômicos, mas ainda continuam nas mãos dos detentores originais, pois impostos de 50% dos ganhos de capital tornaram impossível vender essas ações sem entregar uma grande parte dos lucros ao governo. Como resultado desta articulação, em 1993, as empresas não financeiras na Alemanha detinham 39% do estoque de ações de seu país, os bancos 14%, e a participação dos fundos de pensão era praticamente nula (OECD, 1994).

Outro fato esclarecedor da performance deste mercado e que denota o poder das grandes corporações é a fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários. Os mecanismos legais existente contra opressões dos controladores (*no oppressed minority*) são limitados (La Porta, 1998). Podemos citar como um fator limitador dos direitos dos minoritários a não cumulatividade dos votos dos mesmos, fato que minimiza a capacidade de persuasão destes agentes frente à gerência. Além do mais, na Alemanha as ações são bloqueadas antes que a Assembléia de Acionistas ocorra, impedindo a sua negociação por vários dias durante este período (*share blocked before meeting*).

Levando-se em conta então esta configuração, o aparato regulatório restritivo que determina as diretrizes de aplicação das carteiras dos fundos de pensão (máximo de 20% em participações, 5% em imóveis, 4% no exterior, 10% em autoinvestimento) faz parte da organização lógica deste mercado e não é assim o único explicador da *performance* destes fundos. De fato, pode-se perceber que o mercado de capitais alemão, por seu próprio desenho institucional, não é um mercado que possua alta liquidez e isto, por si só, já limita a atuação de investidores institucionais.

O resultado deste desenho institucional é que os fundos de pensão alemães não dirigem predominantemente seus recursos para a compra de ações. Os forte de suas aplicações está direcionado para a compra de títulos de longo prazo, alavancadores do investimento produtivo. Cabe salientar que a existência destes títulos também está ligada à especificidade da organização institucional da alavancagem de recursos na Alemanha, estando articulada ao histórico papel do Estado e dos Bancos de Investimento domésticos no oferecimento de recursos para a industrialização a partir de créditos de longo prazo.

Sem dúvida, a manutenção desta estrutura depende da atuação do Estado alemão, tanto para delimitar os limites de aplicações dos fundos quanto para garantir que os ativos dos mercados de capitais permaneçam essencialmente nas mãos de corporações, de bancos e seguradoras do país. Como se percebe, o papel de

alavancador de longo prazo é possível, mas não é uma consequência direta da possibilidade de os fundos de pensão poderem trabalhar com horizontes de aplicação de mais largo prazo.

Aliás, a própria configuração do mercado alemão, tratado aqui como um caso de sucesso na alavancagem de investimentos produtivos através da articulação com os fundos de pensão, não necessariamente se mantém na atualidade. A pressão dos mercados internacionais e mesmo de grandes aplicadores alemães é pela desregulamentação no intuito de que esta dê mais liberdade a seus agentes na busca da máxima valorização.

Os movimentos da economia alemã estão a indicar este caminho "rumo ao mercado". Podemos citar, por exemplo, a recente proposta do chanceler Schröder de extinguir os impostos de 50% que incidem sobre os ganhos de capital e que são cobrados quando da venda das ações (Gazeta Mercantil, 4/1/2.000). A partir desta extinção os bancos, seguradoras e conglomerados vão poder vender suas participações acionárias em empresas sem pagar tais impostos, Isto, por seu turno, deve impactar, em grande medida, sobre a liquidez das ações no mercado de capitais alemão.

Conforme salientamos anteriormente, os bancos alemães receberam ações como forma de pagamento a seus financiamentos. À medida que a Alemanha foi prosperando, estas participações passaram a ter um valor enorme, mas os impostos de 50% dos ganhos de capital tornaram impossível a venda das mesmas, levando a que as posições acionárias continuassem a ser mantidas nas mãos dos bancos e seguradoras. No entanto, tendo em vista as possibilidades de aplicações alternativas os detentores dessas ações passaram a pressionar o governo para a eliminação das barreiras existentes. Na verdade, a suspensão do imposto não só permitiria a livre negociação dos recursos como propiciaria consideráveis ganhos às grandes empresas graças à valorização histórica destas ações. Por outro lado, também há a pressão internacional para a abertura do mercado alemão, no sentido de possibilitar uma maior participação de investidores estrangeiros.

Como estas participações em ações envolvem montantes elevadíssimos, isto deve direcionar para algumas mudanças na configuração do mercado de capitais, levando a que estes recursos saiam da Alemanha e se dirigiram para outros países. Paralelamente, as próprias corporações podem decidir vender unidades que não se coadunem com sua atividade principal. O movimento conjunto pode aumentar o

número de ações negociadas do mercado germânico e empresas estrangeiras ou grandes fundos de pensão estrangeiros poderão comprar estas ações que anteriormente não eram acessíveis aos mesmos. Isto, por sua vez, pode levar a "takeovers" hostis, em que novos detentores de grandes lotes de ações tentem forçar as empresas alemãs a fusões e à promoção de reestruturações. Outra possibilidade é a de que empresas bem colocadas no mercado caiam nas mãos de estrangeiros.

Logo, o que se está querendo destacar é que a própria classificação existente quanto à conformação dos mercados de capitais não é estanque e que a pressão é constante para a desregulamentação. Assim, várias ações, além da descrita, estão levando a própria Alemanha a modificar o perfil de sua estrutura de financiamento.

3 - Estrutura de "corporate governance" nos países anglo-saxões e a atuação dos fundos de pensão

De acordo com a classificação básica dos sistemas de "corporate governance" podemos dizer que nos países anglo-saxões predominam o controle externo e o controle via *equity*.

No que tange ao controle externo, pode-se observar que no Reino Unido apenas 16% das empresas têm um acionista com mais de 25% das ações e que em apenas 6% das empresas existe um acionista majoritário (Franks, & Mayer, 1994). A estrutura dispersa de propriedade facilita a atuação de outros atores neste mercado em que há uma ampla liquidez e constante negociabilidade das ações. Ou seja, o domínio da lógica dos investidores institucionais nos países anglo-saxões tem a ver com a forma específica como predomina aí o controle de capital. A lógica destes mercados não é ditada pelas grandes corporações ou pelo sistema bancário, mas sim pelos investidores institucionais e agentes individuais, que não têm relação direta com a empresa. A diluição da propriedade, por sua vez, facilita a rápida reestruturação de *portfólios* e explica o alto nível de atividade das bolsas nos países com este tipo de estrutura.

Os investidores institucionais (especialmente os fundos de pensão), e os "indivíduos" são os agentes que concentram a compra de ações nestes mercados. Nos Estados Unidos, um destaque especial, vai para a participação da categoria "indivíduos" que, em 1993 detinham 49% do estoque de ações do país (OECD, 1994). O papel das famílias, enquanto pequenos aplicadores é muito importante neste mercado de capitais, o que corrobora o fato de que a estrutura de propriedade é extremamente diluída. Aliás, articulado a esta configuração está a questão de que a

regulação referente aos acionistas minoritários garante a sua participação efetiva como *acionista*. Nos Estados Unidos, estes acionistas têm mecanismos legais que os protegem contra opressões dos controladores, que podem incluir os direitos de desafiar as decisões não desejadas por eles, mas que são tomadas pela administração, ou o direito de obrigar a companhia a recomprar as ações dos minoritários que são reticentes a estas decisões. Podemos citar ainda como mecanismo de proteção aos minoritários, a existência de leis que dão aos mesmos o direito de fundir seus votos em um único representante (La Porta *et al.*, 1998), o que não ocorre em muitos países.

A par do papel dos aplicadores individuais, é importante frisar também a importância dos fundos de pensão nestes mercados. Eles têm ampla participação nos mesmos e agem como grandes capitalistas, contrariamente aos "indivíduos" que têm menor poder por serem diluídos. Nestes mercados, prevalece o controle via *equity* sendo que os fundos de pensão raramente têm um interesse controlador nas empresas nas quais investem. Assim, a partir desta configuração, é possível observar que em mercados de capitais como o existente nos países anglo-saxões as ações têm ampla liquidez e o espaço para a atuação dos fundos de pensão é grande. Esta participação elevada também se explica pelo fato de o próprio aparato que regula as aplicações dos fundos de pensão destes países ser extremamente liberal, não definindo limites máximos e mínimos de aplicação.

Definido o espaço para a atuação destes agentes no mercado de capitais, cabe observar que as aplicações nos mesmos se explicam por conta das altas rentabilidades possíveis de serem aí auferidas e tendo-se em conta que estes tipos de aplicações, por sua liquidez, permitem uma rápida reestruturação dos *portfólios* por parte destes agentes. O que queremos destacar é que a forma de atuação dos fundos de pensão envolve uma lógica eminentemente de curto prazo. Esta não se explica meramente pela análise da alta participação das ações no portfólio destes fundos, mas sim pela análise de como estes *portfólios* são montados.

A grande questão que se coloca em termos da aplicação em ações por parte destes investidores é que a decisão não é efetuada levando em conta apenas a atividade das empresas e tomando por base a rentabilidade anual. A análise realizada por estes fundos quando da aplicação de seus recursos ressalta, sobretudo, a verificação dos rendimentos trimestrais, tendo como base uma análise essencialmente de curto prazo (ditadura do *Quarterly Report*).

Nesta ótica, ademais, é possível verificar que um rápido ajustamento do *portfólio* é promovido pelos administradores como resposta às mudanças nos retornos relativos das várias categorias de ativos. Isto, por sua vez, tem forte impacto sobre o preço dos ativos e sobre os investimentos, tendo em vista que estas instituições mobilizam volumes de recursos de grande magnitude e que, neste sentido, este *viés curto-prazista* pode afetar, sobremaneira, os preços das ações no mercado. Ou seja, a própria afirmação de que estes fundos procurariam ações de ótima qualidade e títulos do governo deve ser relativizada. Na verdade, os administradores destes fundos de pensão têm deixado de lado este tipo de aplicações e ido de encontro a instrumentos especializados, como ativos securitizados e bônus de baixa qualidade com rendimento elevado, além de operações de *leverage-by-out* e aplicações em fundos de empresas emergentes (*venture capital*). Verifica-se que estes agentes estão em busca de altos retornos correntes, mesmo que isso implique em riscos elevados. Além do mais, eles são também importantes para o desenvolvimento e expansão das operações de opções, de futuros com índices de ações e outros instrumentos financeiros sintéticos ou derivativos (especialmente os norte-americanos).

Nesta perspectiva, quisemos destacar que a forma de atuação dos fundos de pensão não se relaciona unicamente com as decisões unilaterais tomadas por eles em termos de sua política de aplicações. Ela se vincula a aspectos institucionais ligados à forma de organização dos mercados financeiros nos quais estes agentes atuam e às estruturas de propriedade e controle das corporações. Ou seja, as distintas estruturas de *corporate governance* e de *corporate finance* vigentes estão ligadas ao desenvolvimento e à forma de atuação dos fundos de pensão em cada país.

4 - Estrutura de corporate governance no Brasil e atuação dos fundos de pensão: algumas indicações preliminares

Podemos citar como principais características do mercado de capitais brasileiro: (i) o alto grau de concentração da propriedade das ações (notadamente aquelas com direito a voto); (ii) os altos custos de manutenção da estrutura de capital aberta; (iii) a precária proteção aos acionistas minoritários; e (iv) a baixa liquidez.

Este é um desenho que se apresenta, via de regra, nos países da América Latina. O baixo desenvolvimento do mercado de capitais nestas economias mostra que a estrutura de propriedade se concentra em grupos industriais que levantam no mercado uma porção pouco significativa de seu capital. Isto tem a ver com o próprio

padrão de acumulação destes países. Neles, a estrutura de investimento se organiza essencialmente a partir de grandes empresas multinacionais, empresas estatais e de empresas nacionais familiares, que apenas mais recentemente estão abrindo seu capital.

No que se refere às estruturas de *corporate governance* presentes no Brasil, dados apresentados por Siqueira (1998) revelam que, de uma amostra de 278 empresas registradas em bolsa no Brasil, apenas 21% têm uma estrutura de controle que pode ser considerada dispersa (o maior acionista detendo menos de 20% do controle); 48% delas se encontram em uma categoria em que o controle de propriedade é considerado dominante (o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle) e em 31% o controle é majoritário (o maior acionista detém mais de 50% do controle).

Apesar de estes dados já indicarem um perfil concentrado para este mercado, o que de fato ilustra o desenho da estrutura do controle corporativo no Brasil é a concentração do controle das ações com direito a voto (ordinárias) vis a vis às ações sem direito a voto (preferencias). A atual Lei das Sociedades Anônimas (que por sinal é de 1976) permite que as ações preferenciais respondam por até dois terços do capital da empresa, o que facilita a capitalização da mesma sem que o proprietário perca o controle.

Levando em consideração esta perspectiva, verifica-se que o perfil que, de fato, caracteriza o controle da empresa é muito mais concentrado do que o indicado acima. Considerando-se a participação relativa do maior acionista no total de ações com direito a voto, (Quadro I) observa-se que, das empresas analisadas, 21% têm controle disperso, 24,82% dominante e 67,63% possuem o controle majoritário. Estes dados deixam patente o contraste da estrutura de governança brasileira com a presente nos Estados Unidos. Neste último país, a concentração das ações ordinárias nas mãos dos três principais acionistas é de 12%, ao passo que no Brasil a mesma é de 63% (Gazeta Mercantil, 23/9/99).

Quadro I - Participação Relativa do Maior Acionista no Total de Ações com Direito a Voto no Brasil (em %)

CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE			
	Dispersa (até 20%)	Dominante (entre 20% e 50%)	Majoritária (acima de 50%)
N.º de Companhias	21	69	188
%	7,55	24,82	67,63

Fonte: Elaborada a partir de dados de Siqueira, 1998: 45.

Além da questão da concentração da propriedade, outro fato a destacar é que há baixa negociabilidade das ações em bolsa. Este prognóstico tem a ver também com o próprio aparato regulatório que rege o mercado de capitais nacional e que viesou sua atuação. Pode-se citar, por exemplo, algumas regulações que beneficiam os grandes controladores como o incentivo fiscal de ganho de capital quando a ação é vendida em bolsa; o IR menor na distribuição de dividendos de companhias abertas; a dedução do IR a pagar correspondente a parcela do capital que tivesse sido aplicado na subscrição de empresa aberta; fundos 157 para o qual era destinado o valor do imposto a pagar; e investimento compulsório para investidores institucionais, que eram obrigados a destinar um percentual de sua carteiras para a compra de ações.

Para auferir das vantagens deste mercado, várias empresas abrem seu capital e não negociam suas ações em bolsa. Tendo em vista a organização da estrutura de financiamento nacional, várias destas empresas se financiavam através da alavancagem de recursos via créditos de longo prazo direcionados por um banco público (o BNDES). Apesar de se configurar aparentemente como uma *estrutura de controle interno*, não há um movimento de concentração de capitais e de forte propriedade cruzada e, tampouco, os bancos nacionais se ligam diretamente a estas corporações, visto que os mesmos não atuam na alavancagem de recursos ao investimento.

Até recentemente, uma das características deste mercado era o domínio do volume de negócios registrados em bolsa em torno daquelas que eram efetivamente as grandes empresas nacionais: as empresas estatais. Estas eram as *blue chips* do mercado de capitais brasileiro e, assim, as ações mais importantes do mercado estavam vinculadas às mesmas - com destaque especial para a Telebrás, seguida mais atrás pela Eletrobrás, Petrobrás e outras. Este perfil prevaleceu até o processo paulatino de privatizações que se exacerbou nos últimos anos. Para atestar tal fato, o Quadro II nos mostra que a maioria das empresas líderes em volume de negócios, em 1997, eram empresas estatais. Do volume médio de negócios diários na BOVESPA, 79,02% estava vinculado às mesmas. Após as privatizações as mesmas empresas continuaram a ser as líderes. De qualquer forma, após a privatização da Telebrás o setor privado passou a ser o principal responsável pelas ações mais negociadas e, em 1999, 64% do volume das 20 maiores empresas negociadas estava

vinculado a empresas privadas.

QUADRO II - BOVESPA – Movimento das Empresas Líderes em Volume de Negócios na Média Diária - (R\$ Milhões)

JUNHO DE 1997		SETEMBRO DE 1999	
Total Estatal	79,02	Total Estatal	17,61
Total Privado	7,07	Total Privado	63,77
Total Bolsa	100,0	Total Bolsa	100,0

Fonte: Elaborado a partir de dados da Economática e do Centro de Informações GM – Retirado de GM, 23 de Set/1999, cad. B-1.

Quando analisamos a questão da liquidez deste mercado e a negociabilidade das ações em bolsa, é importante observar alguns movimentos que se tem apresentado nos últimos anos levando em conta as questões da abertura financeira, do aparecimento de novas formas de alavancagem de recursos que passam pelo mercado de capitais e do processo de privatização.

Sobretudo a partir da década de 90, várias empresas abriram o capital, não apenas com o propósito de negociar suas ações em bolsa. Além desse propósito, elas abriram o capital como condição para ter acesso a empréstimos bancários que têm como garantias as ações emitidas pela empresa. Nesta esteira, um grande número lançou ADRs, com o intuito de conseguir recursos mais baratos no exterior. Entre 92 e 98, 76 empresas brasileiras participaram de programas de emissão de ADRs e no mesmo período cerca de 41 empresas fizeram registro no Brasil para emitir ações (CVM).

Cabe observar ainda que algumas empresas foram criadas por conta das privatizações, com o objetivo de participar do processo de venda das estatais. São Companhias de Propósito Específico (*Special Purpose Company* -SPE), criadas para atender as exigências da CVM no processo de privatização, sendo que várias não concluíram o negócio e passaram a existir apenas juridicamente.

Assim, seguindo esta linha de argumentação, fica patente as discrepâncias existentes entre o processo de abertura de capital e a efetiva participação regular destas empresas no mercado de capitais. De 1994 a julho 1999, 367 empresas brasileiras abriram capital e deste total, 165 não emitiram qualquer papel no período (Registros da Associação Brasileira das Companhias Abertas - Abrasca). Um dos fatos interessantes a relatar é que a última abertura de capital relevante do setor produtivo ocorreu em junho de 1997.

Os fatores acima relatados, longe de tornar o mercado mais líquido acabaram por

tornar seu perfil ainda mais problemático. O movimento que recentemente tem-se verificado (período 1.997 a julho de 1.999) é o do fechamento de empresas (especialmente as do setor produtivo). Das que adquiriram registro na CVM antes de 1.994, 133 fecharam o capital. Em 1999, num universo de 896 empresas listadas em bolsa, apenas 99 companhias referem-se ao setor produtivo (Gazeta Mercantil, 28/7/99). Assim, os dados revelam que, em linhas gerais, o índice de fechamento de capital das empresas tem superado o índice de abertura.

Podemos indicar algumas causas básicas para este movimento de fechamento. A primeira é a de que várias empresas estariam fechando o capital por uma questão de custo. Contudo, a nosso ver, a questão não é somente esta. A causa central tem a ver com as distorções que apontamos acima, atingindo as empresas que não transacionam efetivamente na bolsa e abriram seu capital por motivos outros. Várias empresas que estavam listadas com o objetivo de lançar ADRs, por exemplo, e não estavam mais conseguindo fazer este tipo de transação, estão fechando o capital. De outra parte, no cenário recente em que o mercado externo se encontrava fechado à maior parte das companhias brasileiras, só buscavam recursos as empresas com compromissos vencendo e sem a possibilidade de usar o caixa para liquidá-los. Em geral, as empresas têm optado por fechar seu capital por estarem passando por reestruturações internas e porque não têm decidido buscar capital no mercado. Permanecer implica em um custo a mais. O Quadro III deixa patente que este processo tem reduzido o volume de todos os tipos de papéis de empresas, afetando, sobretudo, as emissões primárias de ações.

Quadro III- Oferta pública (Em R\$ milhões)- mercado primário

	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999*
Debêntures conversíveis	911,20	1.333,00	1.477,00	3.355,90	520,00
Debêntures simples	5.963,70	7.211,40	6.040,70	6317,50	2.185,82
Ações	1.920,00	1.178,02	3.965,21	4.112,10	359,27
Notas promissórias	1.116,70	499,30	5.147,00	12.904,90	1.331,00

Fonte: CVM * de janeiro a abril.

Outro fator que tem a ver com o fechamento de empresas, está ligado à compra de empresas brasileiras por estrangeiros (Gazeta mercantil, 23/8/99). De 1994 até o primeiro semestre de 1999, 916 empresas brasileiras foram compradas por empresas estrangeiras e de 95 a 98, 140 empresas fecharam o capital (CVM). Isto ocorre porque as multinacionais que compram as empresas nacionais (inclusive em

processo de privatização), conseguem trazer recursos mais baratos do que se fossem captar no mercado brasileiro. Com acesso a recursos mais baratos nos Estados Unidos, por exemplo, por vezes, considera-se impropriedade manter o capital aberto no Brasil em função dos custos.

Nestes casos, a questão relativa ao descaso com os acionistas minoritários no Brasil fica patente. No momento em que o controlador se decide a fechar o capital da empresa o minoritário recebe valores considerados insuficientes mas acaba induzido a vender sua participação. A questão é que o processo de compra proposto pela controladora reduz o total de ações no mercado e, a partir daí, o minoritário acha que não vai conseguir negociar seus papéis quando desejar. Desta forma, acaba preferindo vender suas ações ao controlador, mesmo com perdas. Isto acaba redundando no chamado “fechamento branco”, que é assim chamado porque o controlador, de posse da maioria das ações vendidas pelos minoritários, até não precisa fechar o capital da empresa uma vez que praticamente não precisa mais distribuir dividendos ou dar conta de seus atos, tendo em vista que restam pouquíssimas ações no mercado. Esta não é uma prática apenas brasileira, dado que os prêmios para se obter o controle de uma companhia existem em todos os países. A diferença é que os prêmios pagos no Brasil são muito mais altos, o que mostra a força do controle corporativo em nosso país.

Desta forma, o que se verifica é que o mercado de capitais nacional vem se tornando cada vez mais concentrado e menos líquido, a despeito da participação de investidores estrangeiros, dos investidores institucionais e das novas formas de alavancagem de capital que passam pelo mercado de capitais.

No que tange ao papel dos fundos de pensão nacionais e sua articulação com o mercado de capitais, destaca-se que os mesmos podem afetar a própria organização institucional do financiamento, ao influir sobre a expansão dos mercados de capitais e eventualmente por ter impactos sobre a democratização do capital. Eles são tidos como importantes atores para minorar a lógica de curto prazo e a volatilidade dos capitais internacionais (Davis, 1995) e como possíveis alavancadores de longo prazo.

De fato, os fundos de pensão locais representam hoje um importante componente da economia do país, acumulando um patrimônio superior a R\$ 90 bilhões de reais. A previdência complementar cresceu sobremaneira se analisarmos as últimas décadas (Quadro IV)

QUADRO IV- Quantidade de EFPP, de Patrocinadoras e Valor dos Ativos

ANO	Nº de EFPP	Nº de Patrocinadoras	Valores em R\$ Milhões
1995	309	1.579	57.461
1996	326	1.680	71.672
1997	339	1.883	86.861
1998	352	2.127	90.757
Julho 1999	358	2.197	95.032

Fonte: Boletim Estatístico – Secretaria de Previdência Complementar, agosto de 1999

No entanto, mesmo considerando este crescimento, é preciso destacar a baixa taxa de crescimento da previdência complementar fechada nos últimos anos considerando-se a expansão do número de assistidos. A incerteza quanto ao ambiente regulatório é um dos fatores a afetar esta questão, sendo importante observar que a previdência privada complementar está passando por importantes mudanças no período recente e estes fatores funcionam como um desestímulo à criação de planos fechados de previdência pelas empresas. Ademais, o próprio desenho do sistema está mudando. Em primeiro lugar, tendo em vista o processo de privatização, vários dos principais fundos nacionais, vinculados a empresas estatais passaram a estar vinculados a empresas privadas.

Mesmo considerando a relativa estagnação do crescimento dos fundos de pensão, é preciso observar que os mesmos são os principais detentores de liquidez aqui, como no resto do mundo, e que suas aplicações vêm crescendo sobremaneira nos últimos anos. Seus investimentos passaram de 1,6% do PIB em 1985, para 11% em 1999 (Abrapp). O fato de estes agentes serem grandes investidores em um país onde a centralização de capitais nacionais é fraca demonstra a sua importância. No que tange a sua atuação verifica-se que há constantemente o levantamento da questão de que o aparato regulatório constrangeria os movimentos dos mesmos, ao indicar os limites máximos de aplicações (80% em renda fixa, 50% em renda variável, 3% em investimentos agrícolas 10% para fundos de investimento imobiliário etc.).

No entanto, seguimos a perspectiva de que esta regulação está em consonância com a proteção que se dá aos grandes capitais no Brasil. Ou seja, ela não é restritiva no fundamental, pois permite altíssimos percentuais de aplicação em renda fixa e renda variável, em um país que os juros são mantidos em patamares altíssimos.

Conforme observamos, a atuação dos fundos de pensão domésticos depende do desenho do mercado de capitais, no qual não há ampla liquidez. De qualquer forma, o processo de privatização foi um dos momentos em que se permitiu a alta participação destes fundos nestes mercados, uma vez que aí se verificou a mudança do controle

estatal para o controle privado.

Em termos gerais, o aparato regulatório não tem limitado a atuação destes fundos rumo a uma performance que privilegia o curto prazo. O que se verifica é que as aplicações dos fundos de pensão nacionais nos últimos anos têm se centrado fortemente em renda variável e renda fixa (Tabela I). Na verdade, o movimento das aplicações no mercado de capitais está em constante comparação com as outras aplicações possíveis. Neste esquema, quando os juros caem, os *commercial papers* (notas promissórias), as debêntures ou as ações podem competir com os títulos do governo. A questão é que, com os juros mais baixos, os emissores de debêntures podem oferecer um prêmio maior sobre as taxas pagas pelos títulos do Governo Federal e assim conseguem compensar o investidor institucional pelo risco maior e menor negociabilidade. Se isto não ocorre e os títulos públicos oferecem alta rentabilidade e baixo risco, os fundos de pensão e de renda fixa se retraem e correm em busca da segurança maior, da maior diluidez e dos altos juros pagos pelo Governo ou mesmo dos CDBs ou CDIs dos grandes bancos.

Desde 1994 até o primeiro semestre de 1997, apesar dos juros altos dos papéis de renda fixa, observa-se que os títulos do governo eram pré-fixados e a alta rentabilidade das bolsas de valores articulada ao processo de privatizações estimulou as aplicações no mercado de capitais. Entretanto, a partir da metade de 1997 os fundos de pensão têm voltado, mais uma vez as suas aplicações para renda fixa, com títulos pós-fixados. O mercado de capitais tem assistido a saída destes investidores assim como a dos investidores estrangeiros.

TABELA I - Carteira Consolidada dos Fundos de Pensão por Tipo de Aplicação (R\$ milhões)

	Dez/94	%	Dez/95	%	Dez/96	%	Dez/97	%	Dez/98	%
Ações	18.177	39	16.923	30	22.162	31	24.724	28,5	17.465	19
Imóveis	6.692	14	8.548	15	9.225	13	9.038	10,4	9.684	11
Dep. A prazo	5.334	12	8.367	15	6.891	9,6	6.623	7,6	8.818	9,3
F. de Inv. RF.	5.779	12	6.826	12	12.064	17	16.729	19,3	20.648	23
F. de Inv. RV.	nd		nd		1.832	2,6	9.302	10,7	9.214	10
Emp. Partic.	887	1,9	1.067	1,9	1.592	2,2	1.623	1,9	1.740	1,9
Financ. imob.	2.145	4,6	3.328	5,8	3.688	5,1	3.923	4,5	4.021	4,4
Debêntures	862	1,9	2.992	5,2	3.446	4,8	3.384	3,9	3.229	3,8
Tit.públicos	1.771	3,8	2.557	4,4	4.115	5,7	3.240	3,7	5.918	8,5
Outros	1.201	2,6	1.445	2,5	1.704	2,4	1.878	2,2	2.382	2,6
Oper.c/ patroc	3.642	7,8	5.408	9,4	4.954	6,9	6.396	7,4	7.637	8,4
Total	46.490	100	57.461	100	71.672	100	86.867	100	90.757	100

Fonte: Abrapp (site Internet).

Conclusão

Mesmo que existam estudos sugerindo possíveis papéis para os fundos de pensão que os articulem com padrões de financiamento mais estáveis, a lógica de aplicação dos mesmos não é distinta da dos demais agentes. De um lado, o tipo de aplicação destes fundos depende dos mercados em que atuam e dos limites institucionais aí presentes, conformação esta que não muda por decretos pois faz parte da própria dinâmica intercapitalista do país em questão. Por outro, lado verifica-se que os fundos de pensão, sem regulações restritivas tendem a não se diferenciar dos demais aplicadores do mercado. No caso brasileiro, verifica-se que as aplicações dos fundos de pensão nacionais centram-se em ativos altamente rentáveis e de rápida negociabilidade. Isto é, se estes agentes forem deixados “ao sabor do mercado” as suas aplicações tendem a convergir para os movimentos especulativos de curto prazo e, assim, não se direcionam para aplicações que se destinam mais diretamente ao financiamento do investimento. Isto se dá em nossa perspectiva por vários fatores:

- i. A existência de fundos de investimento (de renda fixa) lucrativos e de baixo risco, fato articulado às altas taxas de juros internas e, conseqüentemente, à alta rentabilidade dos títulos nacionais (inclusive e especialmente os públicos). Não só a aplicação no mercado de capitais (de renda variável e extremamente dependente das expectativas dos agentes) está sempre a concorrer com estes outros ativos, mas também com aplicações de prazos mais largos. Ademais, o próprio direcionamento para estes títulos está ligado a uma legislação que permite fortes aplicações nestes tipo de ativos, sendo que este é um dos fatores a indicar esta *performance*.
- ii. A estrutura de governança corporativa existente, que limita a atuação dos fundos de pensão no mercado de capitais. Aqui as estruturas de propriedade são concentradas, com relativamente poucas ações negociadas em bolsa (especialmente as das empresas estatais ou ex-estatais), sendo que a própria legislação relativa aos acionistas é um dos fatores a mais a dificultar o acesso e a expansão deste mercado. Portanto, a expansão deste mercado não é meramente uma questão de se modificar a legislação.
- iii. A inexistência de ativos nacionais de longo prazo para que estes fundos apliquem e nem uma articulação política neste sentido. A despeito desta questão, a nossa hipótese é a de que a criação destes ativos não é suficiente. Mesmo a nova legislação dos fundos de pensão que está sendo promulgada, dada as colocações acima, não dirigirá os recursos para estes financiamentos. Na

verdade, ela indica limites para as aplicações em ativos, mas não direciona mínimos, o que seria fundamental para que algumas das propostas em curso pudessem se efetivar. Isto só ocorreria se houvesse uma política pública direcionadora.

Referências Bibliográficas

- AGLIETTA, M. (1995). Macro-économie financière. Paris, Editions La Découverte.
- BLAKE, D. (1995). Pension schemes and pension funds in the United Kingdom. Oxford: Clarendon Press
- BIS (1992). 62nd Annual Report, Basle, Bank for International Settlements, jun.
- CEPII (1992). “Economie mondiale 1990-2000: l’imperatif de croissance”. Economica, Paris. Chesnais (org), Paris, Ed. Syros.
- CHESNAIS, F. (1996). “Mondialisation financière et vulnérabilité systémique”. La mondialisation financière, François Chesnais (org), Paris, Ed. Syros.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R (1999). Fundos de Pensão, regulação e a discussão de “corporate governance”. **In: Anais SEP**, Porto Alegre/RS.
- CRESPO, M. (1994). “Shot in the arm: why pension reform in Latin America will boost the fortunes of U. S. institutions investing there”.
- DAVIS, E. P. (1993). “The structure, regulation, and performance of pension funds in nine industrial countries”. World Bank - Policy Research Working paper, 1229.
- _____. (1995). “Pension funds: retirement-income security and capital market: an international perspective”. Oxford.
- EUROMONEY (1992). European Pension Survey.
- FARNETTI, R. (1996). “Le rôle des fonds de pension et d investissement collectifs anglo-saxons dans l’essor de la finance globalisée”. La mondialisation financière, François
- FMI (1995). International Capital Markets (Developments, Prospects, and Policy Issues), Washington D. C.
- FOLKERTS-LANDAU & ITO (1995). “International Capital Markets: developments prospects and policy issues”. Washington D.C., International Monetary Fund, World Economic and Financial Survey, August.
- FRANKS, J. & MAYER, C. (1994). “Corporate Control: a comparison of insider and outsider system”. London Business School and University of Oxford (mimeo).
- FREITAS, M. C. P. (1998). “Os fundos de pensão e o financiamento da Infra-estrutura”. Infra-estrutura: perspectivas de reorganização/ financiamento, Fernando Rezende e Tomás Bruginski de Paula (orgs). Brasília, IPEA.
- GAZETA MERCANTIL. Vários Números
- JENSEN, M. C. (1986). “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”.
- LA PORTA, R. *et al.* (1998). “Law and Finance”. **In: Journal of Political Economy** V. 106, N.º 6. Dezembro.
- MATIJASCIC, M. (1994). “Fundos de pensão e rearticulação da economia brasileira”. Texto para discussão n.º 40. Campinas: Instituto de Economia.
- OECE (1994). Financial Market Trends n.º 62.
- PINHEIRO, A. C. (1994). “Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento: O papel do BNDES”. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 1, no 2.
- RABELO, F. M. (1997). “Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate

Governance: Lições para os Mercados Emergentes”. Texto apresentado no Seminário “Fundos de Pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina”, São Paulo (mimeo).

- SHARMA, K. (1993). “Pension funds and the development of capital markets”. Latin Finance, n 53 , dec.

- SIQUEIRA, T. V. (1998). “Concentração da Propriedade nas Empresas de Capital Aberto”. **In: Revista do BNDES**. Rio de Janeiro.V.5, N.º 10. Dez.